



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

**BOLETÍN MENSUAL
JUNIO**

01 | 2010

02 | 2010

03 | 2010

04 | 2010

05 | 2010

06 | 2010

07 | 2010

08 | 2010

09 | 2010

10 | 2010

11 | 2010

12 | 2010

EZB EKT EKP

500





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL JUNIO 2010

En el año 2010,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 500 euros.

Traducción provisional realizada por el Banco de España. La publicación impresa definitiva del Boletín Mensual del BCE en español puede diferenciarse ligeramente de esta versión, al incluir modificaciones (por ejemplo, tipográficas y ortográficas) que, en cualquier caso, no afectarán al contenido del documento.

© Banco Central Europeo, 2010

© De la traducción: Banco de España,
Madrid, 2010

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Fráncfort del Meno, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60066 Fráncfort del Meno, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Fax

+49 69 13446000

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 9 de junio de 2010.

ISSN 1561-0268 (edición impresa)
ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Entorno exterior de la zona del euro	
Evolución monetaria y financiera	
Precios y costes	
Producto, demanda y mercado de trabajo	
Evolución de las finanzas públicas	
Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro	
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	103

Recuadros

1	El crecimiento monetario en la zona del euro y el «Programa para los Mercados de Valores»	25
2	Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 10 de febrero y el 11 de mayo de 2010	34
3	La evolución de los mercados financieros a principios de mayo	39
4	Precios de las materias primas agrícolas y del componente de alimentos del IAPC de la zona del euro	61
5	Evolución reciente de la oferta de trabajo	80
6	Consolidaciones presupuestarias: experiencias anteriores, costes y beneficios	91
7	Deuda pública bruta y activos financieros de las Administraciones Públicas de la zona del euro	95
8	Supuestos técnicos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios de las materias primas y las políticas fiscales	98
9	Previsiones de otras instituciones	101
10	Las turbulencias financieras y los flujos financieros transfronterizos de la zona del euro	109

5 ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO

SI

ANEXOS

9	Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
59	El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real)	V
72	Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de 2009	VII
87	Glosario	XV
98		

ABREVIATURAS

PAÍSES

BE	Bélgica	HU	Hungría
BG	Bulgaria	MT	Malta
CZ	República Checa	NL	Países Bajos
DK	Dinamarca	AT	Austria
DE	Alemania	PL	Polonia
EE	Estonia	PT	Portugal
IE	Irlanda	RO	Rumanía
GR	Grecia	SI	Eslovenia
ES	España	SK	Eslovaquia
FR	Francia	FI	Finlandia
IT	Italia	SE	Suecia
CY	Chipre	UK	Reino Unido
LV	Letonia	JP	Japón
LT	Lituania	US	Estados Unidos
LU	Luxemburgo		

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios del Total de la Economía
NACE	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Unión Europea
CUCI Rev. 4	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 4)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo en la frontera del exportador
HWWI	Hamburg Institute of International Economics
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

De acuerdo con la práctica de la UE, los países de la UE se enumeran en este Boletín en el orden alfabético correspondiente a las respectivas lenguas nacionales.



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 10 de junio de 2010, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. El nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la nueva información disponible desde su reunión del 6 de mayo de 2010, el Consejo de Gobierno espera que la evolución de los precios continúe siendo moderada en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria. Las presiones inflacionistas mundiales podrían persistir, mientras que se espera que las presiones de los precios internas se mantengan reducidas. La información más reciente también ha confirmado que la recuperación económica de la zona del euro ha continuado durante la primera mitad de 2010, si bien es probable que las tasas de crecimiento intertrimestrales sean relativamente irregulares. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que el ritmo de crecimiento de la economía de la zona del euro sea moderado, en un entorno en el que persisten las tensiones en algunos segmentos del mercado financiero y de incertidumbre excepcionalmente elevada. El análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas a medio plazo siguen contenidas, como sugiere el débil crecimiento monetario y crediticio. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El firme anclaje de las expectativas de inflación sigue siendo esencial.

La política monetaria hará todo lo que sea necesario para mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro. Esta es la contribución primordial y necesaria que la política monetaria realiza para impulsar un crecimiento económico sostenible, la creación de empleo y la estabilidad financiera. Todas las medidas no convencionales adoptadas durante el período de graves tensiones en el mercado financiero, denominadas «de apoyo reforzado al crédito» y el Programa para los Mercados de Valores son plenamente

compatibles con el mandato del Consejo de Gobierno y, por su propio diseño, de naturaleza temporal. El Consejo de Gobierno se atiene a su firme compromiso de mantener la estabilidad de precios a medio y largo plazo, y tanto la orientación de la política monetaria como la provisión global de liquidez se ajustarán cuando sea apropiado. Por lo tanto, el Consejo de Gobierno continuará llevando a cabo un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro próximo.

Por lo que se refiere al análisis económico, desde mediados de 2009, se observa un aumento de la actividad económica de la zona del euro, después de un período de acusado descenso. Según la primera estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro aumentó, en términos intertrimestrales, un 0,2% en el primer trimestre de 2010. Aunque las adversas condiciones meteorológicas, en particular, han frenado el crecimiento en los primeros meses del año, los indicadores económicos más recientes sugieren que se ha producido un repunte durante la primavera. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que el PIB real crezca a un ritmo moderado, aunque aún irregular durante algún tiempo y entre las distintas economías y sectores de la zona del euro. La recuperación en curso a escala mundial y su repercusión en la demanda de las exportaciones de la zona del euro, junto con la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, deberían estimular la economía de la zona del euro. Sin embargo, se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores y las débiles perspectivas de deterioro de los mercados de trabajo ralenticen la recuperación de la actividad.

Esta valoración se refleja también en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2010, que sitúan el crecimiento medio interanual del PIB real entre el 0,7% y el 1,3% en 2010 y entre el 0,2% y el 2,2% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2010, el intervalo relativo al crecimiento del PIB real se ha revisado

ligeramente al alza para este año, debido a que el fortalecimiento de la actividad en todo el mundo a corto plazo ha tenido una repercusión positiva, aunque se ha revisado levemente a la baja para 2011, como reflejo principalmente de las perspectivas de la demanda interna. Las proyecciones de junio de 2010 de los expertos del Eurosistema están, en general, en consonancia con las previsiones de las instituciones internacionales.

En la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas económicas están en general equilibrados, en un entorno de incertidumbre excepcionalmente elevada. Por el lado positivo, la economía mundial y el comercio exterior podrían recuperarse con más vigor de lo previsto, respaldando adicionalmente las exportaciones de la zona del euro. Por el lado negativo, subsiste la preocupación respecto a renovadas tensiones en algunos segmentos del mercado financiero y sus efectos sobre la confianza. Además, una espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o duradera de lo previsto, nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, así como de las presiones proteccionistas, y la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales podrían también influir negativamente.

En cuanto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual de la zona del euro, medida por el IAPC, se situó en el 1,6% en mayo de 2010, frente al 1,5% registrado en abril. El aumento de la inflación observado en los últimos meses refleja principalmente la subida de los precios de la energía. No puede excluirse que durante la segunda mitad de este año se produzca de nuevo algún ligero aumento de la inflación medida por el IAPC. De cara al futuro, las tasas de inflación deberían en conjunto mantenerse moderadas. Podrían persistir las presiones al alza sobre los precios de las materias primas, mientras que se espera que las presiones sobre los precios internos de la zona del euro continúen siendo reducidas. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas en niveles

compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Esta valoración también se refleja en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2010, que sitúan la tasa de inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo entre el 1,4% y el 1,6% para 2010, y entre el 1,0% y el 2,2% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2010, los intervalos se han ajustado ligeramente al alza como consecuencia del incremento de los precios en euros de las materias primas. Las previsiones elaboradas por instituciones internacionales presentan, en general, un panorama similar.

Los riesgos sobre las perspectivas de evolución de los precios están, en general, equilibrados. Los riesgos al alza a medio plazo están relacionados, en particular, con la evolución de los precios de las materias primas. Además, las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían ser superiores a lo actualmente esperado, debido al saneamiento de las finanzas públicas que será necesario realizar en los próximos años. Al mismo tiempo, los riesgos respecto a la evolución de los precios y costes internos están contenidos. En conjunto, el Consejo de Gobierno llevará a cabo un seguimiento atento de la evolución futura de todos los indicadores de precios disponibles.

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo sin variación en el -0,1% en abril de 2010. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado se incrementó de nuevo ligeramente, pasando a ser positiva, aunque se mantuvo débil en el 0,1%. Todos estos datos siguen respaldando la valoración de que el ritmo de la expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo están contenidas. La volatilidad de la evolución a más corto plazo de M3 y de los préstamos ha continuado, y dadas las renovadas tensiones en algunos segmentos del mercado

financiero, es muy posible que la volatilidad de M3 y de sus componentes persista.

El crecimiento efectivo de M3 continúa subestimando el ritmo de expansión monetaria subyacente, pero el impacto a la baja de la relativamente pronunciada curva de rendimientos y de la asignación de los fondos a depósitos a plazos más largos y a valores no incluidos en M3 a ella asociada parece estar atenuándose gradualmente. Lo mismo puede decirse con respecto a los desplazamientos dentro de M3 observados como respuesta a los estrechos diferenciales entre los tipos de interés a los que se remuneran diferentes instrumentos de M3. La tasa de crecimiento interanual de M1, del 10,7%, es aún muy elevada.

La todavía débil tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado oculta el hecho de que desde hace unos meses los flujos mensuales están ya siendo positivos. Al mismo tiempo, esta evolución del agregado sigue reflejando principalmente el fortalecimiento del crecimiento interanual de los préstamos a los hogares en curso, mientras que el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras se mantuvo negativo. La respuesta retardada de los préstamos a sociedades no financieras a la actividad económica es una característica normal del ciclo económico.

Los últimos datos confirman que la reducción del tamaño de los balances de las entidades de crédito no ha proseguido durante los primeros meses del año. No obstante, no pueden descartarse nuevos ajustes, y las entidades de crédito siguen afrontando el reto de aumentar la disponibilidad de crédito para el sector no financiero cuando repunte la demanda. A fin de superar este reto, las entidades de crédito deberían recurrir al mercado para reforzar adicionalmente sus bases de capital y, cuando sea necesario, aprovechar al máximo las medidas gubernamentales adoptadas para favorecer la recapitalización.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la nueva información disponible desde su reunión del 6 de mayo de 2010, el Consejo de

Gobierno espera que la evolución de los precios continúe siendo moderada en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria. Las presiones inflacionistas mundiales podrían persistir, mientras que se espera que las presiones de los precios internos se mantengan reducidas. La información más reciente también ha confirmado que la recuperación económica de la zona del euro ha continuado durante la primera mitad de 2010, si bien es probable que las tasas de crecimiento intertrimestrales sean relativamente irregulares. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que el ritmo de crecimiento de la economía de la zona del euro sea moderado, en un entorno en el que persisten las tensiones en algunos segmentos del mercado financiero y de incertidumbre excepcionalmente elevada. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas a medio plazo continúan estando contenidas, como sugiere el débil crecimiento monetario y crediticio. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El firme anclaje de las expectativas de inflación sigue siendo esencial y, en consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En relación con las políticas fiscales, el Consejo de Gobierno acoge favorablemente la decisión adoptada recientemente por los países de la zona del euro de establecer formalmente una Facilidad Europea de Estabilidad Financiera. Es preciso que se acompañe de actuaciones adoptadas con determinación por parte de los Gobiernos. Resulta esencial que todos los países cumplan estrictamente sus compromisos de corregir los elevados niveles de déficit y deuda públicos, y reduzcan la vulnerabilidad de las finanzas públicas. Para ello, las medidas concretas de ajuste necesarias a fin de lograr los objetivos presupuestarios deben quedar perfectamente especificadas. Todos los países han de ase-

gurar que la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas está garantizada. El Consejo de Gobierno valora positivamente el hecho de que algunos Gobiernos de la zona del euro con los niveles de déficit más elevados y los de deuda en significativo aumento hayan adoptado medidas adicionales de saneamiento fiscal y fijado objetivos presupuestarios más ambiciosos. En este contexto, el Consejo de Gobierno ha tomado nota de las orientaciones de primavera de 2010 relativas a las políticas fiscales de los países de la zona del euro acordadas por los ministros de Economía y Hacienda el 7 de junio, y acoge favorablemente los compromisos adquiridos de que, cuando sea necesario, se adoptarán medidas adicionales para garantizar el logro de los objetivos presupuestarios en 2010 y en los años sucesivos. Es verdaderamente esencial que se consigan los nuevos objetivos presupuestarios. El Consejo de Gobierno coincide plenamente con la prioridad fijada por los ministros de frenar e invertir el aumento de la ratio de deuda, y considera positivo el compromiso de adoptar medidas inmediatas a tal efecto.

En todos los países de la zona del euro, las reformas estructurales que conduzcan a un incremento del crecimiento y del empleo son cruciales para respaldar una recuperación sostenible. Los problemas de competitividad existentes, así como los desequilibrios internos y externos han de ser abordados urgentemente por todos los países afectados. Para ello, la negociación salarial debe permitir el ajuste apropiado de los salarios a la competitividad y a la situación de desempleo. Del mismo modo, son fundamentales las medidas que aumenten la flexibilidad de los precios y la competitividad no vinculada a los precios. Por último, la reestructuración adecuada del sector bancario debería desempeñar un papel importante. El saneamiento de los balances, el control efectivo del riesgo y unos modelos de negocio transparentes y sólidos son elementos fundamentales para reforzar la resistencia de las entidades de crédito a las perturbaciones y asegurar un acceso adecuado a la financiación, creando así las condiciones para el crecimiento sostenible, la creación de empleo y la estabilidad financiera.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial ha seguido recuperándose en los últimos meses, en parte respaldada por las medidas de estímulo monetario y fiscal y por un prolongado ciclo de existencias. La inflación mundial ha aumentado, principalmente, como consecuencia de la subida de los precios de las materias primas, pero las presiones inflacionistas subyacentes siguen estando, en general, contenidas, sobre todo en las principales economías avanzadas, en consonancia con la escasa utilización de la capacidad y con unas expectativas de inflación bien ancladas. Por el contrario, en algunas economías emergentes, las presiones inflacionistas han hecho su aparición, favorecidas por el auge de la demanda interna. En un entorno de incertidumbre inusualmente elevada, se estima que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están, en general, equilibrados.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

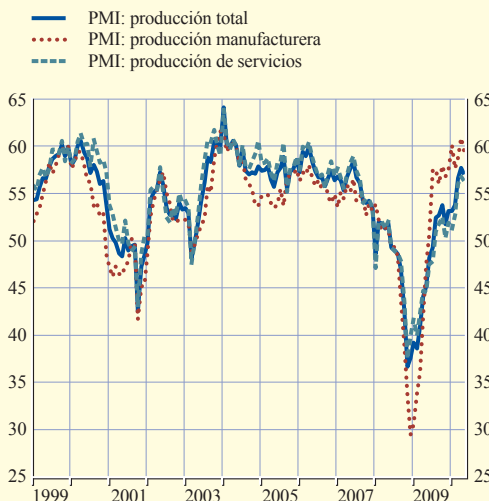
La economía mundial prosiguió su expansión en el primer trimestre de 2010 y los indicadores de corto plazo apuntan a un sólido crecimiento a comienzos del segundo trimestre. La recuperación sigue estando respaldada por los efectos de las medidas de estímulo monetario y fiscal y por un prolongado ciclo de existencias. Esta evolución positiva de la actividad económica mundial ha venido acompañada de una nueva recuperación del comercio mundial. Los indicadores de empleo mundiales también han mejorado en los últimos meses, tras las pérdidas de empleo generalizadas, registradas en gran parte de los dos años precedentes.

Considerada en mayor detalle, la evidencia más reciente basada en los indicadores sigue apuntando a una nueva mejora de la situación económica mundial. Aunque el indicador sintético mundial PMI (índice de directores de compras) bajó ligeramente hasta 57,0 en mayo, desde el nivel de 57,7 observado el mes anterior, siguió situándose muy por encima de la media de la serie, en consonancia con la continuidad de la expansión mundial (véase gráfico 1). La actividad económica, tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios perdió parte de su impulso, pero se mantuvo en niveles más bien elevados. Los índices PMI de nuevos pedidos se redujeron en mayo, produciéndose una desaceleración del crecimiento de las nuevas actividades ligeramente más pronunciada en el sector servicios que en el sector manufacturero. En general, el sector manufacturero siguió liderando la recuperación, respaldado por una expansión más bien sólida de los nuevos pedidos.

Paralelamente a la recuperación de la actividad económica, el comercio mundial siguió creciendo a finales de 2009 y en el primer trimestre de 2010, posiblemente también como consecuencia del hecho de que el sector manufacturero siguiera liderando el repunte de la actividad. Según los últimos indicadores disponibles, el comercio mundial creció, en volumen, un 3,5% en marzo, tras el aumento del 1,7% observado en febrero. Las importaciones en términos reales crecieron, en marzo, en todas las principales regiones económicas, salvo

Gráfico 1 PMI: producción mundial

(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

en Japón, en donde registraron una caída. Los indicadores adelantados y los datos disponibles sobre el comercio mundial apuntan a un estancamiento en abril. Considerando las tasas de crecimiento intertrimestral, el comercio mundial aumentó, en volumen, un 5,3% en el primer trimestre de 2010, lo que representa una moderación con respecto al 6% observado en el último trimestre de 2009. A finales de marzo de 2010, los volúmenes del comercio mundial se situaban todavía en torno a un 4% por debajo del máximo registrado en abril de 2008, pero un 21% por encima del mínimo de mayo de 2009.

La inflación mundial ha aumentado, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de las materias primas, pero las presiones inflacionistas subyacentes siguen estando, en general, más bien contenidas, sobre todo en las principales economías avanzadas, en consonancia con la escasa utilización de la capacidad y con unas expectativas de inflación bien ancladas. En los países de la OCDE, la inflación general, medida por los precios de consumo, fue del 2,1% en el año transcurrido hasta abril, sin variación con respecto al mes anterior (véase gráfico 2). Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 1,2% en abril de 2010, la cifra más baja registrada hasta ahora. Por el contrario, en algunas economías emergentes, las presiones inflacionistas han hecho su aparición, favorecidas por el auge de la demanda interna. Los precios de los bienes intermedios del indicador PMI mundial se mantuvieron en niveles elevados en mayo de 2010, en un contexto de aumento de los precios de la energía.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la economía continúa por la senda de la recuperación. Tras registrar de nuevo cifras positivas en el segundo semestre de 2009, el crecimiento del PIB real se afianzó aún más a comienzos de 2010. La segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico indica que el PIB real creció un 3%, en tasa anualizada en el primer trimestre de 2010, tras un incremento del 5,6% en el último trimestre de 2009. La expansión económica observada en los tres primeros meses del año refleja la capacidad de resistencia del gasto en consumo, un repunte de la inversión en bienes de equipo y software y una fuerte contribución positiva de las existencias del sector privado. Por otra parte, el crecimiento se vio lastrado por la reducción del gasto de las administraciones regionales y locales y por el descenso de la inversión en construcción residencial y comercial. Además, la demanda exterior neta restó 0,7 puntos porcentuales al crecimiento del PIB real, ya que las importaciones crecieron a un ritmo más rápido que las exportaciones.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se situó en el 2,2% en abril, prácticamente en consonancia con la tasa media de inflación observada en el año transcurrido hasta la fecha. El aumento de la inflación en los primeros meses de 2010 —en comparación con una media del -0,4% en 2009— tiene, en gran parte, su origen en el repunte de los precios de la energía, tras los acusados descensos registrados anteriormente. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación

interanual se redujo de nuevo hasta el 0,9% en abril, la tasa más baja observada desde enero de 1966. La tendencia desinflacionista de las tasas subyacentes sigue reflejando la permanente atonía de los mercados nacionales de productos y de trabajo.

De cara al futuro, es probable que, en corto plazo, la recuperación siga estando respaldada por las medidas de estímulo fiscal y monetario y por el impulso proveniente del ciclo de existencias. Sin embargo, más adelante, la progresiva desaparición del respaldo prestado por los factores transitorios podría traer consigo cierta moderación del ritmo de expansión económica. La mayor normalización de la confianza y de la situación financiera, un giro en la evolución del mercado de trabajo y el ritmo al que se avance en el saneamiento de la situación patrimonial del sector privado siguen siendo factores clave que, probablemente, configuran la actividad económica futura. Por lo que respecta a la evolución de los precios, es probable que la inflación siga estando contenida, habida cuenta de la enorme brecha de producción.

El 28 de abril de 2010, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener en una banda del 0% al 0,25% el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. El Comité sigue considerando que la situación económica, incluidas las bajas tasas de utilización de los recursos, las moderadas tendencias de la inflación y la estabilidad de las perspectivas de inflación, probablemente justifique que se mantenga el tipo de interés de los fondos federales en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado. En mayo de 2010, la Reserva Federal anunció la reanudación de los acuerdos de carácter temporal (líneas *swap*) en dólares estadounidenses, encaminados a mejorar la situación de liquidez en los mercados financieros tras la reaparición de las tensiones.

JAPÓN

En Japón, el PIB real creció un 1,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, según indica la primera estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno de Japón. La actividad económica estuvo impulsada, principalmente, por la demanda exterior neta de bienes y servicios, que representó 0,7 puntos porcentuales del crecimiento intertrimestral del PIB real, y por la demanda privada (0,5 puntos porcentuales). Por primera vez en dos años, el consumo personal y la inversión empresarial registraron tasas de crecimiento intertrimestral positivas.

La inflación medida por los precios de consumo siguió siendo negativa, como consecuencia del exceso de capacidad productiva sin utilizar que registra la economía. La inflación general, medida por el IPC, se redujo en tasa interanual un 1,2% en abril, frente al 1,1% de marzo. Excluidos la energía y los alimentos frescos, la inflación interanual medida por el IPC se situó en el -1,6%, mientras que, excluidos los alimentos frescos, se redujo hasta el -1,5%.

De cara al futuro, se espera que la economía japonesa continúe por la senda de la recuperación. No obstante, es probable que ésta pierda impulso a lo largo de 2010, una vez que se disipe el impacto de las medidas de estímulo fiscal sobre el consumo interno y se establezca el crecimiento de la demanda exterior neta.

Al igual que en las reuniones anteriores celebradas este año, en su reunión de 21 de mayo de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en torno al 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En Reino Unido, el crecimiento económico también ha experimentado recientemente una recuperación gradual. El PIB real creció un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, frente a un

incremento del 0,4% en el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico 3). El crecimiento económico en el primer trimestre de 2010 estuvo determinado, principalmente, por una contribución positiva de las existencias, mientras que el gasto de los hogares no experimentó variación y la demanda exterior neta siguió contribuyendo negativamente. En conjunto, los indicadores de actividad sugieren que la gradual mejora de la situación económica ha continuado en los últimos meses. Por lo que respecta a los precios de la vivienda, tras varios meses de recuperación en 2009, la tendencia al alza se mantuvo, en cifras interanuales, en el primer trimestre de 2010, a pesar de cierta volatilidad entre un mes y otro. Los flujos de crédito siguieron reactivándose lentamente, a un ritmo muy inferior al observado en 2008. De cara al futuro, se espera que continúe la gradual recuperación de la actividad, respaldada por los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, las políticas de estímulo monetario y la mejora general de la situación mundial.

La inflación interanual, medida por el IPC, ha seguido aumentando en los últimos meses, situándose en el 3,7% en abril. La expiración de la reducción temporal de la tasa del IVA y las subidas de los precios de la energía fueron factores determinantes del incremento de la inflación a comienzos de 2010. De cara al futuro, se prevé que la inflación se modere en la medida en que la capacidad no utilizada ejercerá un efecto de atenuación en la evolución de los precios. En los últimos meses, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha mantenido en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. El Comité mantuvo asimismo el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en 200 mm de libras esterlinas.

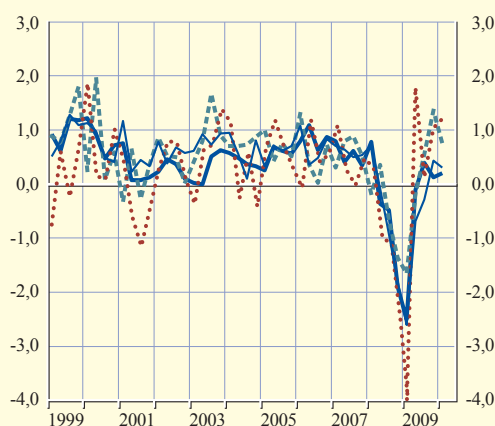
OTROS PAÍSES EUROPEOS

La situación económica también ha seguido mejorando en los últimos trimestres en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. En la mayoría de los países, el PIB real volvió a registrar tasas de crecimiento positivas y se produjo un aumento de las tasas de utilización de la capacidad en el sector manufacturero. Esta gradual recuperación refleja, principalmente, la mejora sostenida de la demanda exterior, el progresivo repunte de la confianza de los consumidores y también, en algunos países, los efectos de la depreciación de la moneda en comparación con los niveles observados antes de la crisis. En general, los indicadores de actividad a corto plazo sugieren que continuará la recuperación.

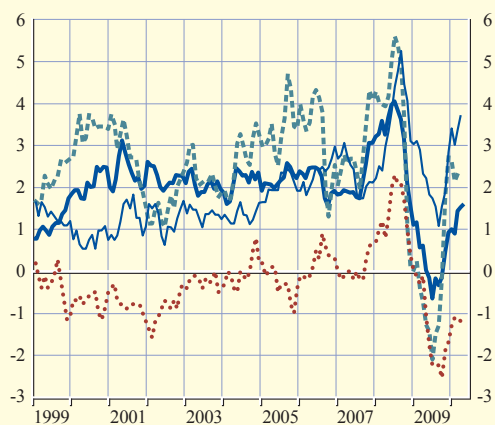
Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas

— Zona del euro — Estados Unidos
 Japón — Reino Unido

Crecimiento del producto¹⁾
 (tasas de variación intertrimestral; datos trimestrales)



Tasas de inflación²⁾
 (precios de consumo; tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.
 1) Para la zona del euro y Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.
 2) IAPC para la zona del euro y Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

En Suecia, el PIB real creció un 1,4% (en tasa intertrimestral) en el primer trimestre de 2010, tras el aumento del 0,4% observado en el cuarto trimestre de 2009. En Dinamarca, el producto creció un 0,6% en el primer trimestre de 2010, frente al 0,1% del cuarto trimestre de 2009. Los indicadores de corto plazo apuntan claramente a una recuperación en estos dos países, aunque la inversión empresarial siguió siendo débil en ambos casos. En abril de 2010, la inflación interanual, medida por el IAPC, se situaba en el 2,4% en Dinamarca y en el 21, % en Suecia. El 25 de marzo y el 19 de mayo de 2010, el Danmarks Nationalbank redujo su principal tipo de interés oficial en un total de 20 puntos básicos, hasta el 0,60%.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental, la situación económica ha mejorado considerablemente en los últimos trimestres. No obstante, el perfil del crecimiento ha variado de forma notable entre unos países y otros, como consecuencia, entre otros factores, del impacto del ajuste fiscal en algunos países y de las diferencias en el ciclo de existencias. Entre los países más grandes de la región, solo Rumanía registró crecimiento negativo del PIB real en el primer trimestre de 2010, que se cifró en un -0,3% en tasa intertrimestral. Al mismo tiempo, el crecimiento resultó especialmente vigoroso en Hungría, con una tasa intertrimestral del 0,9%. En la República Checa y Polonia, las tasas de crecimiento se situaron en el 0,5%. En conjunto, tanto los indicadores de confianza recientes como las cifras de producción industrial y comercio apuntan a un aumento de la actividad en estos cuatro países. Asimismo, diversos factores —entre ellos el aumento del desempleo y las precarias condiciones de concesión de crédito (especialmente en Hungría y Rumanía)— sugieren que se mantendrá la debilidad de la demanda interna. La inflación interanual, medida por el IAPC, ha estado oscilando en la República Checa en un nivel bajo, en torno al 0,4%, en los últimos meses y ha repuntado ligeramente, hasta el 0,9%, en abril de 2010. Por el contrario, en Hungría, Polonia y Rumanía, la inflación interanual medida por el IAPC se ha mantenido en niveles más elevados del 5,7%, 2,7% y 4,2%, respectivamente, en ese mismo mes. El 6 de mayo, el Česká Národní Banka redujo su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 0,75%. El 29 de marzo y el 26 de abril de 2010, el Magyar Nemzeti Bank adoptó una medida similar recortando su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta un mínimo histórico del 5,25%. El 29 de marzo y el 4 de mayo de 2010, la Banca Națională a României rebajó su principal tipo de interés oficial en un total de 75 puntos básicos, hasta el 6,25%.

Entre todos los países de la UE, los Estados bálticos son los que han registrado el ajuste económico más drástico en la recesión mundial. Al igual que en otros países no pertenecientes a la zona del euro, la mejora reciente refleja el fortalecimiento de la demanda exterior, respaldada por ciertos aumentos de la productividad mediante la restricción de los costes laborales unitarios. En comparación con los Estados bálticos, la caída relacionada con la crisis y la posterior recuperación han sido menos acusadas en Bulgaria. No obstante, las tasas de crecimiento más recientes han sido muy volátiles en cifras intertrimestrales. En el primer trimestre de 2010, el crecimiento intertrimestral fue negativo en Estonia y Lituania, y ligeramente positivo en Letonia. Los indicadores de confianza y de actividad a corto plazo más recientes apuntan a una mejora de la situación económica en estos cuatro países. Se prevé que la demanda exterior neta seguirá desempeñando una función clave en la recuperación, mientras que la demanda interior continuará siendo débil durante un período más prolongado, como consecuencia de la precaria situación del mercado de trabajo y de las condiciones de concesión de crédito.

En Rusia, el PIB real registró una contracción del 7,9% en 2009. Las cifras trimestrales provisionales correspondientes al primer trimestre de 2010 parecen indicar que la recuperación del producto, que se inició en el tercer trimestre de 2009, pero perdió impulso en el cuarto trimestre, ha seguido siendo lenta. Los indicadores adelantados de actividad económica sugieren que el crecimiento del producto podría haber experimentado una aceleración en el segundo trimestre de 2010, gracias a la sólida expansión de

la inversión y la construcción. Los principales riesgos que podrían poner en peligro una rápida recuperación tienen su origen en el hecho de que los precios de las materias primas han sido más bajos de lo previsto y en el débil crecimiento del crédito. La inflación siguió reduciéndose, hasta el 6,1% en abril, dado que las anteriores apreciaciones del rublo moderaron el aumento de los precios de importación. Pese a que la inflación podría seguir descendiendo en el corto plazo, es posible que vuelvan a producirse presiones inflacionistas en el medio plazo, debido a la recuperación de la demanda interna y al aumento de las entradas de capital.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, el crecimiento del PIB experimentó una nueva aceleración en el primer trimestre de 2010. La solidez de la demanda exterior y las políticas monetarias y fiscales de apoyo contribuyeron a la fortaleza de la actividad económica de manera casi uniforme en toda la región. La demanda interna privada, aunque menos homogénea entre unos países y otros, también ha sido un importante factor determinante del crecimiento.

En China, el crecimiento del PIB real registró una aceleración del 11,9%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2010, la cifra más alta observada desde el cuarto trimestre de 2007. Aunque las políticas de estímulo siguen fomentando el crecimiento, la demanda interna privada —tanto la inversión como el consumo— se ha hecho cada vez más autosostenida. La demanda exterior también se está recuperando, aunque el aumento de las importaciones nominales —que tiene, en parte, su origen en la fuerte demanda de material primas y en el incremento de los precios de importación— explica la reducción del superávit comercial registrada desde comienzos de 2010. Las presiones inflacionistas siguen intensificándose: la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el 2,8% en abril, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y las materias primas. Además, los precios de la vivienda y de los terrenos, así como la inversión residencial, han registrado un fuerte repunte como resultado del aumento de la demanda en un contexto de holgada liquidez, condiciones de concesión de crédito poco restrictivas y tipos de interés reales negativos sobre los depósitos. En los últimos meses, el gobierno chino ha introducido una amplia gama de medidas administrativas encaminadas a enfriar los precios de la propiedad residencial y ha elevado las exigencias de reservas de las entidades de crédito, a fin de drenar el exceso de liquidez interna.

En Corea, el PIB real creció un 8,1%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2010, frente al 6,1% registrado en el trimestre anterior. El mayor crecimiento del PIB se debió, principalmente, a la solidez de las exportaciones y también del gasto público. La inflación interanual, medida por el IPC, fue del 2,6% en abril, frente al 2,3% del mes anterior.

En India, la desaceleración de la actividad económica que reflejan los datos revisados correspondientes al cuarto trimestre de 2009 se debió a factores transitorios, concretamente, a una escasa cosecha. En el primer trimestre de 2010, el PIB registró un sólido crecimiento del 8,6%, en tasa interanual, impulsado por la reactivación de la agricultura y la expansión en el sector servicios. La inflación, medida por los precios al por mayor —la principal medida de la inflación que utiliza el Banco de Reserva de India— fue del 9,6% en abril. El banco central ha respondido a las elevadas tasas de inflación observadas recientemente elevando sus tipos oficiales en un total de 50 puntos básicos en marzo y abril, hasta el 5,25% en el caso del tipo repo, y hasta el 3,75% en lo que respecta a las adquisiciones temporales.

En conjunto, se prevé que las economías emergentes de Asia continúen registrando sólidos resultados económicos durante el resto de 2010, dado que los factores determinantes del repunte —unas políticas fiscales y monetarias de apoyo y el aumento de la demanda interna privada— siguen actuando. La in-

tensificación de las presiones inflacionistas representa un importante desafío en materia de política monetaria para algunos países.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, el ritmo de la actividad económica siguió recuperándose en el primer trimestre de 2010. Al mismo tiempo, repuntaron las presiones inflacionistas en todos los países de la región. Examinando la situación con más detalle se observa que, en México, el PIB real creció un 4,4% en comparación con las cifras de un año antes, tras una contracción del 2,4% en el cuarto trimestre de 2009. La inflación interanual ascendió, en promedio, al 4,8% en el primer trimestre, frente al 4% del último trimestre de 2009. En Argentina, la actividad económica registró un vigoroso crecimiento en el primer trimestre de 2010, con un aumento medio de la producción industrial del 9% en tasa interanual, tras el incremento del 5,3% observado en el trimestre anterior. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se intensificaron significativamente. Más concretamente, la inflación interanual, medida por el IPC, se elevó en promedio hasta el 9% en el primer trimestre de 2010, desde el 7,1% registrado en el último trimestre de 2009. En Brasil, los indicadores de alta frecuencia sugieren que la actividad económica se fortaleció notablemente en el año transcurrido hasta marzo, con un aumento de la producción industrial del 18,1%, en promedio, tras un incremento del 5,9% en el cuarto trimestre de 2009. La inflación también repuntó en Brasil, hasta el 4,8% en el primer trimestre de 2010.

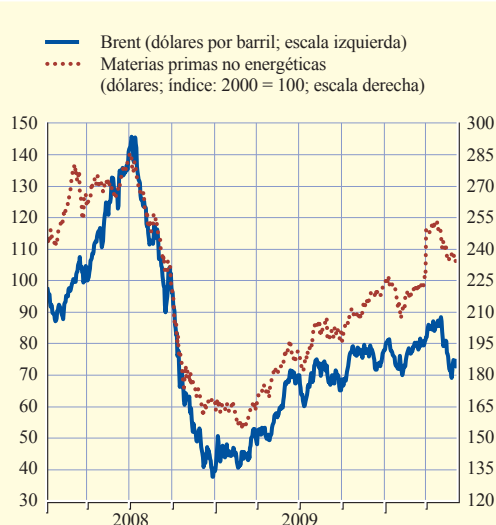
En general, se prevé que el crecimiento del producto siga aumentado en 2010 en el conjunto de la región, gracias al fortalecimiento de la demanda exterior, especialmente de materias primas, y al dinamismo sostenido de la demanda interna.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo han experimentado una sólida recuperación desde el segundo trimestre de 2009 y, actualmente, se sitúan en torno a un 90% por encima de los mínimos registrados en el primer semestre del pasado año. No obstante, en los tres últimos meses, han estado sujetos a una considerable volatilidad. Tras los fuertes aumentos inducidos por la demanda durante el mes de abril, los precios del petróleo descendieron notablemente en mayo y en los primeros días de junio en un clima de renovadas tensiones en los mercados financieros (véase gráfico 4). El 9 de junio, los precios del Brent se situaban en 72,0 dólares estadounidenses el barril, es decir, casi un 8% por debajo del nivel observado a comienzos del año. De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más altos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 84,4 dólares estadounidenses el barril.

Por lo que respecta a las variables fundamentales, la demanda mundial de petróleo todavía se está recuperando de los mínimos registrados en el se-

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

gundo trimestre de 2009, principalmente como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de crudo en los países no pertenecientes a la OCDE. Por el lado de la oferta, la producción de la OPEP ha seguido siendo holgada, dado que los miembros de esta organización están produciendo muy por encima de sus objetivos. Las existencias de petróleo aumentaron a partir del segundo semestre de 2009, en gran medida como resultado las elevadas existencias en los países de la OCDE.

Al mismo tiempo, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) ha revisado al alza sus proyecciones de demanda para 2010 en vista del mayor crecimiento de la demanda de petróleo en los países no pertenecientes a la OCDE. Por otra parte, la AIE prevé también que aumentará la oferta de petróleo de países no pertenecientes a la OPEP, debido a que se espera una mayor producción en Estados Unidos y Canadá, lo que contribuirá a atenuar las presiones de precios por el lado de la demanda.

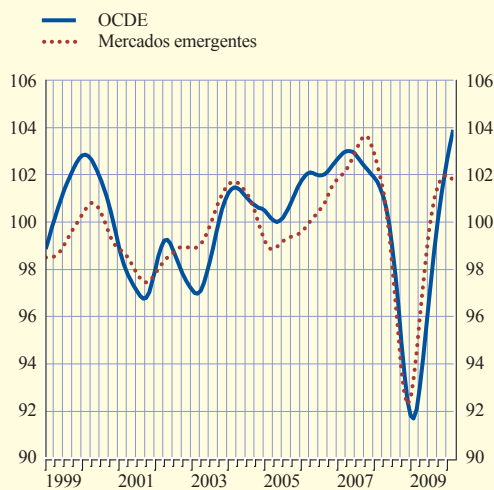
Tras la recuperación experimentada durante la mayor parte de 2009 y comienzos de 2010, los precios de las materias primas no energéticas han descendido en los tres últimos meses. Salvo por una breve recuperación en abril, los precios de los alimentos siguieron bajando, principalmente como resultado de la abundante oferta. A pesar de los descensos de los últimos meses, los precios de los metales han mostrado un comportamiento volátil, debido a la interacción de unas variables fundamentales sólidas en relación con la demanda y las tensiones en los mercados financieros. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a principios de junio, casi un 5% por encima del nivel de comienzos del año.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los datos disponibles y los indicadores basados en las encuestas de opinión sugieren que, en el corto plazo, continuará probablemente la recuperación de la economía mundial, respaldada por las políticas de estímulo y los ciclos de existencias, aunque cabría esperar cierta moderación del ritmo de crecimiento a lo largo de este año, a medida que, conforme a lo previsto, se disipe el impacto de estos factores transitorios. Los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE correspondientes a marzo de 2010 siguen apuntando a una expansión económica, aunque con algunas señales de moderación en cuanto al ritmo de crecimiento, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, aproximadamente con uno o dos trimestres de adelanto (véase gráfico 5). Concretamente, en los indicadores adelantados de marzo se comienza a vislumbrar alguna evidencia de posible desaceleración en China y Brasil. El indicador de clima económico mundial del Ifo, que siguió aumentando en el segundo trimestre del año, también muestra evidencia más clara de una mejora de las perspectivas de la economía mundial. El movimiento al alza de este indicador tuvo su origen en una evaluación más favorable de la situación económica actual, mientras que las expectativas para los próxi-

Gráfico 5 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

Nota: El indicador de los mercados emergentes es una media ponderada del indicador sintético adelantado de Brasil, Rusia y China.

mos seis meses se han reducido ligeramente en comparación con el trimestre anterior. En consonancia con el hecho de que la economía mundial registre de nuevo tasas de crecimiento positivas, los índices de precios de las acciones y los indicadores de confianza siguieron recuperándose en los primeros meses de 2010 con respecto al mínimo registrado en la primavera de 2009. No obstante, los precios de las acciones experimentaron un ligero retroceso en mayo, dado que la crisis de la deuda soberana elevó el nivel de las percepciones de riesgo en los mercados financieros.

En un clima de incertidumbre inusualmente elevada, los riesgos para la actividad económica mundial continúan estando, en general, equilibrados. Por el lado positivo, el comercio mundial podría mejorar más de lo esperado. Por el lado negativo, sigue preocupando que se recrudezcan las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros y que se dejen sentir los consiguientes efectos sobre la confianza. Además, la situación podría complicarse por la posibilidad de que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, se intensifiquen las presiones proteccionistas y se realice de forma desordenada la corrección de los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios más recientes apuntan a la continuación del débil crecimiento de M3 y del crédito, aunque con algunos signos de estabilización después de la desaceleración previa. Los datos todavía respaldan la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo permanecen contenidas. El crecimiento de M3 sigue infravalorando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, debido al fuerte impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos, aunque este efecto ha disminuido. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado volvió a aumentar levemente y pasó a niveles ligeramente positivos en abril, como consecuencia del nuevo impulso de los préstamos a los hogares, mientras que la tasa de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras se redujo de nuevo y se mantuvo en territorio negativo. El patrón de evolución de los préstamos por sectores sigue siendo acorde con la fase actual del ciclo económico. Por último, la evolución de los últimos meses indica que el proceso de contracción observado en los balances de las IFM de la zona del euro en 2009 se ha detenido.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

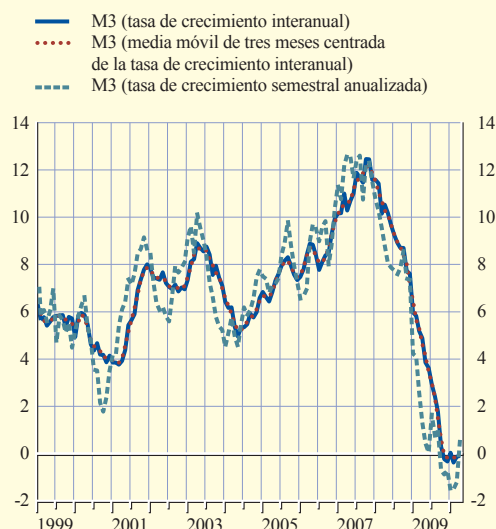
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 mantuvo su debilidad y se situó en el -0,1% en abril de 2010, frente al -0,2% del primer trimestre de 2010 y el 0,3% del último trimestre de 2009 (véase gráfico 6). El crecimiento de M3 a corto plazo, medido por las tasas de crecimiento trimestrales y semestrales anualizadas, repuntó en abril, siendo reflejo de un crecimiento intermensual sólido (0,7%, tras el 0,1% registrado en marzo). Sin embargo, teniendo en cuenta que el crecimiento estuvo impulsado por la fuerte contribución de los intermediarios financieros distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF), que con frecuencia es volátil, y que podría ser consecuencia del entorno imperante en los mercados financieros a finales de abril, se recomienda cautela al interpretar esta evolución reciente como un indicio de recuperación incipiente del crecimiento monetario.

La débil expansión monetaria continuó reflejando el fuerte impacto de la excepcionalmente acusada pendiente de la curva de rendimientos, que sigue propiciando el desplazamiento de fondos desde M3 hacia activos menos líquidos y de mayor riesgo y hace que el crecimiento de M3 infravalore el ritmo de crecimiento monetario subyacente. Sin embargo, este efecto ha ido perdiendo impulso en los últimos meses, ya que la forma actual de la curva de rendimientos se mantiene desde principios de 2009. Al mismo tiempo, los estrechos diferenciales entre los tipos de interés de los distintos depósitos a corto plazo continuaron favoreciendo un proceso de sustitución en M3, con desplazamientos hacia los depósitos a la vista y, por tanto, hacia M1.

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector

Gráfico 6 Crecimiento de M3

(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

privado, el principal componente del crédito bancario total, aumentó hasta el $-0,4\%$ en el primer trimestre de 2010 y el $0,1\%$ en abril, después de situarse en el $-0,6\%$ en el último trimestre de 2009. Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares continuó incrementándose moderadamente en el primer trimestre y en abril de 2010, reconfirmando que se ha alcanzado un punto de inflexión en el ciclo de crecimiento de los préstamos. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras volvió a disminuir y se mantuvo en niveles negativos. Las regularidades del ciclo económico sugieren que el crecimiento interanual de los préstamos a estas sociedades debería alcanzar un punto de inflexión a mediados de 2010. El posible retraso en llegar a este punto podría reflejar, en parte, la sustitución de los préstamos por financiación en los mercados, así como una recuperación desigual en la zona del euro, en la que algunos países y sectores que anteriormente contribuyeron significativamente al crecimiento de los préstamos en la zona se estarían recuperando con mayor lentitud.

Los activos principales de las IFM aumentaron en el primer trimestre de 2010 y también en abril, como consecuencia del crecimiento de los préstamos entre IFM y de los préstamos a instituciones distintas de IFM de la zona del euro. Esta evolución aporta evidencia adicional de que se ha detenido el proceso de contracción observado en el balance de las IFM de la zona del euro en 2009.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

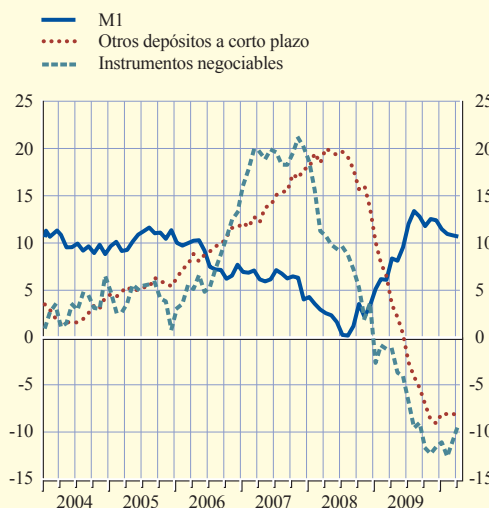
La evolución de los principales componentes de M3 en el primer trimestre de 2010 siguió el patrón observado desde finales de 2008, cuya característica básica ha sido la notable disparidad entre la sólida tasa de crecimiento interanual de M1 y la contracción observada en los componentes menos líquidos, como los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2-M1) y los valores negociables (esto es, M3-M2; véase gráfico 7). Sin embargo, existen indicios preliminares de que el grado de disparidad está reduciéndose progresivamente, ya que el volumen de las entradas en M1 y de las salidas de M3-M1 disminuyó en el primer trimestre de 2010.

Aunque la tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo en niveles elevados en el primer trimestre de 2010, descendió hasta el $11,3\%$, frente al $12,3\%$ del trimestre anterior. En abril de 2010 se observó una nueva caída, hasta el $10,7\%$ (véase cuadro 1), a pesar de que los flujos mensuales de entrada en los depósitos a la vista fueron particularmente voluminosos.

En el primer trimestre de 2010, el coste de oportunidad de mantener activos incluidos en M1, frente a los depósitos menos líquidos incluidos en M3, se estabilizó. Aunque descensos anteriores de este coste de oportunidad siguieron favoreciendo el crecimiento de M1 en el citado trimestre, este efecto parece estar desapareciendo, ya que los desplazamientos de cartera dentro de M3 provocados por las variaciones de los rendimientos de los instrumentos monetarios están deteniéndose progresivamente. Al mismo tiempo, mientras el coste de oportunidad de mantener activos inclui-

Gráfico 7 Principales componentes de M3

(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Cuadro I Cuadro resumen de variables monetarias

(los datos trimestrales son medias; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 Mar	2010 Abr
M1	49,5	8,1	12,2	12,3	11,3	10,8	10,7
Efectivo en circulación	8,2	13,2	12,8	7,5	6,2	6,8	5,5
Depósitos a la vista	41,3	7,1	12,1	13,3	12,4	11,7	11,8
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,5	3,0	-3,1	-7,7	-8,2	-8,0	-8,5
Depósitos a plazo hasta dos años	18,9	-0,8	-13,2	-22,1	-22,8	-22,0	-22,5
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,6	8,6	12,9	15,8	13,3	11,8	10,6
M2	88,0	5,6	4,5	2,2	1,7	1,6	1,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,0	-2,6	-7,7	-11,4	-11,6	-10,9	-9,2
M3	100,0	4,4	2,7	0,3	-0,2	-0,1	-0,1
Crédito a residentes en la zona del euro		5,0	3,7	3,0	1,9	1,8	1,8
Crédito a las Administraciones Públicas		9,5	12,0	14,2	9,9	9,8	8,7
Préstamos a las Administraciones Públicas		1,6	2,6	3,1	3,8	6,4	5,5
Crédito al sector privado		4,1	2,1	0,8	0,3	0,1	0,3
Préstamos al sector privado		2,1	0,4	-0,6	-0,4	-0,2	0,1
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		3,5	1,6	0,3	-0,2	-0,1	0,1
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		4,2	4,7	6,7	5,4	4,9	5,1

Fuente: BCE.

1) A fin del último mes disponible. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

dos en M1 siga siendo bajo, este componente líquido mantendrá su atractivo para los nuevos fondos acumulados en M3. Las entradas mensuales particularmente voluminosas registradas en abril en los depósitos a la vista se debieron principalmente al aumento de las tenencias de este instrumento por parte de OIF, que suelen ser volátiles. Asimismo, teniendo en cuenta las nuevas tensiones que se produjeron en algunos segmentos de los mercados financieros a finales de abril, es recomendable interpretar esta evolución mensual con cautela.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista volvió a disminuir en el primer trimestre de 2010, hasta situarse en el -8,2%, frente al -7,7% del trimestre anterior. Este resultado continuó reflejando la evolución dispar en los subcomponentes individuales, ya que los depósitos a corto plazo (es decir, los depósitos a plazo hasta dos años) siguieron reduciéndose significativamente, mientras que los depósitos de ahorro a corto plazo (esto es, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) compensaron en parte estas salidas, aunque su tasa de crecimiento interanual fue inferior a la registrada el trimestre anterior. Las consideraciones relativas a la remuneración también han influido en esta disparidad en los últimos trimestres, pues el descenso total del tipo de interés al que se remuneran los depósitos a corto plazo ha sido mucho más acusado que el caso de los depósitos de ahorro. La disminución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista continuó a un ritmo ligeramente acelerado en abril de 2010, ya que la tasa de crecimiento interanual volvió a reducirse, situándose en el -8,5%.

Los instrumentos negociables incluidos en M3 también registraron una nueva disminución en el primer trimestre de 2010 y su tasa de crecimiento interanual se situó en el -11,6%, frente al -11,4% del trimestre anterior. Esta reducción se debió a que, en el primer trimestre de 2010, volvieron a producirse significativas amortizaciones de participaciones en fondos del mercado monetario en poder de los sectores tenedores de dinero. La estabilización de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario en niveles particularmente bajos sugiere que la remuneración de este instrumento, que está estrechamente ligada a estos tipos, también es reducida. Esta situación ha impulsado por lo general a los inversores a

buscar rentabilidades más altas en instrumentos alternativos, como los depósitos a más largo plazo y las participaciones en otros tipos de fondos de inversión (para más detalles sobre la evolución de la inversión financiera del sector no financiero, véase la sección 2.2.). Al mismo tiempo, las tasas de crecimiento interanual de las cesiones temporales y de los valores distintos de acciones hasta dos años fueron menos negativas en el primer trimestre de 2010, tras registrar flujos positivos moderados en ese período. Estos flujos continuaron en abril, por lo que la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables fue menos negativa (-9,2%).

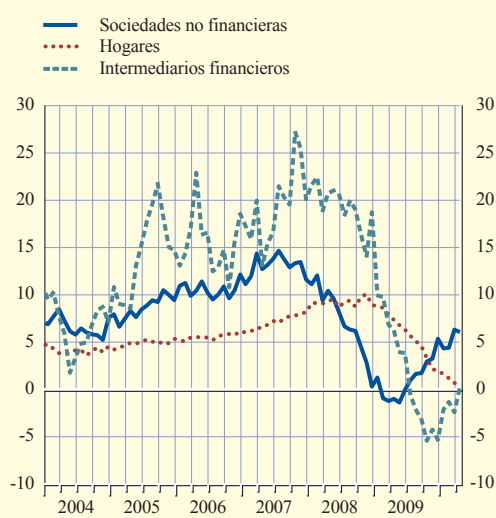
La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluye los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de información fiable por sectores, volvió a caer ligeramente hasta situarse en el 1,1% en el primer trimestre de 2010, desde el 1,4% del último trimestre de 2009. Este descenso obedeció, principalmente, a la notable y continua desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares, que disminuyó hasta el 1,4% en el primer trimestre de 2010 y se redujo de nuevo, hasta el 0,3%, en abril (véase gráfico 8). La evolución de las tenencias de depósitos de M3 de los hogares está en consonancia con los principales factores determinantes de estas tenencias, que son la renta (que tiende a ir con un desfase con respecto a la actividad económica general) y la configuración de los tipos de interés. Al mismo tiempo, la acusada caída del crecimiento de las tenencias de depósitos de M3 de los hogares sugiere que puede estar reflejando, en parte, una corrección del significativo incremento que experimentaron estos saldos a finales de 2008.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que obran en poder de las sociedades no financieras aumentó hasta situarse en el 4,9% en el primer trimestre de 2010, frente al 3,2% del trimestre anterior, arrebatando así a los hogares el papel de sector que más ha contribuido a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos totales de M3 en los últimos meses. La recuperación de los depósitos de M3 que mantienen las sociedades no financieras suele preceder a la reactivación de los depósitos de los hogares y de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, ya que las empresas tienden a reponer sus reservas de liquidez y a recurrir a la financiación interna en las fases iniciales de una recuperación económica. Sin embargo, en las circunstancias actuales, la acumulación adicional de efectivo (en parte generada mediante emisiones de valores) puede reflejar, en cierta medida, la inquietud en torno a la disponibilidad de financiación bancaria.

La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 de los intermediarios financieros no monetarios se mantuvo en niveles negativos en el primer trimestre de 2010, aunque menos que en el trimestre anterior. Sin embargo, esta tasa aumentó hasta el 0,3% en abril, como consecuencia del aumento mensual especialmente significativo en las tenencias de depósitos a la vista y cesiones temporales de OIF. Esta evolución está relacionada, en gran medida, con la mayor activi-

Gráfico 8 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

(tasas de variación interanual, sin ajustar de efectos estacionales o de calendario)



Fuente: BCE.
Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

dad de operaciones interbancarias con garantías liquidadas a través de entidades de contrapartida central, que se clasifican dentro del sector de OIF. Estos tipos de operaciones suelen ser muy volátiles y, por tanto, no puede considerarse que apunten a cambios más duraderos en la dinámica monetaria.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro volvió a descender en el primer trimestre de 2010 (hasta el 1,9%, desde el 3% del trimestre anterior), antes de estabilizarse en el 1,8% en abril de 2010 (véase cuadro 1). La caída del primer trimestre obedeció a las nuevas reducciones de la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas y al sector privado. Sin embargo, la evolución de abril oculta movimientos opuestos en estos dos componentes principales. Mientras que el crecimiento interanual de crédito a las Administraciones Públicas se redujo nuevamente, el del crédito al sector privado se estabilizó.

El continuo descenso de la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas (que se situó en el 8,7% en abril de 2010, frente al 14,2% del cuarto trimestre de 2009) se debió a que se fue reduciendo gradualmente la constante acumulación de valores públicos por parte del sector de las IFM. Las ventas de este tipo de valores por parte de las IFM observadas a finales de año han disminuido en los tres meses analizados. De cara al futuro, queda por ver cómo van a evolucionar las tenencias de valores públicos por parte del sector de las IFM en el contexto de las tensiones registradas en algunos mercados de deuda soberana y de las consiguientes medidas de política monetaria.

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado continuó disminuyendo en el primer trimestre de 2010, hasta situarse en el 0,3% (frente al 0,8% del trimestre anterior), y se estabilizó en dicho nivel en abril. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM descendió nuevamente, desde el 15,6% en el cuarto trimestre hasta el 5,1% en el primer trimestre y el 1,2% en abril. Esta caída puede explicarse, al menos en parte, por el debilitamiento de las operaciones de titulización retenidas, tras la intensa actividad observada en el primer semestre de 2009. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de acciones y otras participaciones por parte de las IFM aumentó hasta el 0,8% en el primer trimestre de 2010, desde el -3,0% del cuarto trimestre, antes de volver a recuperarse y situarse en el 2,4% en abril.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (el principal componente del crédito otorgado a este sector) aumentó en el primer trimestre de 2010, hasta el -0,4%, desde el -0,6% del trimestre anterior, y volvió a incrementarse hasta el 0,1% en abril (véase cuadro 1). Esta evolución podría señalar la ruptura de la tendencia a la baja de los préstamos al sector privado observada desde el primer semestre de 2008. La diferencia con respecto a las series ajustadas por el impacto de las operaciones de titulización fuera de balance o real ha desaparecido prácticamente, lo cual es reflejo de la moderación de los flujos de titulización observados, en promedio, en los doce últimos meses. De hecho, el flujo de préstamos dados de baja del balance ha sido negativo en los últimos meses, como consecuencia de las amortizaciones. Por tanto, en ausencia de una reactivación de las operaciones de titulización real, sería de esperar que el crecimiento interanual de la serie ajustada cayera ligeramente por debajo del de la serie no ajustada en los próximos trimestres.

El ligero aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado observado en el primer trimestre de 2010 es consecuencia del nuevo impulso de los préstamos a hogares, así como de la moderación de la evolución a la baja de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras. El incremento adicional registrado en abril se debió, en gran medida, a los significativos flujos mensuales positivos de préstamos a OIF, que estuvieron relacionados con la liquidación de operaciones interban-

carias a través de entidades de contrapartida centrales, y, en menor medida, al mantenimiento de los flujos positivos de préstamos a hogares.

Los continuos aumentos de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares confirman el punto de inflexión observado durante 2009. Sin embargo, no apuntan a una recuperación rápida de los préstamos a este sector, dado que los incrementos son moderados. De hecho, los flujos mensuales de préstamos a hogares para adquisición de vivienda, que siguen siendo el principal motor de la recuperación de los préstamos a hogares, se han estabilizado en niveles situados entre 10 mm de euros y 15 mm de euros en los seis últimos meses, volúmenes que son relativamente reducidos en comparación con los flujos medios mensuales de alrededor de 20 mm de euros observados durante el período comprendido entre febrero de 2003 y septiembre de 2008.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras se redujo hasta el $-2,5\%$ en el primer trimestre de 2010, desde el $-1,4\%$ del trimestre anterior. Después de haber mostrado algunos signos preliminares de estabilización a principios de 2010, cayó hasta el $-2,6\%$ en abril. La evolución sigue estando determinada por flujos negativos en los préstamos hasta cinco años, mientras que los flujos mensuales de préstamos a más de cinco años se han mantenido en niveles positivos, en promedio.

La debilidad de los préstamos a las sociedades no financieras, especialmente los de vencimiento a más corto plazo, puede reflejar, en parte, una recuperación de los flujos de efectivo y de los beneficios no distribuidos, en particular en sectores orientados a la exportación. Ello implica una menor necesidad de cubrir sus necesidades de financiación a corto plazo con préstamos bancarios y de sustituir la deuda a corto plazo vencida por nuevos préstamos, lo cual también es visible en la acumulación de depósitos por parte de las sociedades no financieras. Además, también es probable que la sustitución de la financiación bancaria por financiación en los mercados, así como los todavía moderados niveles de la demanda interna y, en particular, la debilidad observada en la evolución de los sectores de la construcción y de la vivienda hayan contribuido a la atonía del endeudamiento de las empresas (para un análisis más detallado de la evolución de los préstamos y de la financiación por sectores, véanse las secciones 2.6 y 2.7).

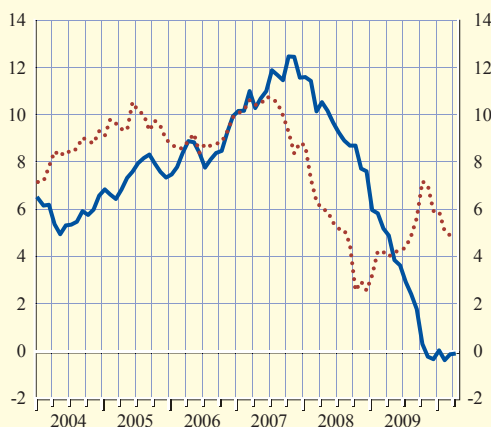
En términos generales, la evolución de los préstamos al sector privado no financiero sigue siendo acorde con las regularidades históricas del ciclo económico. El punto de inflexión en la trayectoria de los préstamos reales a los hogares se ha producido aproximadamente al mismo tiempo que la recuperación del crecimiento interanual del PIB real. Teniendo esto en cuenta, cabría esperar un punto de inflexión en el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras a mediados de 2010.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) descendió hasta el $5,4\%$ en el primer trimestre de 2010, desde el $6,7\%$ del trimestre anterior, y siguió cayendo en abril hasta situarse en el $5,1\%$ (véase gráfico 9). Esta evolución se explica por la reducción del crecimiento interanual de los depósitos a largo plazo (es decir, los depósitos a más de dos años y los disponibles con preaviso superior a tres meses), lo cual es indicativo de que el desplazamiento de carteras desde los depósitos de M3 hacia los depósitos a más largo plazo como consecuencia de la actual configuración de los tipos de interés ha perdido impulso. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años volvió a aumentar hasta situarse en el $3,7\%$ en abril, frente al $3,2\%$ del primer trimestre de 2010 y el $2,9\%$ del cuarto trimestre de 2009. Los últimos meses han sido testigos, en términos medios, de un retorno de los sectores tenedores de dinero a las compras de valores distintos de acciones de entidades de crédito.

Gráfico 9 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM

(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)

— M3
 Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)

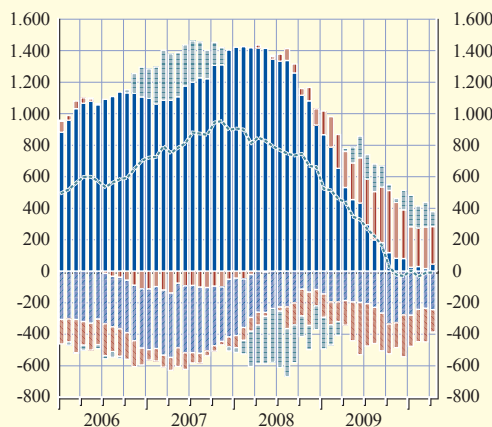


Fuente: BCE.

Gráfico 10 Contrapartidas de M3

(flujos interanuales; mm de euros; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)

— Crédito al sector privado (1)
 Crédito a las AAPP (2)
 — Activos exteriores netos (3)
 Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) (4)
 Otras contrapartidas (incluidos capital y reservas) (5)
 - - - - M3



Fuente: BCE.

Nota: M3 figura solo como referencia ($M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$). Los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) figuran con signo invertido, porque son pasivos del sector IFM.

Por último, las entradas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM aumentaron a 156 mm de euros en el primer trimestre de 2010, desde los 123 mm de euros del trimestre anterior (véase gráfico 10). En abril, estos flujos interanuales se redujeron hasta 95 mm de euros, como consecuencia casi exclusivamente de efectos de base. Los flujos interanuales positivos en la posición acreedora neta frente al exterior ocultan el hecho de que tanto los activos exteriores brutos como los pasivos exteriores brutos han seguido disminuyendo, en términos interanuales, en los primeros meses de 2010. Sin embargo, las salidas interanuales de las posiciones brutas han vuelto a descender significativamente en los últimos meses, y las entradas mensuales en activos exteriores brutos han sido moderadamente positivas desde finales de 2009.

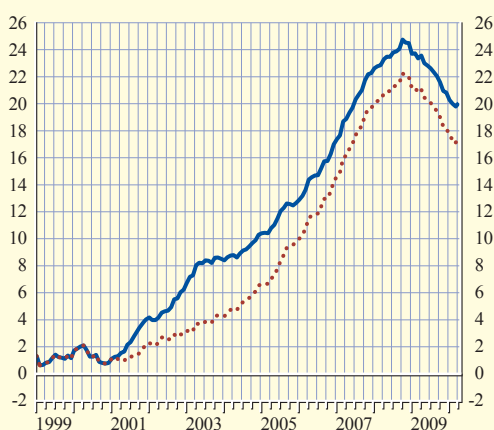
VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

Teniendo en cuenta la evolución de las brechas monetarias nominal y real, la cantidad de liquidez monetaria de la zona del euro volvió a disminuir en el primer trimestre de 2010, aunque repuntó ligeramente en abril y se mantuvo en niveles elevados (véanse gráficos 11 y 12). Estas medidas de la situación de liquidez deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una valoración de tenencias de dinero de equilibrio, que siempre es incierta y especialmente en estos momentos después de la crisis financiera. Ciertamente, las diferencias entre las distintas medidas de la brecha monetaria pueden tomarse como una indicación de la considerable incertidumbre existente en torno a la situación de liquidez en la zona del euro en la coyuntura actual. No obstante estas matizaciones, estas medidas apuntan a una clara acumulación de liquidez monetaria en los últimos años, y es poco probable que el período de crecimiento moderado de M3 observado desde finales de 2008 haya revertido la liquidez acumulada anteriormente. En el recuadro 1 se comentan los efectos del «Programa para los Mercados de Valores» anunciado por

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)

— Brecha monetaria nominal basada en M3 oficial
 Brecha monetaria nominal basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera²⁾



Fuente: BCE.

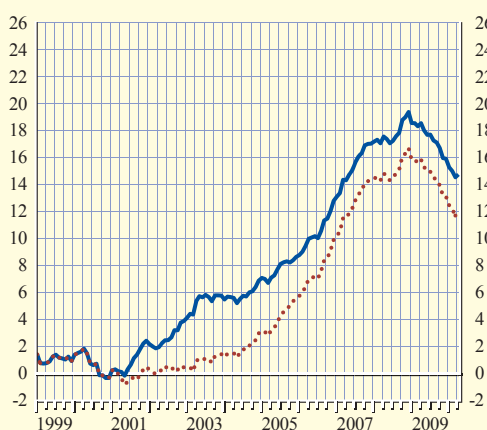
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre de 2004.

Gráfico 12 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3 real; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)

— Brecha monetaria real basada en M3 oficial
 Brecha monetaria real basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera²⁾



Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria real se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5%), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre de 2004.

el Consejo de Gobierno el 10 de mayo de 2010 sobre el crecimiento monetario y la liquidez de la zona del euro.

En resumen, la persistencia del débil crecimiento de M3 y del crédito respalda la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo permanecen contenidas. Al mismo tiempo, los últimos datos también sugieren que la marcada trayectoria descendente de la evolución monetaria de meses anteriores ha cedido el paso a la estabilización, aunque a pequeña escala. El crecimiento de M3 sigue infravalorando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, debido al acusado (aunque cada vez menor) impacto a la baja de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos.

Recuadro I

EL CRECIMIENTO MONETARIO EN LA ZONA DEL EURO Y EL «PROGRAMA PARA LOS MERCADOS DE VALORES»

El «Programa para los Mercados de Valores» (SMP, en sus siglas en inglés), anunciado por el Consejo de Gobierno el 10 de mayo de 2010, tiene como fin asegurar la profundidad y la liquidez en los segmentos disfuncionales de los mercados de renta fija y restablecer el funcionamiento adecuado del

mecanismo de transmisión de la política monetaria¹. Dado que las compras de valores distintos de acciones realizadas en el contexto del SMP se esterilizan, no modifican la liquidez del banco central. Es importante señalar que el SMP no afecta a la orientación de la política monetaria determinada por el Consejo de Gobierno. En este recuadro se analizan diferentes conceptos de liquidez y, en particular, se explica en qué grado el programa podría tener efectos directos o indirectos sobre la liquidez monetaria, medida en términos de agregados monetarios amplios.

Diferentes conceptos de liquidez

Una consideración básica que condujo a la puesta en marcha del SMP fue la incapacidad de determinados segmentos de los mercados financieros de absorber operaciones sin un efecto excesivo sobre los precios. Este es el concepto de liquidez, conocido comúnmente como *liquidez de los mercados financieros*², que pretende restablecer el SMP. En cambio, el SMP no alberga el propósito de alterar las tenencias de *liquidez del banco central* de las entidades de crédito, un concepto que se centra en la capacidad de las entidades de crédito de atender sus obligaciones con depósitos mantenidos en el banco central. Al mismo tiempo, el SMP tampoco debería afectar a la *liquidez monetaria* de la zona del euro, que está relacionada con la capacidad de pago del sector tenedor de dinero y suele medirse utilizando un agregado monetario amplio, como M3 en el caso de la zona del euro.

Exclusión de los efectos directos sobre la liquidez del banco central y sobre M3

El SMP supone la compra de valores distintos de acciones por parte del Eurosistema a sus contrapartes. En primera instancia, estas compras se liquidan aumentando los saldos en cuenta corriente del sector de las IFM en el Eurosistema. Un elemento esencial del SMP es la reabsorción de estos depósitos de elevada liquidez mediante operaciones de ajuste, convirtiéndolos en depósitos a plazo fijo. Esta esterilización tiene como fin mantener sin variación, a escala agregada, las tenencias de liquidez del banco central de las entidades de crédito.

Además, el SMP no tiene efectos mecánicos en los agregados monetarios de la zona del euro (las partidas incluidas en los recuadros azules del gráfico), dado que se extraen del balance consolidado de las IFM, es decir, netos de todas las operaciones que se producen entre el Eurosistema y otras IFM (las partidas que figuran en los recuadros rojos del gráfico). Por tanto, desde el punto de vista contable, las operaciones del Eurosistema con las entidades de crédito no pueden tener ningún impacto en M3, independientemente de su volumen.

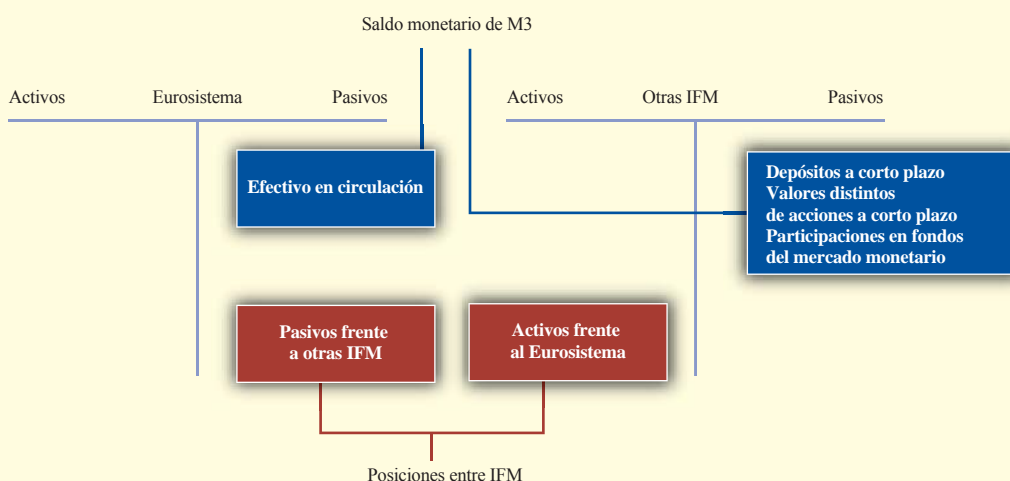
¿Puede un cambio en la composición de las carteras tener un impacto indirecto sobre el dinero?

El funcionamiento ordenado de los mercados financieros es necesario para la transmisión adecuada de la orientación de la política monetaria determinada por el Consejo de Gobierno a la economía. Sin embargo, en el caso de un mal funcionamiento de los mercados, unas primas de liquidez excesivas encarecen la financiación de las entidades de crédito (por ejemplo, a través del papel de referencia que desempeñan los rendimientos de la deuda pública para los valores de renta fija de las entidades de crédito) y, en última instancia, aumentan de forma inadecuada el coste del crédito para las sociedades no financieras y los hogares. Al restablecer unas condiciones de mercado más orde-

1 Véase el recuadro titulado «Medidas adicionales decididas por el Consejo de Gobierno», en el Boletín Mensual de mayo de 2010.

2 La liquidez de los mercados financieros se define generalmente como la capacidad para realizar operaciones de forma que se ajusten las carteras y los perfiles de riesgo sin alterar los precios subyacentes (véase A. Crockett, «Market liquidity and financial stability», Banque de France, *Financial Stability Review*, Special issue on liquidity, n.º 11, febrero de 2008).

Pasivos monetarios de las IFM y posiciones de las distintas IFM



Fuente: BCE.

Nota: Esta representación esquemática se centra únicamente en las partidas del balance que son relevantes para las cuestiones que se tratan en el recuadro.

nadas, el SMP favorece en los mercados con perturbaciones una configuración de la rentabilidad y del riesgo de los activos financieros que está más en consonancia con una transmisión normal de la orientación de la política monetaria. Por tanto, frente a una situación en la que se permitió la proliferación de perturbaciones en los mercados, el SMP generará un cambio en la composición de las carteras de los participantes en los mercados financieros. Con este cambio, el SMP hace que la configuración de los rendimientos sea más compatible con las condiciones que prevalecerían en una situación de funcionamiento ordenado de los mercados financieros y, en consecuencia, limita cualquier efecto procedente de mercados desordenados sobre la economía y, por ende, sobre los agregados monetarios³.

La liquidez monetaria es esencial para la evolución de la inflación

Desde una perspectiva de medio y largo plazo, la inflación está estrechamente relacionada con los agregados monetarios amplios. La existencia de esta relación se ha constatado en diferentes países y regímenes de política monetaria, lo que apunta a que esta característica está firmemente arraigada en la estructura de la economía. La evidencia empírica confirma esta relación para la zona del euro y avala el destacado papel otorgado al dinero en la estrategia de política monetaria del BCE. Asimismo sugiere que la inflación no está relacionada con las fluctuaciones a corto plazo de los agregados monetarios. En la medida en que el SMP restablezca el funcionamiento ordenado de los mercados financieros y, por tanto, cree una configuración de rendimientos adecuada y se esterilicen las compras, existen razones sobradas para considerar que la evolución del agregado monetario amplio a

3 Aunque todas las compras se liquidan a través de instituciones de crédito de la zona del euro, inicialmente los valores pueden haber estado en poder de instituciones distintas de IFM. En este sentido, puede resultar útil distinguir entre tenedores residentes y no residentes. Las compras de valores que han estado inicialmente en poder del sector tenedor de dinero de la zona del euro podrían generar mayores tenencias de dinero si los vendedores modifican el comportamiento de sus carteras y pasan a tener activos monetarios más líquidos. Sin embargo, en la medida en que se restablezcan unas condiciones ordenadas en los mercados, dichos cambios en el comportamiento de las carteras no parecerían estar justificados. Las compras de valores inicialmente en manos de no residentes son neutrales con respecto a los agregados monetarios, ya que están compensadas por un descenso de la posición acreedora neta frente al exterior.

medio y largo plazo no se verá afectada. Así pues, el SMP no debería generar riesgos para la estabilidad de precios, en particular los que se derivan de la evolución de la liquidez monetaria.

Conclusiones

En resumen, existen diferencias claras e importantes entre el SMP y los programas de compra de activos cuyo fin es proporcionar un estímulo monetario adicional a la economía, ya que el SMP está concebido para ser neutral con respecto a la oferta de dinero, mientras que los segundos pretenden impulsarla.

La estrategia de política monetaria del BCE garantiza que se efectúe un seguimiento regular de la evolución del dinero y del crédito en la zona del euro y que se tenga en cuenta esta dinámica en la formulación de la política monetaria, lo cual, a su vez, ofrece una salvaguardia frente a cualquier efecto no deseado sobre los riesgos para la estabilidad de precios resultante de la evolución monetaria.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó significativamente en el cuarto trimestre de 2009, principalmente debido al considerable descenso de la inversión por parte del sector de Administraciones Públicas. Los flujos interanuales de entrada en participaciones en fondos de inversión volvieron a aumentar en el primer trimestre de 2010, reflejando la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos y la mejora de la confianza de los inversores en ese período. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones siguió ascendiendo en el cuarto trimestre de 2009, como consecuencia del incremento de la inversión de los sectores tenedores de dinero en reservas técnicas de seguro.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el cuarto trimestre de 2009 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó hasta el 2,6%, lo que representa un descenso notable con respecto a la tasa del 3,6% registrada el trimestre anterior y la cifra más baja desde el comienzo de la tercera fase de la UEM (véase cuadro 2). Esta evolución se debió, principalmente, a la menor contribución de la inversión en efectivo y depósitos, y en acciones no cotizadas y otras participaciones, así como, aunque en menor medida, a una caída de la aportación de los valores distintos de acciones, situándose en niveles negativos. En cambio, la contribución de las reservas técnicas de seguro y de las participaciones en fondos de inversión volvió a aumentar, aunque se mantuvo en cotas ligeramente negativas en este último caso (en términos de tasas de crecimiento interanual).

Por lo que respecta al detalle por sectores, la significativa disminución de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total fue consecuencia, principalmente, del considerable descenso de la aportación de las Administraciones Públicas (véase gráfico 13). La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de este sector se redujo de forma acusada en el cuarto trimestre de 2009, desde los niveles máximos registrados en los cuatro trimestres anteriores hasta niveles cercanos a los observados, en promedio, en el pasado. Esta caída fue reflejo de recortes cuantiosos en la concesión de préstamos y en las compras de acciones y valores distintos de acciones (relacionados principalmente con efectos de base) y de la reducción de las tenencias de depósitos. Los efectos de base están vinculados con el impacto de las

Cuadro 2 Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
Inversión financiera	100	5,2	5,2	4,8	4,1	3,9	4,1	3,8	3,8	3,6	2,6
Efectivo y depósitos	24	6,9	6,3	6,4	5,4	5,5	6,9	7,2	6,8	5,7	3,4
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	6,0	5,9	3,7	1,6	2,5	4,5	4,4	3,6	2,6	-1,6
<i>De los cuales: A corto plazo</i>	0	35,5	32,7	17,2	8,1	-10,5	4,3	-16,0	-19,1	-12,9	-24,5
<i>De los cuales: A largo plazo</i>	5	2,9	3,3	2,0	0,8	4,4	4,5	7,2	6,3	4,4	1,1
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	29	3,2	3,9	3,8	3,4	3,1	3,8	4,4	4,7	4,4	2,9
<i>De las cuales: Acciones cotizadas</i>	6	1,7	3,3	3,5	4,2	4,3	3,1	4,3	4,5	6,2	7,1
<i>De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones</i>	23	3,8	4,1	3,8	3,1	2,7	4,0	4,4	4,8	3,9	1,8
Participaciones en fondos de inversión	5	-1,0	-3,1	-4,8	-5,7	-5,8	-6,4	-5,4	-4,9	-2,9	-0,1
Reservas técnicas de seguro	15	5,2	4,7	4,2	3,7	3,4	2,7	2,7	3,3	3,9	5,1
Otros ²⁾	21	8,9	9,5	8,8	8,2	7,1	5,6	2,4	2,1	1,8	1,7
M3 ³⁾		11,5	11,6	10,1	9,7	8,7	7,6	5,2	3,6	1,8	-0,3

Fuente: BCE.

1) A fin del último trimestre disponible. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

2) Otros activos financieros comprende préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, que a su vez incluye el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras.

3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y las instituciones financieras no monetarias) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

medidas de respaldo público al sector bancario, que se adoptaron a finales de 2008 y principios de 2009 y que ahora se están eliminando de los flujos interanuales utilizados para calcular la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las Administraciones Públicas. La contribución del sector de sociedades no financieras también volvió a descender ligeramente, sobre todo debido a la reducción de las tenencias de acciones y otras participaciones. La aportación de los hogares permaneció prácticamente sin variación. Para obtener información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera del sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7.

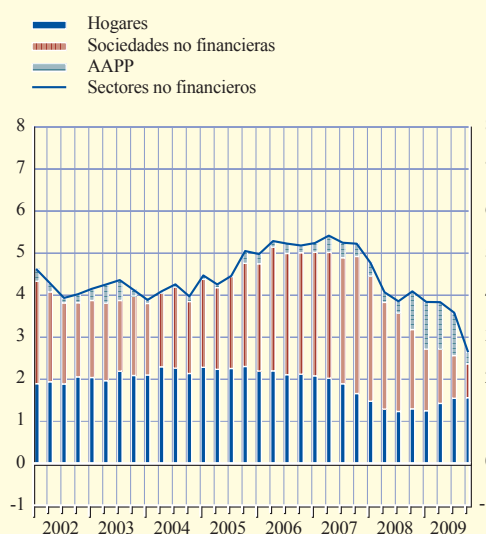
INVERSORES INSTITUCIONALES

Las nuevas estadísticas armonizadas de la zona del euro sobre fondos de inversión indican que los flujos de entrada en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) ascendieron a un total de 516 mm de euros entre el segundo trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2010, lo que supone una tasa de crecimiento interanual del 11,9%¹. El aumento de estos flujos debería considerarse en un contexto de

1 Las entradas incluyen también compras significativas de participaciones en fondos de inversión por parte de dos fondos de pensiones holandeses, por un importe total de más de 97 mm de euros en julio de 2009 y de alrededor de 70 mm de euros en junio de 2009.

Gráfico 13 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

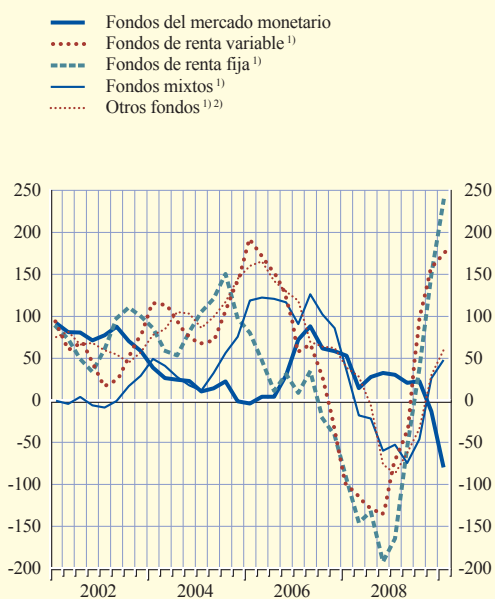
pronunciada pendiente de la curva de rendimientos y de mejora de la situación en los mercados financieros en el citado período. Estos dos factores propiciaron un incremento de los desplazamientos de activos monetarios hacia activos a más largo plazo y de mayor riesgo.

El desglose por política de inversión de las emisiones netas de participaciones en fondos de inversión indica que la mayor parte del crecimiento de estas participaciones volvió a deberse a los significativos y crecientes flujos de entrada interanuales en los fondos de renta variable y de renta fija en el primer trimestre de 2010 (véase gráfico 14). Al mismo tiempo, las entradas interanuales en los fondos mixtos y en otros fondos fueron más limitadas, aunque también experimentaron un aumento moderado. A diferencia de otros tipos de fondos y en consonancia con la forma de la curva de rendimientos, los fondos del mercado monetario registraron nuevamente salidas trimestrales notables en el primer trimestre, arrojando una tasa de crecimiento interanual negativa del -10,2%.

En términos intertrimestrales, las entradas en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) se elevaron a un total de 130 mm de euros en el primer trimestre de 2010 (según datos sin desestacionalizar), frente a la cifra de 107 mm de euros del trimestre anterior. Este incremento se debió principalmente al notable aumento de los flujos de entrada en fondos de renta fija, mientras que las entradas en fondos de renta variable y fondos mixtos disminuyeron con respecto al trimestre precedente. Las entradas de 130 mm de euros representaron un 40% del ascenso que experi-

Gráfico 14 Flujos netos anuales de entrada en fondos del mercado monetario y en fondos de inversión

(mm de euros)



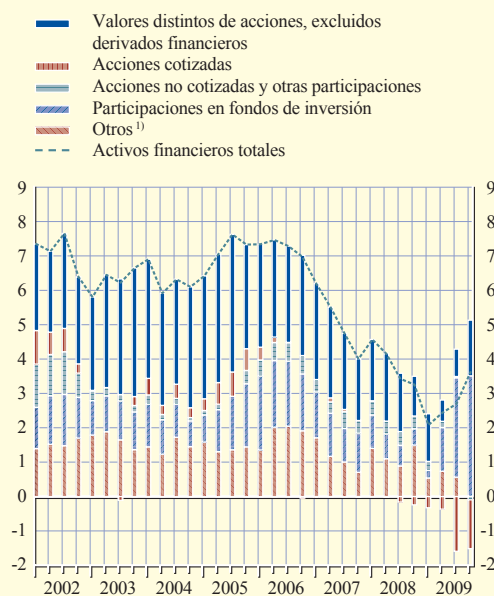
Fuentes: BCE y EFAMA.

1) Con anterioridad al primer trimestre de 2009, las estimaciones de flujos trimestrales se obtuvieron de las estadísticas de fondos de inversión no armonizadas del BCE, de cálculos del BCE basados en datos nacionales proporcionados por EFAMA y en cálculos del BCE.

2) Incluye los fondos inmobiliarios, los fondos de inversión libre y los fondos no clasificados en otros fondos.

Gráfico 15 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

1) Incluye préstamos, depósitos, reservas técnicas de seguro y otras cuentas pendientes de cobro.

mentó el saldo vivo de emisiones de participaciones en fondos de inversión, y el resto de la subida se debió a significativos efectos de valoración positivos. Estos efectos de valoración fueron especialmente marcados en el caso de los fondos de renta variable, aunque también fueron considerables en el caso de los fondos de renta fija y de los fondos mixtos.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones aumentó hasta el 3,6% en el cuarto trimestre de 2009, desde el 2,7% del trimestre anterior (véase gráfico 15). Este incremento estuvo determinado principalmente por la mayor contribución de la inversión en valores distintos de acciones y en participaciones en fondos de inversión, que compensó con creces la menor aportación procedente de las tenencias de depósitos. Al mismo tiempo, la contribución negativa de la inversión en acciones cotizadas disminuyó ligeramente, pero se mantuvo en niveles muy negativos. El nuevo impulso de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones estuvo determinado por el aumento continuo de la inversión del sector tenedor de dinero en reservas técnicas de seguro que es visible en el pasivo del balance de estas empresas y fondos.

A este respecto, conviene señalar que las entradas trimestrales en las reservas técnicas de seguro en el cuarto trimestre de 2009 fueron superiores a los flujos medios observados desde 1999 por una diferencia considerable. Es probable que esta evolución haya sido reflejo de la configuración de tipos de interés imperante, que continuó favoreciendo el desplazamiento de activos desde plazos más cortos a plazos más largos en busca de rentabilidad.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron ligeramente en el período comprendido entre marzo y junio de 2010, observándose un grado elevado de volatilidad, especialmente en el segmento de mercado con garantías. Los diferenciales entre los tipos sin garantías y con garantías también fueron volátiles, aunque se mantuvieron elevados en comparación con los niveles observados antes del comienzo de las turbulencias de los mercados financieros en agosto de 2007. En cierta medida, esta evolución reflejó las tensiones asociadas a la preocupación de los participantes en el mercado acerca de los riesgos soberanos en algunos países de la zona del euro, pese a la persistencia de unas condiciones de abundancia de liquidez. En respuesta a estas tensiones incipientes, el 10 de mayo de 2010, el Consejo de Gobierno del BCE anunció la adopción de varias medidas, entre las que se incluye la creación de un Programa para los Mercados de Valores.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron ligeramente en todos los plazos de vencimiento en los tres últimos meses. El 9 de junio de 2010, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,44%, el 0,72%, el 1% y el 1,27%, respectivamente, esto es, 2, 6, 4 y 5 puntos básicos por encima de los niveles observados el 3 de marzo de 2010. En total, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, registró un incremento de 3 puntos básicos en ese período, y el 9 de junio era de 83 puntos básicos (véase gráfico 16).

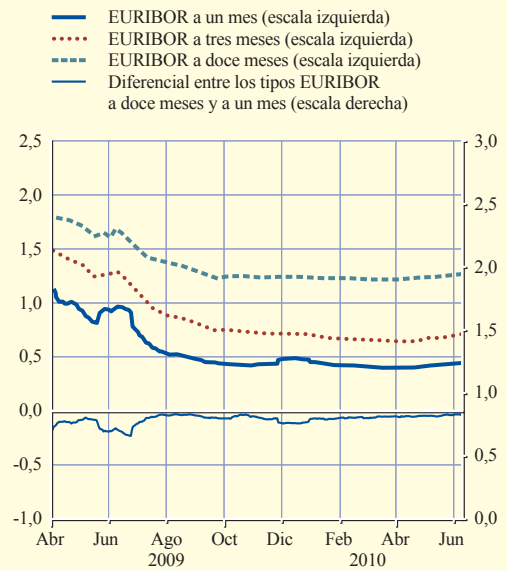
En los tres últimos meses, la evolución de los tipos de interés del mercado monetario con garantías fue volátil, como fue el caso del EUREPO o de los tipos derivados de los *swaps* del EONIA. Estos tipos experimentaron un descenso, en líneas generales, en marzo de 2010, y aumentaron sustancialmente en abril y en la primera semana de mayo, antes de descender de nuevo y situarse en niveles relativamente reducidos hacia

principios de junio. En el segmento a tres meses, el tipo *swap* del EONIA se situó en 40 puntos básicos el 9 de junio, alrededor de 3 puntos básicos por encima del nivel del 3 de marzo. En consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés del mercado monetario con garantías y el EURIBOR sin garantías correspondiente se redujo de 29 puntos básicos, el 3 de marzo de 2010, a un mínimo de 21 puntos básicos el 27 de abril, antes de aumentar hasta situarse en 31 puntos básicos el 9 de junio. En general, estos diferenciales siguen siendo relativamente amplios si se comparan con los niveles observados antes de que comenzaran las turbulencias en los mercados financieros en agosto de 2007 (véase gráfico 17). La evolución observada hacia el final del período de referencia reflejó, en parte, las tensiones recientes relacionadas con la preocupación de los participantes en los mercados financieros acerca de los riesgos soberanos en algunos países de la zona del euro, pese a la persistencia de unas condiciones de abundancia de liquidez.

El 9 de junio, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre de 2010 y

Gráfico 16 Tipos de interés del mercado monetario

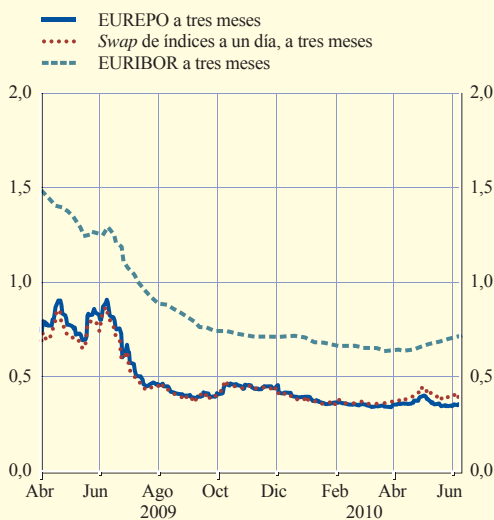
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 17 EUREPO, EURIBOR y swap de índices a un día, a tres meses

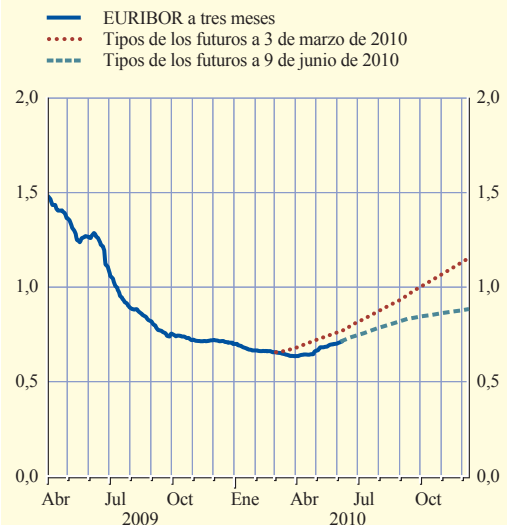
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Reuters.

Gráfico 18 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

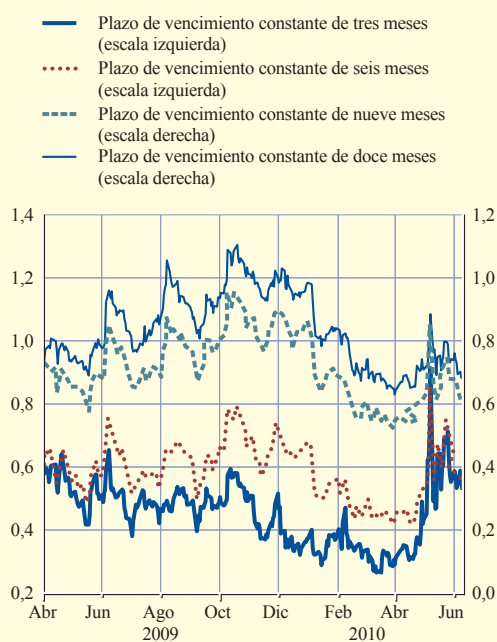
Nota: Futuros a tres meses para entrega al final del trimestre en curso y de los tres siguientes, según cotizaciones de Liffe.

marzo de 2011 se situaron en el 0,83%, el 0,89% y el 0,94%, respectivamente, lo que constituye una disminución de unos 13, 27 y 41 puntos básicos, en comparación con los niveles observados el 3 de marzo (véase gráfico 18). Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con plazo de vencimiento constante a tres, seis, nueve y doce meses han aumentado en los tres últimos meses, especialmente en los vencimientos más cortos, invirtiendo la tendencia a la baja que comenzó en octubre de 2009 (véase gráfico 19).

Si se considera el vencimiento a un día, el EONIA permaneció, en promedio, alrededor de 5-9 puntos básicos por encima del tipo de la facilidad de depósito durante los tres últimos meses, con repuntes excepcionales relacionados con las operaciones de absorción de liquidez realizadas los últimos días del período de mantenimiento. El 9 de junio, el EONIA se situó en el 0,332% (véase gráfico 20). Esta evolución es reflejo del gran exceso de liquidez existente en la zona del euro, especialmente tras las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a un año llevadas a cabo por el Eurosistema en 2009. La abundancia de liquidez en la zona del euro está siendo absorbida, en parte, por un recurso diario considerable a la facilidad de depósito.

El BCE ha seguido prestando apoyo a los mercados monetarios realizando algunas operaciones para inyectar liquidez con vencimiento a una semana, un período de mantenimiento, a tres meses y a seis

Gráfico 19 Volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con plazo de vencimiento constante

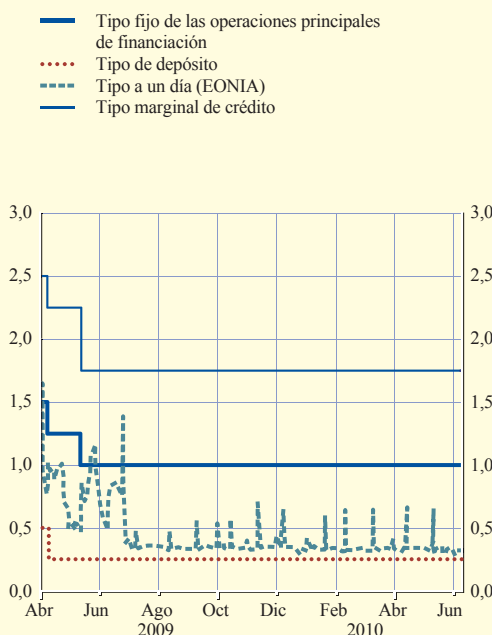


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La medida se obtiene en dos etapas. En primer lugar, las volatilidades implícitas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses se transforman expresándolas en términos de precios logarítmicos en lugar de rentabilidades logarítmicas. En segundo lugar, las volatilidades implícitas resultantes, que tienen una fecha de vencimiento constante, se transforman expresándolas en términos de plazos de vencimiento constantes.

Gráfico 20 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

meses. Las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema se llevaron a cabo aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, excepto en el caso de la operación a tres meses del 28 de abril (en la que se aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés variable y se adjudicaron 75,6 mm de euros) y de la operación a seis meses del 12 de mayo (con un tipo de interés fijado en la media de los tipos mínimos de puja de las operaciones principales de financiación a lo largo del período de vigencia de esta operación, en la que se adjudicaron 35,7 mm de euros). El 8 de junio de 2010, el BCE llevó a cabo una operación de absorción de liquidez a una semana en la que se aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1% y con fecha de liquidación el 9 de junio. En esta operación, el BCE adjudicó 40,5 mm de euros, que corresponde al importe de las adquisiciones efectuadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores, teniendo en cuenta las operaciones cuya liquidación estaba prevista para el 4 de junio o antes de esa fecha. Además, el Eurosistema continuó con el programa de adquisición de bonos garantizados, y el importe total de los bonos adquiridos ascendía a 56,3 mm de euros el 9 de junio, con un importe total anunciado de compras directas de 60 mm de euros hasta finales de junio de 2010. Por otra parte, el BCE, en coordinación con otros bancos centrales, decidió reactivar las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses mediante *swaps* de divisas a partir del 11 de mayo de 2010.

Recuadro 2

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 10 DE FEBRERO Y EL 11 DE MAYO DE 2010

A continuación se describe la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 9 de marzo, el 13 de abril y el 11 de mayo de 2010.

En el período analizado, el BCE siguió aplicando algunas de las medidas no convencionales introducidas desde octubre de 2009 en respuesta a la intensificación de la crisis financiera y, cuando concluyó el tercer período de mantenimiento, ya había introducido medidas adicionales, dado el riesgo de que las renovadas tensiones en los mercados financieros pudieran entorpecer el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Concretamente, el 4 de marzo de 2010, el Consejo de Gobierno del BCE anunció que:

- (i) seguiría realizando sus operaciones principales de financiación (OPF) mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, mientras sea necesario, y al menos hasta el que finalice el noveno período de mantenimiento de 2010, el 12 de octubre;
- (ii) las operaciones de financiación especiales, con plazo de un período de mantenimiento, seguirían realizándose mediante este procedimiento de subasta, con el mismo tipo de interés fijo aplicado en la respectiva OPF, al menos hasta el final de noveno período de mantenimiento;
- (iii) se realizaría una operación de ajuste a seis días adicional con anuncio, adjudicación y liquidación el 1 de julio, a fin de suavizar el efecto sobre la liquidez del vencimiento de la OFPML a doce meses que tendrá lugar el 1 de julio de 2010. Esta operación de ajuste se realizaría mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, al mismo tipo de interés aplicado a la OPF existente;

- (iv) el tipo de interés de la OFPLM a seis meses que se adjudicará el 31 de marzo de 2010 se fijaría en el promedio de los tipos mínimos de puja de las OPF que se realicen durante el período de vigencia de esta operación.

El 4 de marzo de 2010, el Consejo de Gobierno anunció también que aplicaría de nuevo los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las OFPML ordinarias con vencimiento a tres meses a partir de la operación con fecha de adjudicación el 28 de abril de 2010. En estas operaciones, se fijarían por anticipado importes de adjudicación indicativos, a fin de asegurar unas condiciones adecuadas en el mercado monetario y evitar la aparición de diferenciales significativos entre los tipos de puja y el tipo de la OPF vigente, que se utilizaría como tipo mínimo de puja. No obstante, el 10 de mayo de 2010, para hacer frente a las renovadas y graves tensiones en los mercados financieros, el Consejo de Gobierno anunció que las OFPML ordinarias con vencimiento a tres meses que habrían de adjudicarse el 26 de mayo y el 30 de junio de 2010 se ejecutarían mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

Concretamente, el 10 de mayo de 2010, el Consejo de Gobierno anunció que:

- (i) se realizarían intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro (Programa para los Mercados de Valores), con el fin de corregir el mal funcionamiento observado en algunos segmentos del mercado y restablecer su profundidad y liquidez. El alcance de estas intervenciones sería determinado por el Consejo de Gobierno. A fin de esterilizar su impacto, se llevarán a cabo operaciones específicas para reabsorber la liquidez inyectada;
- (ii) se realizaría una OFPML a seis meses, con adjudicación plena, el 12 de mayo a un tipo de interés fijado en el promedio de los tipos mínimos de puja de las OPF durante la vida de la operación;
- (iii) se reactivarían las líneas *swap* temporales con la Reserva Federal, en coordinación con otros bancos centrales, y se reanudarían las operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses con vencimiento a 7 y 84 días. Estas operaciones adoptarían la forma de cesiones temporales respaldadas por activos de garantía admitidos por el BCE y se llevarían a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena. La primera operación se realizaría el 11 de mayo de 2010.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

En los tres períodos de mantenimiento de reservas considerados, las necesidades diarias totales de liquidez de las entidades de crédito —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas) (ver gráfico A)— ascendieron, en promedio, a 563,3 mm de euros, lo que representa una disminución de 22,2 mm de euros con respecto a la media de los tres períodos de mantenimiento anteriores.

Esta disminución se debió, principalmente, a un descenso de 23,3 mm de euros en el valor medio de los factores autónomos, que se situaron en 351,1 mm de euros (véase gráfico B). Por el contrario, las exigencias de reservas aumentaron, en promedio, 1,2 mm de euros y se situaron en 211,2 mm de euros. El exceso diario de reservas fue, en promedio, de 1,1 mm de euros, lo que representa un aumento de 0,2 mm de euros con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores.

Gráfico A Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas

(mm en euros; nivel medio en cada período de mantenimiento)

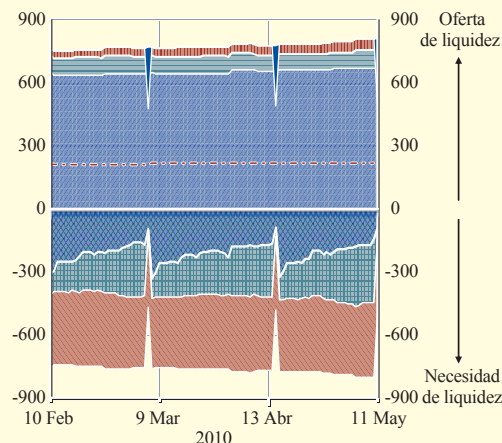


Fuente: BCE.

Gráfico B Necesidades de liquidez del sistema bancario y oferta de liquidez

(mm de euros)

- Operaciones de ajuste: media de 302,2 mm de euros
- Adquisiciones de bonos garantizados: media de 43,7 mm de euros
- Operaciones principales de financiación: media de 78,2 mm de euros
- Operaciones de financiación a plazo más largo: media de 652,5 mm de euros
- Factores autónomos: media de 351,1 mm de euros
- Recurso neto a la facilidad de depósito: media de 201 mm de euros
- Saldo en cuenta corriente: media de 212,3 mm de euros
- Exigencia de reservas: media de 211,2 mm de euros



Fuente: BCE.

Oferta de liquidez

Durante los tres períodos de mantenimiento analizados, el volumen de operaciones de financiación vivas ascendió, en promedio, a 721 mm de euros, desde los 686 mm de euros registrados, en promedio, en los tres períodos de mantenimiento anteriores.

El volumen medio de las OPF a una semana se situó en 78,2 mm de euros, registrándose un incremento de 20,2 mm de euros, mientras que, en el caso de las operaciones especiales de financiación a plazo con vencimiento de un período de mantenimiento, ascendió, en promedio, a 9,3 mm de euros, frente a los 3,4 mm de euros contabilizados en los tres períodos de mantenimiento anteriores. Al mismo tiempo, el volumen total de las OFPML vivas a tres y seis meses siguió reduciéndose, y se situaba, el 11 de mayo de 2010, en 29,5 mm de euros, frente a los 42,1 mm de euros registrados el 9 de febrero de 2010, ya que algunas de estas operaciones no se renovaron tras su vencimiento.

Los bancos centrales del Eurosistema continuaron realizando compras simples de bonos garantizados (*covered bonds*) denominados en euros, como parte del programa de adquisiciones de este tipo de valores (CBPP, en sus siglas en inglés), que se inició el 6 de julio de 2009. Durante el período de referencia, las compras de bonos ascendieron, en promedio, a 255 millones de euros por día hábil, de modo que, al 11 de mayo de 2010, el valor acumulado total se situaba en 52,1 mm de euros. El im-

porte total que contempla el CBPP es de 60 mm de euros, cifra que se prevé alcanzar a finales de junio de 2010.

En el período comprendido entre el 10 de febrero y el 11 de mayo de 2010, la liquidez absorbida a través de operaciones de ajuste el último día de cada período de mantenimiento ascendió, en promedio, a 302,2 mm de euros, frente al promedio de 219,4 mm de euros registrado en los tres períodos de mantenimiento anteriores (gráfico B).

Uso de las facilidades permanentes

Como resultado del aumento constante de la oferta de liquidez y del ligero descenso de las necesidades de liquidez totales del sistema bancario, el recurso neto a la facilidad de depósito¹ aumentó hasta un promedio diario² de 201 mm de euros en el período que finalizó el 11 de mayo de 2010, desde los 149,1 mm de euros registrados en el período de mantenimiento que finalizó el 9 de febrero de 2010.

Tipos de interés

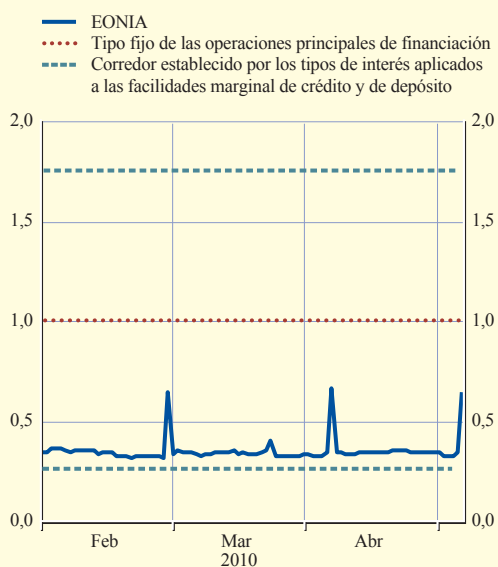
Los principales tipos de interés del BCE no han experimentado variación desde el 13 de mayo de 2009, situándose el tipo de interés de las OPF en el 1%, el de la facilidad marginal de crédito en el 1,75%, y el de la facilidad de depósito en el 0,25%.

Como resultado de la holgada situación de liquidez, el EONIA se mantuvo estable en un nivel próximo al tipo de interés de la facilidad de depósito durante el período considerado, situándose en promedio en el 0,346% (véase gráfico C), cifra casi idéntica al promedio de 0,352% registrado en los tres períodos de mantenimiento anteriores. El último día de cada uno de los tres períodos de mantenimiento analizados, el EONIA ascendió, en promedio, hasta el 0,649%, es decir, unos 30 puntos básicos por encima del nivel observado el día anterior, como resultado de las operaciones de ajuste realizadas en esos días para absorber liquidez.

Además, durante el período considerado, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el tipo *swap* a tres meses del EONIA —que indica el nivel de riesgo de crédito y de liquidez— se redujo ligeramente, hasta una media de 27 puntos básicos, en comparación con la media de 30 puntos básicos registrada en los tres períodos de mantenimiento anteriores.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

1 El recurso neto a la facilidad de depósito es igual a la diferencia entre el recurso a la facilidad de depósito y el recurso a la facilidad marginal de crédito.

2 El recurso neto medio a la facilidad de depósito incluye los fines de semana.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En los tres últimos meses, la evolución de los mercados de renta fija estuvo determinada, principalmente, por la creciente preocupación de los mercados financieros acerca de la deuda soberana de algunos países de la zona del euro. Los días 6 y 7 de mayo, las tensiones registradas en los mercados internos de deuda soberana se propagaron a los mercados financieros en general, provocando desplazamientos de carteras a gran escala hacia activos de más calidad por parte de los inversores. En consecuencia, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó de forma acusada en la zona del euro y en Estados Unidos. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro basadas en la deuda pública apenas experimentaron cambios. Los diferenciales de riesgo de crédito soberano se ampliaron considerablemente en algunos países de la zona del euro en el período examinado. En línea con el repunte de la aversión al riesgo observado durante el citado período, los diferenciales de renta fija privada se ampliaron, revirtiendo casi totalmente la reducción que se había producido en el transcurso de 2010.

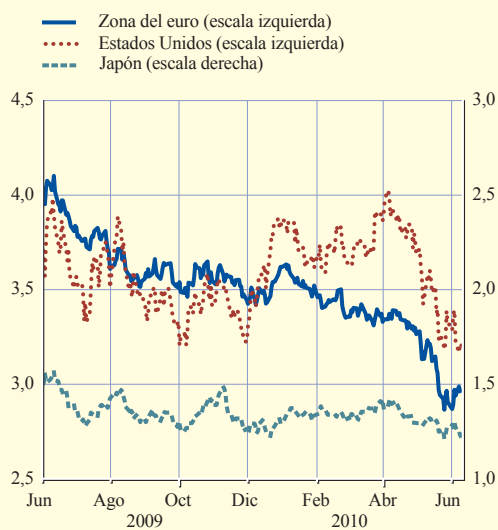
Entre finales de febrero y el 9 de junio de 2010, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y de Estados Unidos disminuyó 40 puntos básicos, hasta situarse en torno al 3% y al 3,2%, respectivamente (véase gráfico 21). En consecuencia, el diferencial de tipos de interés nominales a diez años entre la deuda pública de Estados Unidos y la de la zona del euro no registró variaciones. El descenso del rendimiento de la deuda pública a diez años es reflejo, en gran medida, de la evolución observada desde finales de abril. Entre finales de febrero y finales de abril, el rendimiento de la deuda pública se había mantenido prácticamente estable en la zona del euro y había aumentado hasta alcanzar su nivel más alto en 18 meses en Estados Unidos.

La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública a largo plazo en los principales mercados, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, ha crecido de forma significativa desde finales de abril de 2010, situándose actualmente en niveles similares a los registrados a mediados de 2009.

El período analizado se caracterizó, por un lado, por una mejora gradual de la situación macroeconómica y, por otro, por la preocupación creciente de los mercados financieros respecto a la deuda soberana de algunos países de la zona del euro, cuya situación presupuestaria se había deteriorado muy seriamente. En marzo y la mayor parte de abril, el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años siguió aumentando, manteniendo la tendencia al alza que venía mostrando desde 2008. Ante el clima optimista de los mercados y la publicación de datos positivos que señalaban una mejora de la situación del mercado de trabajo en Estados Unidos, el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años alcanzó valores próximos al 4% a finales de abril. Los indicadores de actividad económica de la zona del euro y de Estados Unidos se situaron en niveles

Gráfico 21 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

Nota: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.

positivos, y los indicadores de confianza, incluido el de confianza de los consumidores, que se había mantenido hasta entonces en niveles relativamente reducidos, arrojaron resultados más favorables de lo previsto. En el mes de abril, la situación de los mercados de la vivienda mejoró también. Sin embargo, en marzo y la mayor parte de abril el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro no experimentó cambios significativos respecto a los niveles de finales de febrero. La preocupación respecto a la deuda pública y al impacto negativo de las medidas de austeridad anunciadas por varios Gobiernos de la zona del euro sobre la actividad económica contrarrestó, en parte, el efecto positivo de la publicación de datos indicativos de recuperación económica. En los últimos días de abril, la crisis de confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas griegas se intensificó y los desplazamientos de carteras hacia activos de más calidad, que supusieron una importante reasignación de fondos hacia bonos con calificación AAA de la zona del euro y de Estados Unidos, ejercieron presiones a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro.

Los días 6 y 7 de mayo, las tensiones registradas en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro se propagaron a los mercados financieros en general. La volatilidad de los tipos a un día se acentuó, la liquidez disminuyó y el funcionamiento de algunos segmentos de los mercados financieros empeoró notablemente. El brusco cambio en el clima de los mercados originó desplazamientos de carteras a gran escala hacia activos de más calidad por parte de los inversores financieros, generando nuevas presiones a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública. El 9 de mayo, los ministros de Finanzas de la UE acordaron la creación de un Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y, el 10 de mayo, el BCE anunció la adopción de varias medidas para hacer frente a las tensiones registradas en los mercados financieros, que se analizan con más detalle en el recuadro 3.

Recuadro 3

LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS A PRINCIPIOS DE MAYO

Los días 6 y 7 de mayo 2010, en un entorno de creciente preocupación acerca de la situación presupuestaria de Grecia, los mercados financieros de todo el mundo, pero especialmente los europeos, experimentaron un repentino recrudecimiento de las tensiones que quedó reflejado en una amplia gama de indicadores. Aunque estas tensiones fueron una respuesta a una serie de perturbaciones distintas de las que condujeron a la agudización de las tensiones observada en octubre de 2008 tras la quiebra de Lehman Brothers en Estados Unidos, los acontecimientos de esos días fueron comparables, en algunos aspectos, con el episodio anterior de tensiones, en particular en lo que respecta al súbito cambio de actitud de los inversores financieros y a la brusquedad con la que empezaron a buscar activos más seguros.

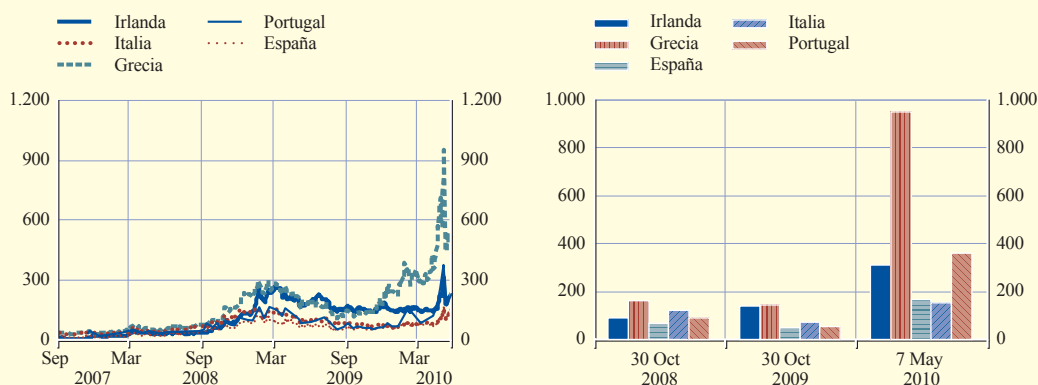
La evolución de los mercados financieros los días 6 y 7 de mayo estuvo determinada por un entorno caracterizado, por un lado, por una mejora gradual de las condiciones macroeconómicas y, por otro, por la creciente preocupación de los mercados financieros acerca de la situación presupuestaria de algunos países de la zona del euro, aunque también acerca de la evolución económica y política fuera de la zona del euro (es decir, la incertidumbre sobre los datos del mercado de trabajo de Estados Unidos y las consecuencias de las elecciones generales en el Reino Unido). Tras el repentino desplome del índice Dow Jones de Estados Unidos el 6 de mayo, cuyas causas todavía se están analizando, la inquietud se propagó con gran rapidez de los mercados de deuda soberana a los mercados financieros en general. La volatilidad de los mercados financieros experimentó un acusado aumento en los plazos de vencimiento a un día, y la liquidez se redujo notablemente el 7 de mayo. El funcionamiento de varios segmentos de los mercados financieros se vio seriamente obstaculizado.

Mercados de deuda soberana

En la zona del euro, los diferenciales de la deuda soberana (frente a Alemania) se ampliaron considerablemente el 6 de mayo, especialmente en el caso de Grecia (véase gráfico A). El posible contagio a otros emisores soberanos de la zona, en particular a Portugal e Irlanda y, en menor medida, a España e Italia, fue objeto de creciente atención entre los analistas de los mercados. El 7 de mayo, los diferenciales de la deuda soberana a diez años registraron máximos históricos, y la volatilidad de los mercados de renta fija experimentó un aumento muy pronunciado como consecuencia de la búsqueda de activos de mejor calidad por parte de los inversores a una escala observada por última vez a principios de 2009 (véase gráfico B). En consecuencia, las condiciones de liquidez en los mercados de deuda soberana de varios países de la zona del euro se deterioraron de forma muy acusada y la liquidez se agotó casi completamente en el caso de Grecia.

Gráfico A Diferenciales de la deuda soberana a diez años (frente a Alemania)

(puntos básicos)

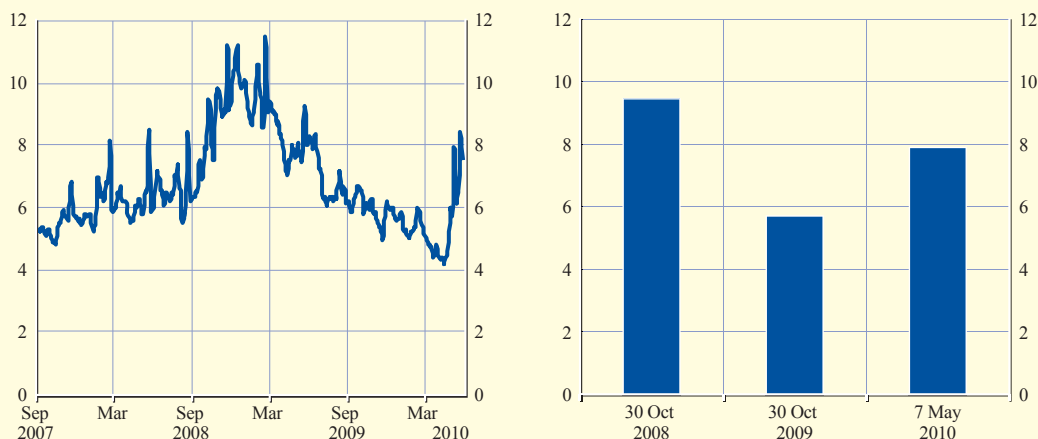


Fuente: Datastream.

Nota: La última observación corresponde al 25 de mayo de 2010.

Gráfico B Volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro

(en porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Notas: Medias móviles de tres días de datos diarios. La última observación corresponde al 25 de mayo de 2010.

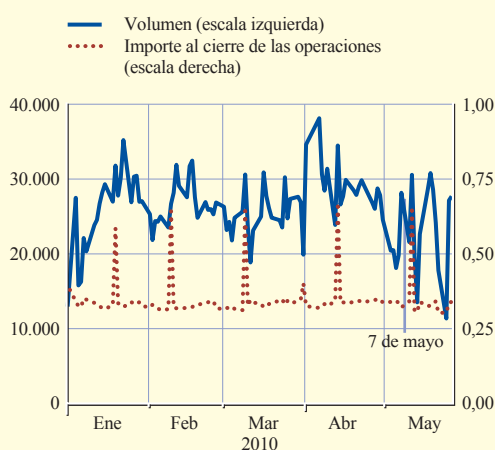
Mercados monetarios

Los días 6 y 7 de mayo, los mercados financieros resultaron contagiados por las turbulencias registradas en los mercados de deuda soberana, como consecuencia de un acusado aumento de la incertidumbre asociada al riesgo de contraparte. La liquidez también pasó a ser escasa en los mercados monetarios interbancarios. La liquidez en el mercado de operaciones de préstamo sin garantías empeoró no sólo en el caso de los plazos de vencimiento largos, sino también en el mercado a un día. Esto quedó reflejado indirectamente en un volumen menor de préstamos que se utilizan para fijar el EONIA, que se situaron, en promedio, en torno a 20 mm de euros diarios a principios de mayo (véase gráfico C). Las operaciones de préstamo sin garantía se habían visto afectadas desde la quiebra de Lehman Brothers, pero la negociación en el segmento con vencimientos más cortos (una semana o menos) no se vio afectada hasta el 5 de mayo. Por tanto, los fallos observados en el funcionamiento del mercado a un día el 6 y el 7 de mayo fueron motivo de especial preocupación. Al mismo tiempo, el acceso de las entidades de crédito de la zona del euro a la financiación en dólares estadounidenses también empeoró. Los costes de financiación en dólares estadounidenses implícitos en los *swaps* de divisas aumentaron de forma significativa y se situaron por encima del LIBOR, en dólares estadounidenses, a plazos de vencimiento equivalentes. El índice iTraxx senior financieros experimentó un acusado incremento a principios de mayo y alcanzó niveles por encima de los registrados en octubre de 2008 (véase gráfico D). El índice iTraxx senior financieros es un derivado de crédito estandarizado utilizado para cubrir el riesgo de crédito. El índice está compuesto por 25 entidades con calificación de grado de inversión del sector financiero europeo. El acusado incremento del índice observado el 7 de mayo indicaría un aumento de la preocupación acerca de la probabilidad de impago de algunas instituciones financieras europeas. Cierto, la probabilidad de impago simultáneo de dos o más grupos bancarios grandes y complejos de la zona del euro, medida por el indicador de riesgo sistémico que se muestra en el gráfico E, se incrementó de manera acusada el 7 de mayo, alcanzando valores superiores a los registrados tras la quiebra de Lehman Brothers¹. En este contexto, todas las medidas de

1 El indicador se basa en la información incorporada en los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés) a cinco años de grupos bancarios grandes y complejos de la zona del euro. Para más información sobre el indicador, véase el recuadro titulado «A market-based indicator of the probability of adverse systemic events involving large and complex banking groups», en el *Financial Stability Review* del BCE de diciembre de 2007.

Gráfico C Volúmenes e importes del EONIA

(mm de euros; en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al 26 de mayo de 2010.

Gráfico D Diferenciales de CDS a cinco años del iTraxx Europe senior financieros

(puntos básicos)



Fuentes: JP Morgan Chase.

Notas: El gráfico muestra el diferencial medio de CDS a cinco años del índice iTraxx Europe senior financiero. Los datos que figuran en el gráfico han sido facilitados por JP Morgan y no son datos oficiales de iTraxx.

Gráfico E Indicador de riesgo sistémico

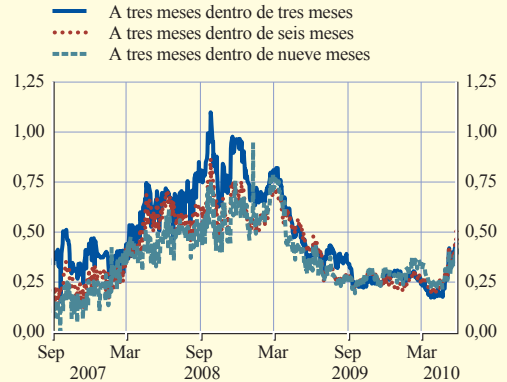
(en porcentaje; enero de 2007 - mayo de 2010, probabilidad de impago)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Gráfico F Diferenciales entre el EURIBOR y los swaps del EONIA

(en porcentaje)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al 26 de mayo de 2010.

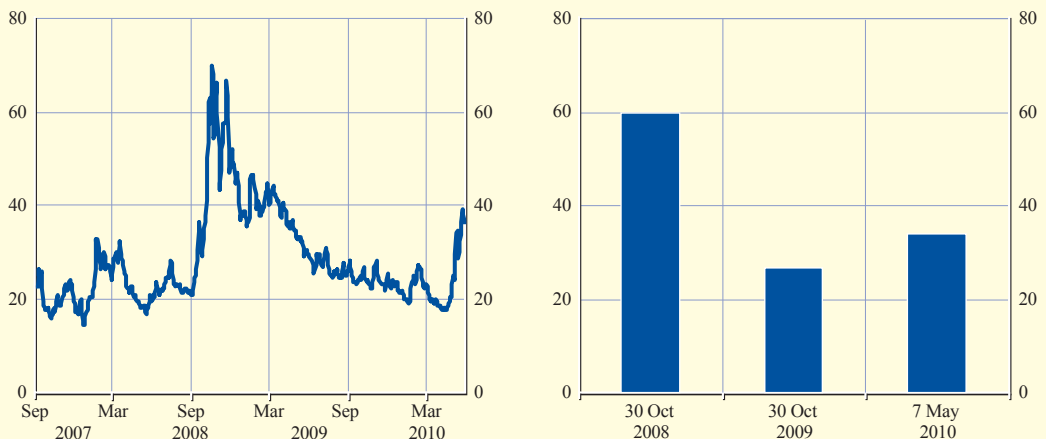
riesgo habitualmente utilizadas, como los diferenciales de derivados vinculados al EURIBOR frente a los *swaps* del EONIA, o las volatilidades implícitas de los tipos de interés, registraron un pronunciado aumento (véase gráfico F), y el acceso de las entidades de crédito de la zona a la financiación en los mercados se vio seriamente obstaculizado.

Mercados de valores

El recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana los días 6 y 7 de mayo generó asimismo a una presión vendedora en los mercados de renta variable de la zona del euro. Los valores financieros resultaron muy afectados, pero el valor de mercado de las sociedades no financieras también se redujo sustancialmente como consecuencia de la búsqueda de activos de mejor

Gráfico G Volatilidad implícita de los mercados de renta variable en la zona del euro

(en porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Notas: La última observación corresponde al 25 de mayo de 2010. Medias móviles de tres días de datos diarios.

calidad por parte de los inversores. Además, la volatilidad de los mercados de valores de la zona aumentó bruscamente (véase gráfico G). La volatilidad observada en los mercados de renta variable resultó exacerbada por las turbulencias presumiblemente causadas por un error técnico que hicieron que, el 6 de mayo, el índice Dow Jones cayera de repente en torno a un 9%², aunque recuperó parte de la pérdida registrada después de que se comunicara una justificación técnica a los participantes en el mercado. No obstante, los mercados financieros siguieron caracterizándose por la volatilidad y por una elevada aversión al riesgo.

La liquidación en el mercado de divisas

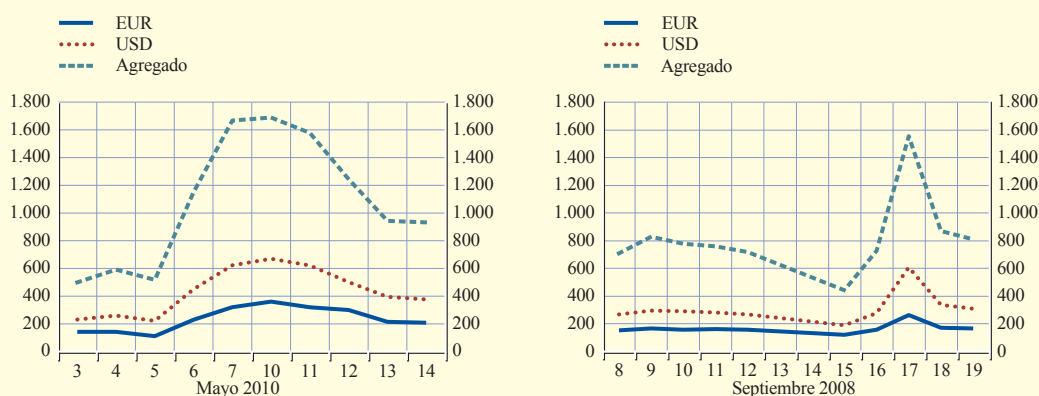
Los excepcionales acontecimientos que se produjeron en los mercados financieros los días 6 y 7 de mayo también afectaron al sistema CLS, el servicio multdivisa de liquidación de operaciones de divisas más importante del mundo. CLS se creó en 2002 con el fin de eliminar el riesgo de liquidación en las operaciones de divisas que implicaban el intercambio de distintas monedas. Las turbulencias en los mercados provocaron un aumento significativo de las órdenes relacionadas con operaciones de divisas enviadas a CLS. El 7 de mayo, CLS liquidó más de 1,5 millones de operaciones, y el número de operaciones liquidadas se mantuvo por encima de 1 millón hasta el 12 de mayo (véase gráfico H), duplicando el volumen medio diario habitual de operaciones liquidadas por CLS durante varios días, con lo que la situación se asemejó en cierta medida a la que se produjo el 17 de septiembre de 2008, cuando las operaciones se dispararon hasta más de 1,5 millones (véase gráfico H). CLS afrontó esta situación, pero estos volúmenes inesperadamente elevados causaron un impacto tanto sobre el proceso de recepción de órdenes en el sistema CLS como sobre la recepción de notificaciones por parte de los participantes.

Aunque no son raros los días con mucha actividad en el sistema CLS, especialmente en una operación con una divisa realizada un día hábil posterior a un festivo en ese área monetaria, las órdenes recibidas en las tensas condiciones de mercado que se registraron a principios de mayo aumentaron en ciertos

2 Aunque las principales razones del desplome todavía están pendientes de aclararse totalmente, en sus conclusiones preliminares, la Comisión del Mercado de Valores (SEC) de Estados Unidos y la Commodity Futures Trading Comisión de Estados Unidos no han encontrado pruebas de que fuera atribuible a errores «humanos», o a actos de piratería informática o terroristas.

Gráfico H Volumen diario de operaciones liquidadas a través del sistema CLS

(datos diarios en unidades; miles)



Fuentes: CLS/BCE.

Nota: El agregado se refiere a todas las monedas admitidas en el sistema CLS.

momentos hasta casi duplicar los niveles habituales. Esto provocó acumulaciones ocasionales de órdenes en el propio sistema CLS, en los interfaces de los participantes (directos) a los servicios ofrecidos por este sistema, o en los sistemas internos de un número muy reducido de participantes en CLS que procesaron un volumen muy elevado de operaciones esos días. Esta acumulación que se produjo en el procesamiento de órdenes en el entorno general de CLS generó incertidumbre porque se registraron volúmenes de órdenes no casadas por encima de los volúmenes normales durante un período más prolongado. Esto suscitó cierta preocupación de que pudiera tratarse de una cuestión sistémica más grave, más que simplemente un incremento de las órdenes comunicadas al sistema³.

Resumen

En resumen, las tensiones que se observaron en los mercados de deuda soberana de algunos países de la zona del euro los días 6 y 7 de mayo se propagaron a otros segmentos de los mercados financieros. La volatilidad de estos mercados aumentó sustancialmente y las condiciones de liquidez se deterioraron de manera notable, no sólo en los mercados de deuda soberana, sino también, y en un grado crítico, en los mercados monetarios. Las operaciones en el mercado interbancario se redujeron con rapidez y se incrementó la incertidumbre existente entre las entidades de crédito acerca de la solvencia de sus contrapartes. En consecuencia, se planteó el riesgo de que el funcionamiento normal de los mercados y el primer vínculo del mecanismo de transmisión entre el banco central y las entidades de crédito pudieran resultar perjudicados y de que la capacidad de las entidades, la principal fuente de financiación en la zona del euro, de proporcionar crédito a la economía real pudiera resultar gravemente dañada. Es asimismo probable que el deficiente funcionamiento de varios mercados de deuda soberana en la zona del euro influyera negativamente en el coste de financiación del sector privado, ya que las condiciones de financiación de la deuda soberana suelen servir de referencia para los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos y créditos.

El 10 de mayo, el Banco Central Europeo, con el fin de restablecer las condiciones necesarias para una aplicación efectiva de la política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios a medio plazo, y en particular para ofrecer apoyo al mecanismo de transmisión de la política monetaria, anunció la introducción de varias medidas que incluían intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro (en el marco del Programa para los Mercados de Valores), la reactivación de las líneas *swap* con la Reserva Federal y la introducción de operaciones adicionales de inyección de liquidez. Tras el anuncio de estas medidas, las tensiones en los mercados financieros se redujeron sensiblemente, aunque no desaparecieron totalmente.

3 Para paliar esta preocupación, el sistema CLS comenzó a proporcionar más información sobre el funcionamiento del sistema a los participantes. Por otra parte, CLS ha tomado una serie de medidas para abordar situaciones con acumulación temporal de órdenes y ha publicado recomendaciones a los participantes en el sistema (relacionadas principalmente con los límites de capacidad actuales en sus sistemas de procesamiento y la capacidad técnica para dar prioridad a las órdenes presentadas en las que el factor tiempo es un elemento crítico con respecto a otras). Las autoridades encargadas de la vigilancia del sistema continuarán realizando un seguimiento del proceso de liquidación a través del sistema CLS y del funcionamiento del sistema al liquidar las operaciones en divisas, con el fin de asegurar el correcto funcionamiento y la eficiencia del sistema CLS y, por tanto, la estabilidad de las monedas que participan en la liquidación.

Los diferenciales de deuda soberana a diez años de la zona del euro frente a Alemania se ampliaron considerablemente, en particular para Grecia, Portugal e Irlanda, durante la mayor parte del período examinado. El plan de apoyo a Grecia acordado durante el fin de semana del 10 y 11 de abril solo indujo un descenso transitorio de los indicadores de riesgo de crédito de la deuda soberana griega basados en los mercados de renta fija. Hacia finales de abril, la rebaja de la calificación crediticia de Grecia a la categoría de grado especulativo (con perspectivas negativas) por Standard & Poor's contribuyó a la venta de bonos griegos por parte de los inversores y a un aumento de los diferenciales de rendimien-

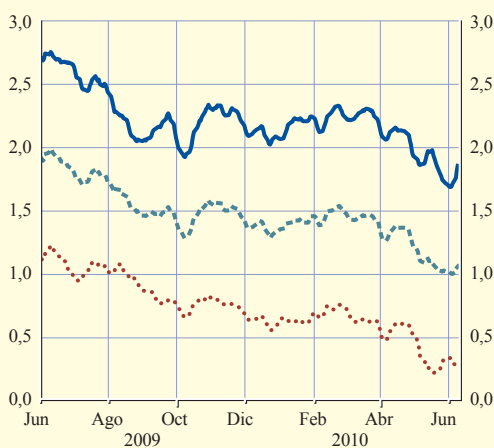
to de deuda pública a diez años. Ante lo sucedido el 6 y 7 de mayo, con los diferenciales de deuda soberana griega a diez años en máximos históricos, el posible contagio a otros emisores soberanos de la zona del euro, especialmente Portugal e Irlanda, y en menor medida también España e Italia, atrajo crecientemente la atención. Tras el anuncio de la adopción de nuevas medidas por el BCE, en particular, la creación del Programa para los Mercados de Valores, los diferenciales de deuda pública a diez años de la zona del euro frente a Alemania se estrecharon.

Entre finales de febrero y el 6 de junio de 2010, el rendimiento de los bonos a cinco y diez años indicados con la inflación de la zona del euro descendió en torno a 40 puntos básicos, hasta situarse en el 0,3% y el 1,1%, respectivamente, el 9 de junio (véase gráfico 22). Las tasas de inflación implícitas a medio y largo plazo de la zona del euro apenas experimentaron variaciones durante el mismo período (véase gráfico 23). Sin embargo, las tasas de inflación implícitas se han caracterizado por la volatilidad en los tres últimos meses, especialmente después de los acontecimientos de comienzos de mayo. Otro factor determinante de la volatilidad de estas tasas a principios de junio fue la rebaja, el 28 de mayo, de la calificación crediticia de la deuda soberana de España por Fitch, desde AAA hasta AA+, que tuvo como consecuencia la eliminación de la deuda pública española del cálculo de la curva de rendimientos AAA de la zona del euro por el BCE. Ello ocasionó un desplazamiento a la baja de la curva de rendimientos nominales en los plazos cortos y medios y el correspondiente descenso de las tasas de inflación implícitas a corto plazo. Los tipos *swap* indicados con la inflación disminuyeron ligeramente durante el período de referencia. En general, los datos de los mercados financieros siguen sugiriendo que las expectativas de inflación se mantienen firmemente ancladas.

Gráfico 22 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro

(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)

- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años dentro de cinco años
- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años
- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a diez años

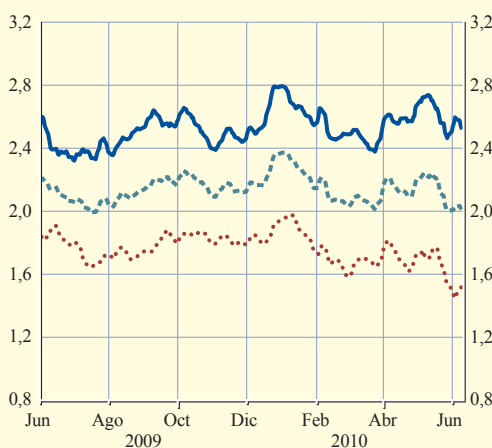


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 23 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)

- Tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años
- Tasa de inflación implícita a cinco años
- Tasa de inflación implícita a diez años



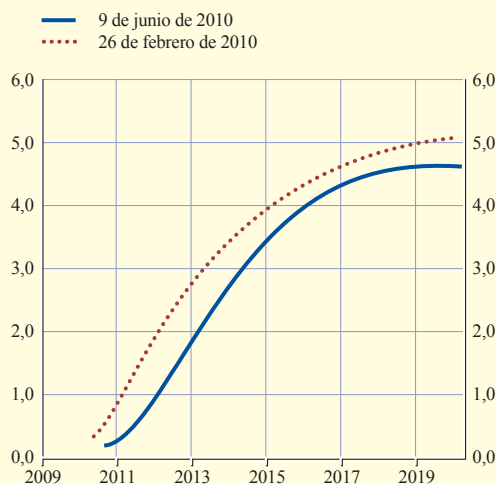
Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Entre finales de febrero y el 9 de junio de 2010, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro descendió en todos los plazos (véase gráfico 24). Este desplazamiento es reflejo, principalmente, de los acontecimientos de finales de abril y comienzos de mayo, que impulsaron una revisión a la baja de las expectativas de los inversores respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro.

Tras lo ocurrido en los mercados financieros el 6 y 7 de mayo, la renovada aversión al riesgo y los desplazamientos de carteras hacia activos de más calidad influyeron de forma significativa en los diferenciales de rendimiento entre la renta fija privada y la deuda pública, que se ampliaron en los sectores financieros y no financieros. El diferencial de renta fija privada para los bonos del sector financiero con calificación BBB se amplió hasta en 100 puntos básicos entre el 6-7 de mayo y los primeros días de junio, revirtiendo gran parte de la reducción que se había producido en el transcurso del año, aunque se mantuvo muy por debajo de los máximos alcanzados a comienzos de 2009.

Gráfico 24 Tipos de interés *forward* implícitos a un día, en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE, EuroMTS (datos) y Fitch Rating (calificaciones crediticias).

Nota: La curva de tipos *forward* que se obtiene a partir de la estructura temporal de los tipos de interés de mercado refleja las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las curvas de tipos *forward* se explica en la sección «Euro area yield curve», del sitio web del BCE. Los datos utilizados para la estimación son los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro con calificación crediticia AAA.

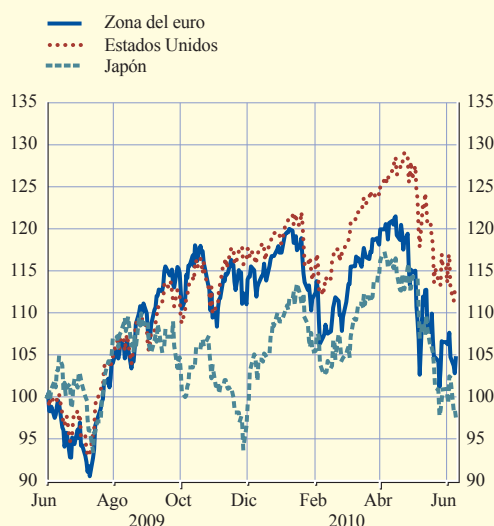
2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles disminuyeron entre finales de febrero y comienzos de junio. La favorable evolución observada durante el mes de marzo y la mayor parte del mes de abril, cuando los índices bursátiles registraron máximos anuales, se invirtió completamente como consecuencia de la intensificación de la crisis de las finanzas públicas en Grecia, que provocó que, a primeros de mayo, los inversores buscaran a gran escala activos más seguros. En este contexto, la incertidumbre existente en los mercados de valores, medida por la volatilidad implícita, se elevó notablemente en mayo y comienzos de junio.

Entre finales de febrero y el 9 de junio de 2010, las cotizaciones bursátiles en la zona del euro y en Estados Unidos bajaron, en general, un 4,3% y un 4,4%, respectivamente (véase gráfico 25). Durante el mes de marzo y la mayor parte del mes de abril, en un entorno en el que los datos económicos publicados eran positivos, el aumento del apetito por el riesgo se reflejó en importantes incrementos del precio de las acciones, que no solo revirtieron las caídas registradas en febrero, sino que también elevaron los índices a máximos anuales. No obstante, la intensificación de la crisis de las finanzas públicas en Grecia a finales de abril y comienzos de mayo se tradujo en que los inversores buscaran activos de más calidad, lo que hizo retroceder totalmente las ganancias bursátiles mencionadas. En el mismo período, en Japón las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, cayeron un 6,8%.

Gráfico 25 Índices bursátiles

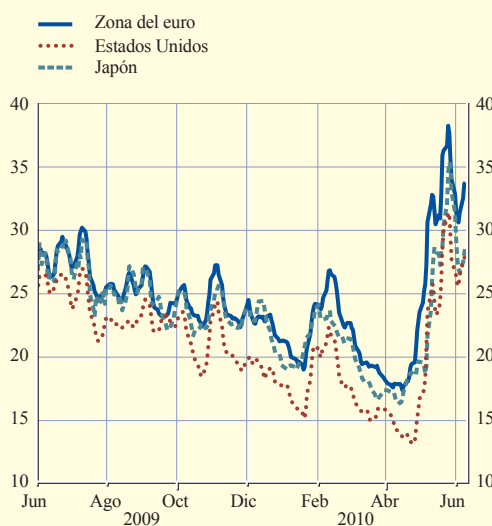
(índice: 1 de junio de 2009 = 100; datos diarios)



Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.
Nota: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

Gráfico 26 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

(en porcentaje; media móvil de cinco días de datos diarios)



Fuente: Bloomberg.
Notas: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un periodo de hasta tres meses, implícitas en los precios de las opciones sobre índices de Bolsa. Los índices bursátiles a los que se refieren las volatilidades son el Dow Jones EURO STOXX 50 para la zona del euro, el Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y el Nikkei 225 para Japón.

En el período examinado, la incertidumbre en el mercado de valores, medida por la volatilidad implícita, creció, alcanzando niveles que no se habían observado desde comienzos de 2009. En la evolución general, pueden observarse dos períodos bastante diferentes. Durante el mes de marzo y la mayor parte del mes de abril, la volatilidad implícita se mantuvo prácticamente sin cambios. No obstante, la volatilidad en los mercados de valores de la zona del euro y de Estados Unidos creció de forma drástica tras la intensificación de la crisis presupuestaria griega de finales de abril, y en particular después de los acontecimientos de los días 6 y 7 de mayo. La volatilidad de los mercados de renta variable en ese momento se vio exacerbada también por factores técnicos que ocasionaron que, en Estados Unidos, el índice Dow Jones descendiera bruscamente en torno a un 9% en la tarde del 6 de mayo. El índice Dow Jones recuperó parte de esta pérdida después de que se proporcionara una justificación técnica a los participantes.

El período considerado se caracterizó inicialmente por un mayor apetito por el riesgo, tras la publicación de datos económicos positivos, que provocaron fuertes aumentos de las cotizaciones bursátiles tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Ello revirtió la caída del precio de las acciones que se había observado en febrero y elevó los índices bursátiles a máximos anuales. La publicación de datos relativos al empleo y a la producción industrial en la zona del euro deparó una sorpresa positiva, mientras que distintos datos publicados también apuntaron a unas perspectivas favorables para la economía mundial. Las preocupaciones anteriores sobre la fortaleza de la recuperación de la demanda de los hogares tanto en la zona del euro como en Estados Unidos se vieron atenuadas en abril, cuando el indicador de confianza de los consumidores, que se había mantenido hasta entonces en niveles relativamente reducidos, mostró unos resultados mejores de lo previsto.

Cuadro 3 Variación de los precios de los índices Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

(porcentaje de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	100,0	9,1	7,0	14,6	7,3	22,9	4,3	13,8	4,7	7,2	9,1
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2009 I	-14,0	-13,6	-8,3	-11,5	-5,9	-20,1	-7,4	-14,0	-9,5	-8,8	-21,0
2009 II	16,4	19,8	3,3	17,7	9,7	34,2	3,9	18,0	15,8	0,0	9,0
2009 III	20,7	21,8	14,9	15,8	7,3	32,4	14,2	26,4	13,6	14,7	14,9
2009 IV	2,1	15,3	3,3	9,0	6,8	-5,5	7,7	3,8	-3,9	2,0	0,3
2010 I	0,8	1,6	6,8	3,5	-1,7	-2,6	4,0	4,1	16,0	-4,5	-3,3
Abril 2010	-2,8	-2,0	0,8	2,5	-3,1	-6,7	-4,8	1,2	-7,0	-4,0	-3,3
Mayo 2010	-7,2	-7,0	-6,7	-1,7	-8,8	-11,0	-3,2	-6,5	-6,4	-6,8	-8,2
28 feb 2010 - 9 jun 2010	-4,3	0,2	2,1	10,2	-6,4	-14,5	-4,3	3,8	-3,1	-9,8	-9,7

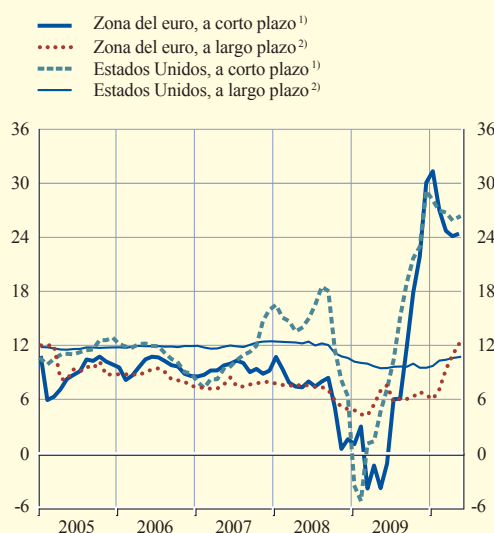
Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

En abril, la situación de los mercados de la vivienda mejoró también, tal y como queda reflejado en los datos de venta de viviendas en Estados Unidos y en los datos de préstamos hipotecarios en la zona del euro.

La intensificación de la crisis de las finanzas públicas en Grecia durante la última semana de abril, y la rebaja de las calificaciones crediticias de la deuda soberana de Portugal, España y Grecia, ensombrecieron los favorables datos económicos publicados y generaron una presión vendedora en los mercados de valores de la zona del euro. El agravamiento de las tensiones en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro los días 6 y 7 de mayo desencadenaron la huida a gran escala hacia activos de más calidad, que se propagó a mercados financieros de fuera de la zona del euro. A principios de junio, los índices bursátiles en la zona del euro y, posteriormente, en Estados Unidos cotizaban a los niveles más bajos de 2010, o cerca de estos niveles. En las etapas iniciales de inversión de la tendencia de las cotizaciones, los precios de los activos financieros de la zona del euro fueron los primeros en verse afectados, como consecuencia de las preocupaciones relativas a posibles minusvalías registradas en la deuda pública de la zona del euro mantenida en las carteras de las entidades de crédito. No obstante, al intensificarse las tensiones, la reducción de los precios de los activos se propagó a los precios de los activos no financieros de la zona del euro y también a los mercados de renta variable de Estados Unidos.

Gráfico 27 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Notas: Crecimiento esperado de los beneficios del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.

1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos doce meses (tasas de crecimiento interanual).

2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos tres a cinco años (tasas de crecimiento interanual).

La reciente disociación de los positivos datos económicos publicados que apuntaban a una recuperación económica en marcha de la evolución de las cotizaciones bursátiles puede contemplarse en un entorno favorable de expectativas de beneficios dentro de doce meses, que, en general, no queda reflejada en las fluctuaciones del precio de los activos. En menor medida, esto puede aplicarse al ajuste gradual al alza de los beneficios registrados. En el caso de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, el ritmo interanual de deterioro de los beneficios realizados siguió desacelerándose (véase gráfico 27), y el crecimiento de los beneficios por acción mejoró, pasando del -21% en febrero al -15% en mayo. Las expectativas relativas al crecimiento de los beneficios por acción en los próximos doce meses se mantuvieron prácticamente sin cambios, en un sólido nivel del 24%, en mayo, mientras que las expectativas de beneficios a largo plazo mejoraron ligeramente.

2.6 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

El coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó ligeramente entre diciembre de 2009 y abril de 2010, interrumpiendo la tendencia a la baja que había durado más de un año. El aumento de los costes de financiación se debió al incremento del coste de la emisión de acciones cotizadas, mientras que el coste de la financiación mediante valores de renta fija y en menor medida, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos, continuaron descendiendo. La emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras continuó siendo intensa durante el período de referencia, mientras que la financiación bancaria siguió disminuyendo.

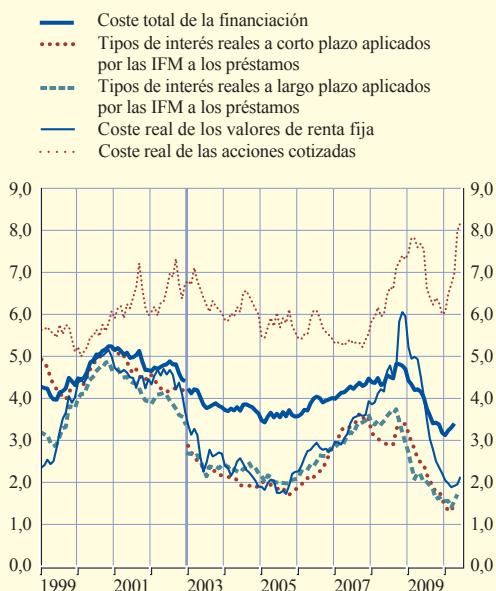
CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de las distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración— aumentó un 3,4% en abril de 2010, lo que representa un incremento de 21 puntos básicos en comparación con el último trimestre de 2009 (véase gráfico 28).

La evolución de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos durante el período de referencia apunta a la desaparición de la transmisión gradual de las anteriores modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE a los clientes bancarios de la zona del euro. Los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM se redujeron 31 puntos básicos entre diciembre de 2009 y abril de 2010, mientras que los tipos reales a largo plazo aplicados por las citadas instituciones aumentaron 4 puntos básicos. Al mismo tiempo, el coste real de los valores

Gráfico 28 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch y previsiones de Consensus Economics.

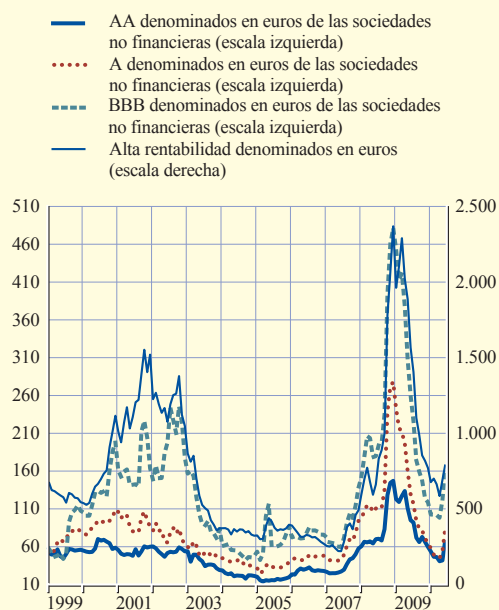
Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo de 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios de 2003 provocó una ruptura en las series.

de renta fija disminuyó alrededor de 30 puntos básicos, favorecido por nuevas reducciones de los diferenciales de los valores de renta fija privada durante la mayor parte de este período. Entre diciembre de 2009 y abril de 2010, el coste real de las acciones aumentó más de 90 puntos básicos en total, y otros 100 puntos básicos en mayo, cuando las tensiones que se produjeron en los mercados de deuda soberana incrementaron la volatilidad en los mercados financieros en general. Desde una perspectiva a más largo plazo, en el primer trimestre de 2010, el coste real total de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvo en torno a los niveles más bajos registrados desde 1999 para todos los componentes, excepto en lo que respecta al coste real de las acciones.

Entre diciembre de 2009 y abril de 2010, la mayor parte de los tipos de interés nominales aplicados por las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras volvió a descender ligeramente (véase cuadro 4). La tendencia a la baja registrada en los tipos de interés aplicados por las IFM desde noviembre de 2008 pareció moderarse en el primer trimestre de 2010. Es posible que la evolución observada en abril de 2010 también comience a reflejar los incrementos de los tipos del mercado monetario mencionados y de los rendimientos de los bonos, cuya dinámica suele influir en los

Gráfico 29 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(en puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

Cuadro 4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras

(en porcentaje; en puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta abril 2010 ¹⁾		
	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 Mar	2010 Abr	2009 Ene	2010 Ene	2010 Mar
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	5,08	4,55	4,25	4,06	3,98	3,97	-168	-8	-1
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	4,03	3,64	3,36	3,28	3,24	3,18	-155	-7	-6
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,74	4,49	4,16	3,96	4,00	3,90	-134	-9	-10
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	2,85	2,57	2,06	2,19	1,99	2,00	-152	-1	1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	3,87	3,71	3,64	3,58	3,44	3,45	-113	-20	1
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	1,63	1,22	0,77	0,71	0,64	0,64	-182	-4	0
Rendimiento de la deuda pública a dos años	1,75	1,68	1,28	1,39	1,40	1,75	-39	24	35
Rendimiento de la deuda pública a siete años	3,38	3,53	3,10	3,10	3,15	3,26	-18	3	11

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

costes de financiación a corto plazo de las entidades de crédito y en los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades a los préstamos y créditos, respectivamente.

El acusado descenso del coste real de la financiación mediante valores de renta fija está siendo impulsado, principalmente, por el estrechamiento de los diferenciales de los valores de renta fija privada. Durante el primer trimestre y en abril de 2010, estos diferenciales disminuyeron en todas las calificaciones crediticias, y cayeron hasta situarse por debajo de los niveles registrados en agosto de 2008 (es decir, poco antes del aumento generalizado de los diferenciales de los valores de renta fija privada que se produjo cuando la crisis de agudizó; véase gráfico 29). Por el contrario, en mayo de 2010, los diferenciales de los valores de renta fija privada se vieron afectados por la intensa búsqueda de activos de mejor calidad por parte de los inversores financieros y, en consecuencia, empezaron a aumentar de nuevo, invirtiendo la mayor parte de la reducción registrada en el transcurso de este año. Por ejemplo, entre abril y mayo de 2010, los diferenciales de los bonos con calificación BBB se incrementaron unos 20 puntos básicos, mientras que los correspondientes a los bonos de alta rentabilidad aumentaron 100 puntos básicos. Los diferenciales de las categorías con calificación más elevada resultaron menos afectados por el cambio de actitud y se mantuvieron en niveles similares a los observados antes de la aparición de las tensiones más recientes.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro apuntan a una nueva mejora en el primer trimestre y en abril y mayo de 2010. Sin embargo, la tasa de variación interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro continuó siendo negativa en marzo de 2010 (del -15%, frente al -26% de marzo; véase gráfico 30). De cara al futuro, se espera que los beneficios sigan mejorando aunque, en general, se prevé que el crecimiento de los beneficios por acción de las sociedades no financieras siga siendo negativo hasta el otoño de 2010.

En cuanto a la financiación externa, los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras continuaron disminuyendo, aunque la emisión de instrumentos de mercado (valores distintos de acciones y acciones cotizadas) aumentó a unas tasas de crecimiento de dos dígitos (véase gráfico 31).

Gráfico 30 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras experimentó un ligero descenso al final del primer trimestre de 2010. La emisión de valores distintos de acciones también siguió siendo vigorosa hasta marzo de 2010, registrándose un acusado incremento de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores a largo plazo, ya que este sector se vio influenciado por las actividades de refinanciación, que han favorecido la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo en detrimento de la emisión de este tipo de valores a corto plazo.

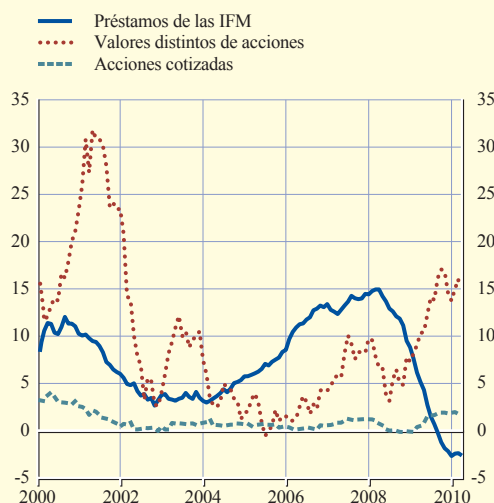
El crecimiento de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras era negativo (el -2,4%) al final del primer trimestre de 2010 (véase

cuadro 5). En abril de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras volvió a disminuir y se situó en el -2,6%. En concreto, los préstamos a corto plazo (hasta un año) concedidos a las sociedades no financieras fueron los que más se redujeron, con unas tasas de crecimiento interanual que han permanecido en niveles negativos desde marzo de 2009. Únicamente los préstamos a más de cinco años han mostrado algunas señales de estabilización en los últimos meses, observándose flujos positivos en abril de 2010. La evidencia empírica sugiere que los préstamos a este sector suelen tender a ir considerablemente a la zaga del ciclo económico. En consecuencia, la desaceleración observada en los préstamos parece ser acorde con regularidades históricas, dados los efectos prolongados de la débil situación económica y el actual proceso de sustitución hacia la financiación en los mercados.

Según los resultados de la última encuesta sobre préstamos bancarios, factores de demanda, como la caída de la inversión en capital en fijo y de las operaciones de fusión y adquisición, tuvieron un efecto negativo en la demanda de préstamos de las sociedades no financieras en el primer trimestre de 2010

Gráfico 31 Detalle por instrumentos de la financiación externa de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

	Tasas de crecimiento interanual				
	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I
Préstamos de IFM	6,1	2,7	-0,2	-2,2	-2,4
Hasta un año	-0,5	-5,8	-10,2	-13,2	-10,6
De uno a cinco años	11,0	7,2	2,0	-1,9	-4,4
Más de cinco años	8,1	5,9	4,6	3,8	2,7
Valores distintos de acciones	9,1	12,3	16,1	14,5	16,0
A corto plazo	-10,5	-23,8	-25,2	-38,4	-21,5
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	12,9	19,4	24,0	24,8	21,8
A tipo fijo	17,6	25,1	31,4	32,3	26,4
A tipo variable	-0,5	-1,1	-4,8	-4,2	-0,1
Acciones cotizadas	0,4	1,5	1,8	1,8	1,8
Pro memoria²⁾					
Total financiación	3,4	2,9	2,1	1,2	-
Préstamos a sociedades no financieras	6,5	4,1	1,7	0,0	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	0,5	0,5	0,5	0,5	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de este cuadro (con la excepción de los presentados en la pro memoria) figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las de emisiones de valores. Pueden surgir pequeñas divergencias con respecto a los datos que se recogen en las estadísticas de las cuentas financieras, principalmente como consecuencia de diferencias en los métodos de valoración.

1) Los valores distintos de acciones a tipo fijo y a tipo variable pueden no coincidir con el total de valores distintos de acciones a largo plazo, porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

2) Datos procedentes de las cuentas trimestrales europeas por sectores. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros.

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

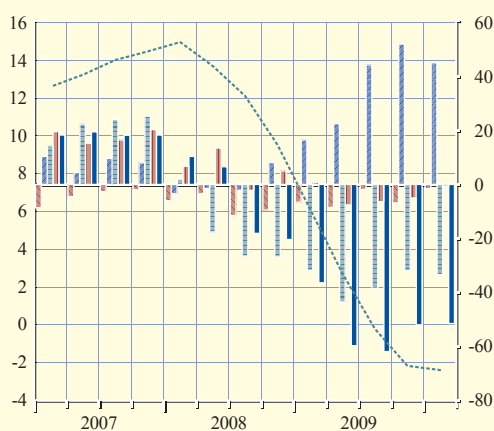
(véase gráfico 32). Al mismo tiempo, la encuesta confirmó que, aunque se han observado ciertas mejoras en la situación de liquidez de las entidades de crédito, el coste asociado a su nivel de capital y a su capacidad para acceder a la financiación en los mercados siguió contribuyendo al endurecimiento de los criterios aplicados en la aprobación de préstamos y créditos a empresas. Por consiguiente, aunque el endurecimiento neto general no se modificó en ese período, parece que las restricciones de crédito continuaron influyendo en la evolución de los préstamos.

La brecha de financiación (o necesidad de financiación) de las sociedades no financieras, esto es, la diferencia entre los gastos en inversión real y la financiación interna (ahorro bruto), se redujo considerablemente, hasta el 0,5% del valor añadido bruto, en el cuarto trimestre de 2009, en términos de sumas móviles de cuatro trimestres. En el gráfico 33 se presentan los componentes que integran el ahorro, la financiación y la inversión de las empresas de la zona del euro, según figuran en las cuentas de la zona del euro, para los que se dispone de datos hasta el cuarto trimestre de 2009. Como se observa en el gráfico, la inversión real (formación bruta de capital fijo) de las empresas podría estar financiándose casi en su totalidad con fondos internos, mientras que el crecimiento de la financiación externa se ha reducido considerablemente, desapareciendo casi por completo como fuente de financiación de este sector. Al mismo tiempo, la adquisición neta de activos financieros, incluidas acciones, descendió de nuevo en el cuarto trimestre de 2009.

Gráfico 32 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; en porcentaje neto)

- Inversión en capital fijo (escala derecha)
- Existencias y capital circulante (escala derecha)
- Fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de empresas (escala derecha)
- Reestructuración de la deuda (escala derecha)
- Financiación interna (escala derecha)
- Préstamos a sociedades no financieras (escala izquierda)



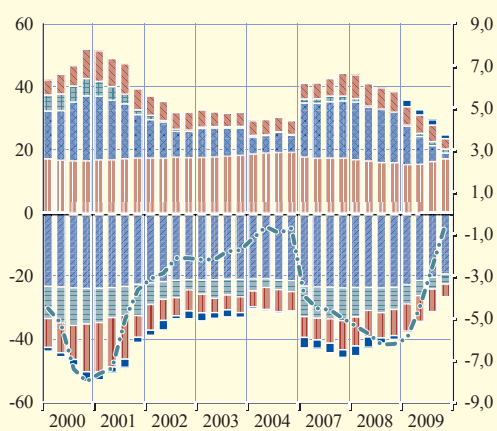
Fuente: BCE.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción; véase también la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2010.

Gráfico 33 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

(sumas móviles de cuatro trimestres; en porcentaje del valor añadido bruto)

- Otros
- Adquisiciones netas de acciones y otras participaciones
- Adquisiciones netas de activos financieros, excluidas acciones y otras participaciones
- Formación bruta de capital
- Emisión de acciones y otras participaciones no cotizadas
- Emisión de acciones y otras participaciones cotizadas
- Financiación mediante deuda
- Ahorro bruto (beneficios no distribuidos) y transferencias netas de capital
- Brecha de financiación (escala derecha)



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

Nota: La deuda incluye préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. «Otros» incluye derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago/cobro y ajustes. Los préstamos entre empresas relacionadas se compensan. La brecha de financiación es la capacidad/necesidad de financiación del sector, que básicamente es la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital.

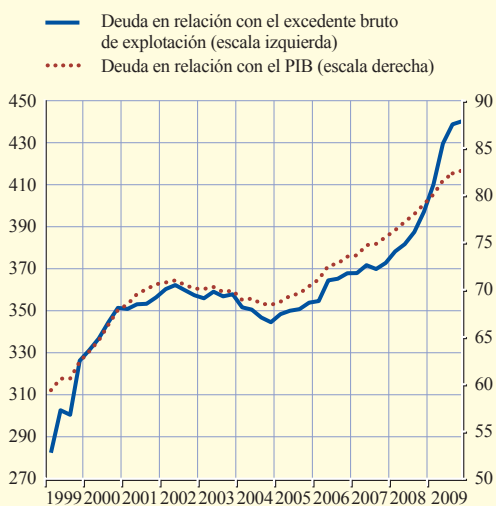
POSICIÓN FINANCIERA

En el cuarto trimestre de 2009, el endeudamiento de las sociedades no financieras prácticamente no se modificó y permaneció en niveles elevados, en el 83% y el 440%, respectivamente, en términos de los ratios de deuda en relación con el PIB y con el excedente bruto de explotación (véase gráfico 34). La disminución de los flujos de financiación externa y la moderación observada en la contracción de las fuentes de financiación interna durante el segundo semestre de 2009 pueden indicar que las empresas están consolidando activamente su posición financiera.

Las sociedades no financieras se beneficiaron de la disminución de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos y de los tipos de interés de mercado a través de una nueva reducción de su carga por intereses en el primer trimestre y en abril de 2010 (véase gráfico 35). En general, el nivel de endeudamiento y la carga por intereses asociada siguieron siendo elevados, lo que sugiere que la demanda de financiación externa seguirá siendo moderada y que persiste el margen de maniobra para reestructurar los balances conjuntamente con una recuperación de los flujos de caja.

Gráfico 34 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

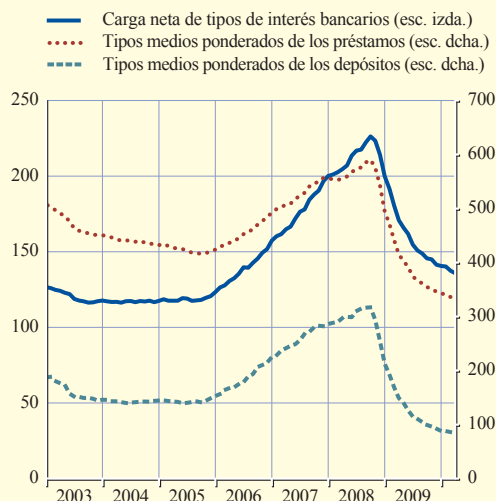
(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones.

Gráfico 35 Carga neta de tipos de interés bancarios de las sociedades no financieras

(puntos básicos)



Fuente: BCE.
Nota: La carga neta de tipos de interés bancarios se define como la diferencia entre los tipos medios ponderados de los préstamos y los tipos medios ponderados de los depósitos del sector de las sociedades no financieras, y se basa en saldos vivos.

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

En el primer trimestre de 2010, las condiciones de financiación de los hogares se caracterizaron por el hecho de que los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos volvieron a disminuir ligeramente. Al mismo tiempo, el endurecimiento neto de los criterios aplicados en la aprobación de préstamos a hogares aumentó levemente por primera vez desde el otoño de 2008. La tasa de crecimiento interanual del endeudamiento de este sector se incrementó de nuevo en el primer trimestre y en abril de 2010, una evolución todavía impulsada, principalmente, por los préstamos para

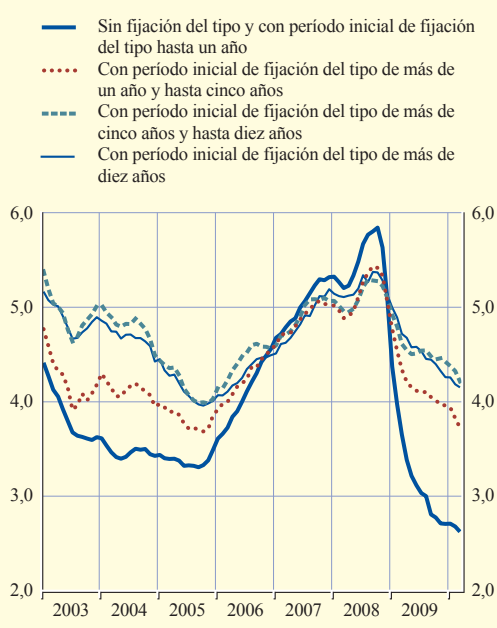
adquisición de vivienda. La deuda en relación con la renta de los hogares experimentó un aumento moderado, mientras que la carga por intereses de este sector siguió disminuyendo.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste de financiación de los hogares de la zona del euro siguió disminuyendo en el primer trimestre de 2010, aunque en menor medida que en trimestres anteriores. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuaron descendiendo en el primer trimestre (véase gráfico 36). Esta reducción, que fue generalizada en todos los plazos de vencimiento, se debió fundamentalmente a un nuevo estrechamiento de los diferenciales entre los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda y los tipos de interés de mercado similares. La estructura temporal de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda siguió estando caracterizada por un considerable diferencial positivo entre los tipos aplicados a los préstamos con período inicial de fijación del tipo largo (de más de cinco años) y los aplicados a los préstamos con período inicial de fijación corto (es decir, los préstamos sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año). En consecuencia, los préstamos con período inicial de fijación del tipo más corto continuaron representando algo más de la mitad del total de nuevas operaciones de préstamos en el primer trimestre.

Gráfico 36 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(en porcentaje; excluidas comisiones; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

En el primer trimestre de 2010, la media de los tipos de interés aplicados por las IFM al crédito al consumo no experimentó variaciones. Esta evolución oculta un nuevo descenso de los tipos aplicados a los préstamos con período inicial de fijación del tipo corto (esto es, los préstamos sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año), mientras que los correspondientes a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años registraron un ligero aumento, el primero desde el otoño de 2008. Los diferenciales entre los tipos aplicados al crédito al consumo y los tipos de mercado similares se redujeron en el caso de los préstamos con período de fijación del tipo corto, mientras que los aplicados a los préstamos con período de fijación más largo aumentaron. En general, los tipos aplicados a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años, continuaron siendo los más bajos, seguidos muy de cerca por los correspondientes a los préstamos con el período inicial de fijación más breve, mientras que los de los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años siguieron siendo los más elevados.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2010 indican que el porcentaje neto de entidades que señaló que el endurecimiento de los criterios aplicados en la aprobación de préstamos a hogares se incrementó ligeramente en el primer trimestre de 2010. Este aumento del endurecimiento neto de los criterios, el primero desde el otoño de 2008, se concentró en los préstamos para adquisición

de vivienda, mientras que los criterios aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos prácticamente no se modificaron. El mayor endurecimiento neto de los criterios señalado en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda no quedó reflejado en los factores subyacentes que, o bien permanecieron prácticamente invariables (como las perspectivas del mercado de la vivienda, por ejemplo), o contribuyeron en menor medida al endurecimiento neto (como es el caso de las perspectivas económicas generales). Por consiguiente, parte del aumento del endurecimiento neto de los criterios puede estar relacionado con otros factores como cambios en la gestión de los riesgos por parte de las entidades de crédito. Al igual que en la encuesta anterior, factores asociados a los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades, que pueden considerarse restricciones puras por el lado de la oferta para la concesión de préstamos, siguieron siendo neutrales para todas las modalidades de préstamo. Por último, las entidades consideraron que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda había disminuido en el primer trimestre, tras haber aumentado durante tres trimestres consecutivos. Esto se debió, en particular, a una contribución menos positiva de las perspectivas del mercado de la vivienda y a una aportación más negativa de la confianza de los consumidores. La demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos pareció ser algo más moderada en el primer trimestre.

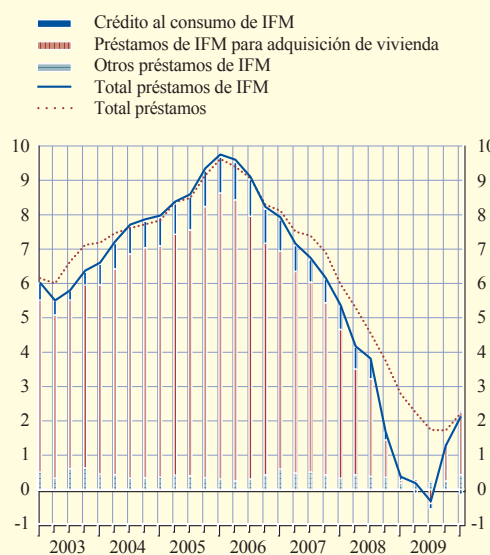
FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares no se modificó y fue del 1,7% en el cuarto trimestre de 2009 (el trimestre más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas integradas de la zona del euro), rompiendo por tanto la tendencia a la baja observada desde mediados de 2006. No obstante, esta evolución oculta un marcado descenso del crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las instituciones distintas de IFM a los hogares, hasta el 4,3%, desde el 15,6% del trimestre anterior. Esta caída se debió al hecho de que el impacto de las operaciones de titulización fuera de balance o real (en las que los préstamos se dan de baja y, por tanto, se eliminan del balance de las IFM, y posteriormente se contabilizan como préstamos de otros intermediarios financieros), que fue especialmente intenso a finales de 2008, desapareció del cálculo de la tasa de crecimiento interanual. Los datos disponibles sobre préstamos y titulizaciones de las IFM indican que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares aumentó y se situó ligeramente por encima del 2% en el primer trimestre de 2010 (véase gráfico 37).

En abril de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares aumentó hasta situarse en el 2,5%, frente al 1,7% y el 0,3% del primer trimestre de 2010 y el cuarto trimestre de 2009, respectivamente. La evolución más reciente confirma que en 2009 se produjo un punto de inflexión. Si se tiene en cuenta el impacto de las bajas del balance realizadas en el contexto de las operaciones de titulización, la

Gráfico 37 Total de préstamos concedidos a los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; fin de trimestre)



Fuente: BCE.

Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el primer trimestre de 2010 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para más información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

recuperación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a los hogares es menos pronunciada.

La persistencia de los flujos positivos en los préstamos de las IFM y los aumentos de la tasa de crecimiento interanual parecen ser acordes con regularidades de largo plazo, según las cuales el endeudamiento de los hogares tiende a mejorar al principio del ciclo económico. No obstante, en un futuro próximo, estas mejoras pueden seguir siendo limitadas, dado que las perspectivas de los mercados de la vivienda y las de renta todavía están sujetas a una considerable incertidumbre y que el nivel de endeudamiento de este sector sigue siendo elevado en comparación con ciclos anteriores.

Dentro de los préstamos de las IFM a los hogares, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda se incrementó hasta situarse en el 2,9% en abril de 2010, frente al 2% alcanzado, en promedio, en el primer trimestre de 2010, reflejo de las entradas mensuales sostenidas registradas desde mediados de 2009. El mismo patrón se observa en el caso de los otros préstamos a hogares, cuya tasa de crecimiento interanual se elevó hasta el 3% en abril, frente al 2,4% del primer trimestre. Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo continuó siendo negativa (el -0,3% en abril), aunque experimentó un ligero aumento en comparación con el primer trimestre.

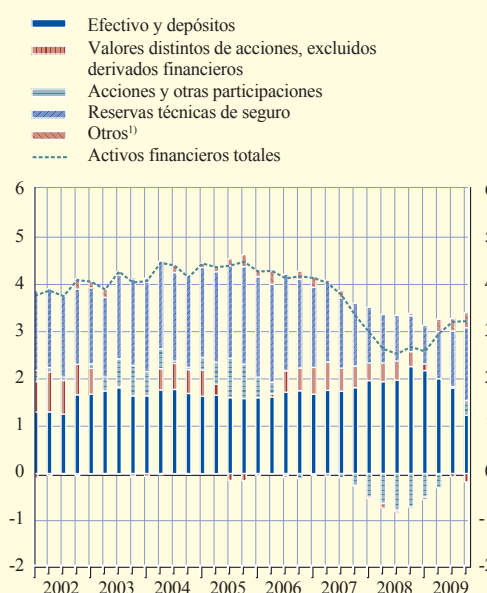
Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro que figura en las cuentas de la zona, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total se mantuvo invariable, en el 3,2%, en el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico 38). No obstante, esta evolución muestra considerables desplazamientos de cartera. Ciertamente, la contribución de la inversión en efectivo y depósitos se redujo sustancialmente, y esta categoría de activos dejó de ser la que más contribuyó al crecimiento de la inversión financiera total. Los hogares continuaron trasvasando fondos desde activos líquidos hacia activos a más largo plazo y de mayor riesgo en un contexto con una pendiente acusada de la curva de rendimientos y de mejora del clima en los mercados. En particular, las adquisiciones de reservas técnicas de seguro aumentaron de manera significativa, y esta clase de activos pasó a ser la que más contribuyó al crecimiento de la inversión financiera total. Los hogares también continuaron incrementando sus adquisiciones de participaciones en fondos de inversión (distintos de los fondos del mercado monetario). En cambio, redujeron sus tenencias directas de bonos y de acciones cotizadas.

POSICIÓN FINANCIERA

Según las estimaciones, la deuda en relación con la renta disponible de los hogares aumentó ligeramente hasta situarse justo por debajo del 96% en el primer trimestre de 2010, tras haber permanecido prácticamente estable entre finales de 2007 y mediados de 2009 (véase gráfico 39). Esta evolución refleja el ligero repunte del endeudamiento de este sector

Gráfico 38 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



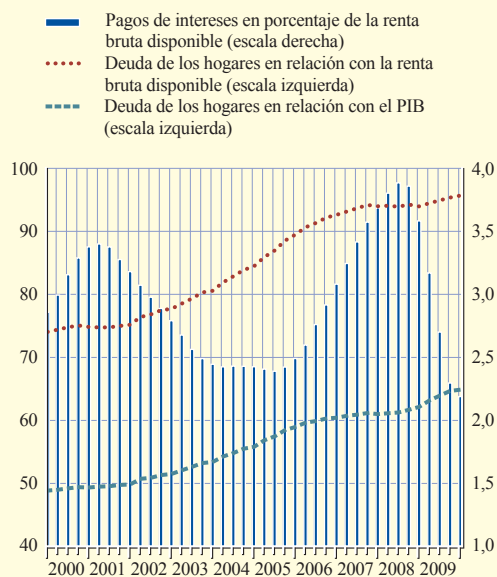
Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

y el moderado crecimiento de la renta observado en los últimos trimestres. En cambio, se estima que la deuda en relación con el PIB de los hogares básicamente no se modificó en el primer trimestre, reflejo del hecho de que la actividad económica general ha estado mostrando una recuperación cíclica más pronunciada que la renta de los hogares. Se estima que la carga por intereses de este sector siguió disminuyendo, aunque de forma bastante menos acusada que en trimestres anteriores, y que en el primer trimestre se situó en 2,2% de la renta disponible, frente al 2,3% del trimestre precedente. El leve aumento de la deuda de los hogares en relación con la renta refleja el impacto de la reducción de los tipos de sus pagos de intereses.

Gráfico 39 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La deuda de los hogares comprende el total de préstamos a los hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. Los pagos de intereses no incluyen todos los costes financieros de los hogares, ya que excluyen las comisiones por servicios financieros. Los datos del último trimestre que se muestra se han estimado en parte.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,6% en mayo de 2010, frente al 1,5% de abril. El aumento de la inflación observado en los últimos meses refleja, en gran medida, la subida de los precios de la energía. De cara al futuro se espera que las tasas de inflación se mantengan, en general, en una senda moderada. Las presiones al alza sobre los precios de las materias primas podrían persistir, mientras que las presiones sobre los precios internos se mantendrían en niveles reducidos. Esta valoración está en línea con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2010 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 1,4% y el 1,6% en 2010 y entre el 1% y el 2,2% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2010 elaboradas por los expertos del BCE, los intervalos se han ajustado ligeramente al alza, resultado, principalmente, del aumento de los precios de las materias primas en la zona del euro. Las previsiones de organismos internacionales actualmente disponibles reflejan una situación generalmente similar. Los riesgos para estas perspectivas a medio plazo están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,6% en mayo de 2010, frente al 1,5% de abril (véase cuadro 6). Desde una perspectiva a más largo plazo, en los dos últimos años la tasa de inflación interanual medida por el IAPC ha experimentado fuertes fluctuaciones, que se han traducido en un descenso constante entre mediados de 2008 y mediados de 2009, como consecuencia de la caída de los precios de los alimentos y la energía, hasta alcanzar un mínimo histórico del -0,6% en julio de 2009, antes de volver a valores positivos en noviembre del mismo año, como resultado de efectos de base. En los últimos meses se ha observado una elevación del índice, impulsada, básicamente, por la subida de los precios de la energía.

Por lo que se refiere a la evolución del IAPC por sectores, los datos más recientes muestran que la tasa de variación interanual del componente energético del índice aumentó hasta el 9,1% en abril, desde el 7,2% de marzo (véase gráfico 40). Desde una perspectiva a más largo plazo, la tasa de varia-

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2009 Dic	2010 Ene	2010 Feb	2010 Mar	2010 Abr	2010 May
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	3,3	0,3	0,9	1,0	0,9	1,4	1,5	1,6
Energía	10,3	-8,1	1,8	4,0	3,3	7,2	9,1	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	-1,6	-1,3	-1,2	-0,1	0,7	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,7	0,6	0,6	0,5	0,6	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	.
Servicios	2,6	2,0	1,6	1,4	1,3	1,6	1,2	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	6,1	-5,1	-2,9	-1,0	-0,4	0,9	2,8	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	51,6	54,0	54,5	59,1	64,0	61,6
Precios de las materias primas no energéticas	2,0	-18,5	19,2	27,3	25,4	34,5	51,9	51,9

Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

Nota: El índice de los precios de las materias primas no energéticas se ha ponderado de acuerdo con la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.

1) La inflación medida por el IAPC de mayo de 2010 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

ción interanual de los precios energéticos ha subido de forma continua desde el mínimo del -14,4% alcanzado en julio de 2009. El incremento observado desde ese mes fue consecuencia de las acusadas subidas de los precios del petróleo registradas desde el verano pasado y de los efectos de base positivos derivados de la fuerte caída de los precios del petróleo observada a finales de 2008. Dentro de los precios energéticos, cabe destacar que la tendencia al alza que mostraron durante este período fue resultado, en gran medida, de la elevación de los precios de partidas directamente relacionadas con la evolución de los precios del petróleo (combustibles líquidos para vehículos privados y calefacción doméstica), mientras que las tasas de variación interanual de subcomponentes energéticos no derivados del petróleo (como la electricidad y el gas) se mantuvieron más estables. En los últimos meses, el aumento de los márgenes del refino (medidos como la diferencia entre el precio de los productos del refino del petróleo y el precio del crudo) ha contribuido también a la tendencia al alza de los precios de la energía. Los últimos datos indican que los márgenes del refino se sitúan actualmente por encima de su media a largo plazo. De cara al futuro, basándose en los actuales futuros sobre precios del petróleo, se espera que la inflación en los precios de la energía se mantenga en un nivel elevado en lo que queda de 2010, con algunas ligeras contribuciones positivas de los efectos de base y de los impuestos indirectos.

Tras mantenerse en valores negativos durante siete meses, la tasa de variación interanual de los precios de todos los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) volvió a valores positivos en marzo, situándose en el 0,3%. La tendencia al alza continuó en abril, mes en el que los precios de los alimentos registraron una tasa de variación interanual del 0,7%. Los precios de los alimentos, junto con los precios de la energía, son dos de los componentes más volátiles de la cesta del IAPC. Así pues, aunque el componente de precios de los alimentos solo representa en torno al 20% de la cesta total del IAPC, puede contribuir de forma significativa a las fluctuaciones del IAPC general. En efecto, la caída de la inflación medida por el IAPC observada entre mediados de 2008 y mediados de 2009 puede atribuirse, en gran medida, a un pronunciado descenso de los precios de las materias primas alimentarias en los mercados internacionales durante el mismo período. En los meses de otoño de 2009, la tendencia a la baja de los precios de los alimentos se detuvo y desde entonces se ha producido cierta estabilización.

La evolución de los precios de los alimentos se analiza habitualmente considerando los alimentos elaborados y los alimentos no elaborados por separado. En los meses de otoño de 2009 y los cuatro primeros meses de 2010, las tasas de variación interanual de los componentes más importantes de alimentos elaborados, como el pan y los productos lácteos (leche, queso) y huevos, se mantuvieron en valores negativos, mientras que los componentes que se ven más afectados por los impuestos indirectos (tabaco, vino, cerveza y licores) ejercieron presiones al alza sobre los precios de los alimentos elaborados. El tabaco representa cerca de una cuarta parte del componente de alimentos elaborados y el aumento de los impuestos indirectos llevado a cabo el año pasado elevó la tasa de variación interanual del tabaco al 6,2% en abril, situándola por encima de la media del 5,4% registrada desde 1998.

Las tasas de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados mostraron también cierta estabilización a finales de 2009 y comienzos de 2010, aunque empezaron a subir en marzo y abril. Dos factores han contribuido a este repunte. En primer lugar, algunos componentes, como los precios de las legumbres y hortalizas, se ven afectados, en parte, por los costes del transporte, que se han elevado en los últimos meses, como resultado del aumento de los precios del petróleo. En segundo lugar, parte del repunte se debe también a los efectos de base derivados de la evolución de los precios de los alimentos no elaborados observada hace un año. En el recuadro 4 se analiza con más detalle la evolución reciente de los precios de los alimentos.

Recuadro 4

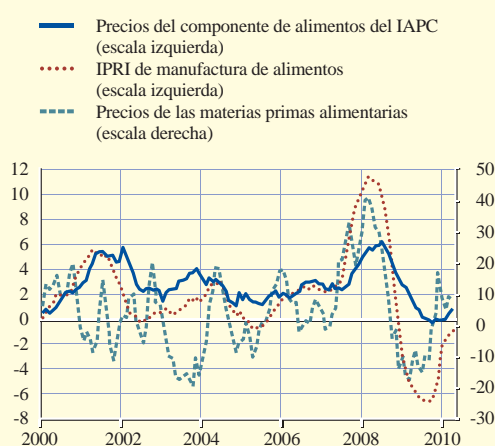
PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS AGRÍCOLAS Y DEL COMPONENTE DE ALIMENTOS DEL IAPC DE LA ZONA DEL EURO

Los alimentos representan en torno al 20% de la cesta de la compra de la zona del euro y los precios de los alimentos han sido los responsables, junto con los precios de la energía, de buena parte de la volatilidad de la inflación medida por el IAPC general registrada desde mediados de 2007. Por lo tanto, comprender su dinámica es muy importante para la formulación de la política monetaria. En este recuadro se describe la evolución reciente de los precios del componente de alimentos del IAPC y se analiza la transmisión de las perturbaciones de los precios de las materias primas a través de la cadena de producción de alimentos en la zona del euro.

En los últimos años, los precios de los alimentos han experimentado acusadas fluctuaciones en la zona del euro, tanto en términos de precios industriales como de precios de consumo (véase gráfico A). La inflación interanual en el componente de alimentos del IAPC se elevó considerablemente en el transcurso de 2007 y 2008, hasta alcanzar el 6,1% en julio de 2008, para descender, posteriormente, hasta situarse en un mínimo histórico, el -0,4%, en octubre de 2009 (según datos disponibles a partir de enero de 1991), antes de volver a subir hasta el 0,7% en abril de

Gráfico A Precios internacionales de las materias primas alimentarias, IPRI y precios del componente de alimentos del IAPC de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Componentes de alimentos no elaborados y elaborados del IAPC de la zona del euro y sus principales subcomponentes

(tasas de variación interanual)

	Ponderaciones del IAPC (%) 2010	2007	2008	2009	2009 Nov	2009 Dic	2010 Ene	2010 Feb	2010 Mar	2010 Abr
Alimentos	19,2	2,8	5,1	0,7	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,3	0,7
Alimentos no elaborados	7,3	3,0	3,5	0,2	-1,3	-1,6	-1,3	-1,2	-0,1	0,7
Carne	3,6	2,7	3,9	1,4	-0,2	-0,4	-0,7	-0,6	-0,6	-0,2
Pescado	1,1	2,8	2,9	-0,6	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	1,0	1,3
Frutas	1,1	3,4	6,2	-1,8	-2,9	-1,7	-2,1	-3,3	-3,1	-1,3
Legumbres y hortalizas	1,5	3,3	1,0	-0,3	-2,9	-4,8	-2,5	-1,3	2,4	4,0
Alimentos elaborados, excluido tabaco	9,5	0,5	1,6	2,3	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7
Pan y cereales	2,6	3,5	8,6	1,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5
Leche, queso y huevos	2,2	3,4	10,6	-2,8	-3,3	-2,9	-2,8	-2,6	-2,5	-2,4
Aceites y grasas	0,5	-1,7	6,4	-4,0	-3,5	-2,6	-2,0	-2,3	-1,9	-1,3
Azúcar, mermeladas, miel, chocolate y productos de confitería	1,0	1,1	4,4	1,6	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3
Productos alimenticios no clasificados en otras partes	0,5	0,7	4,1	2,1	0,6	0,3	-0,2	0,2	-0,2	-0,5
Tabaco	2,4	4,5	3,2	4,7	6,0	6,6	6,5	6,3	5,9	6,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El agregado de alimentos elaborados incluye también agua mineral, refrescos, zumos de fruta, legumbres y hortalizas, alcoholes y licores, vino y cerveza, que no figuran en este cuadro.

2010. Entre enero de 1998 y marzo de 2010, la tasa media de variación interanual de este componente fue del 2,4%. La mayor parte del ascenso y descenso de los precios del componente de alimentos del IAPC entre 2007 y 2009 se debió a las variaciones de los precios de los componentes con mayor dependencia de las materias primas, como la carne, el pan y los cereales, la leche, el queso y los huevos, y los aceites y las grasas. Sin embargo, la subida de los precios del componente de alimentos del IAPC observada en los últimos meses estuvo determinada, principalmente, por los precios estacionales del pescado y de las legumbres y hortalizas, probable reflejo, en este último caso, del efecto de las bajas temperaturas sobre los alimentos frescos (véase cuadro).

La cadena de producción de alimentos

Las pronunciadas oscilaciones registradas por los precios del componente de alimentos del IAPC desde mediados de 2007 se han atribuido, en gran medida, a las marcadas fluctuaciones de los precios de las materias primas alimentarias en los mercados internacionales y a su posterior transmisión a los precios de consumo de la zona del euro. En efecto, los precios de las materias primas alimentarias experimentaron fuertes subidas en los mercados internacionales entre principios de 2006 y mediados de 2008, antes de volver a descender como consecuencia de la crisis financiera mundial. Los constantes aumentos de los precios internacionales hicieron subir los precios en el mercado interior de la Unión Europea. Además, los precios de las materias primas no alimentarias se elevaron notablemente en los mercados internacionales entre 2007 y mediados de 2008, para luego caer bruscamente. Estas fluctuaciones pueden haber afectado indirectamente a los precios del componente de alimentos del IAPC a través de variaciones de otros costes de los bienes intermedios. Por ejemplo, el incremento de los precios de la energía puede haber elevado los costes de procesamiento, transporte y empaquetado. Los márgenes en distintas fases de la cadena de producción de alimentos pueden haberse ajustado también a la situación del ciclo económico.

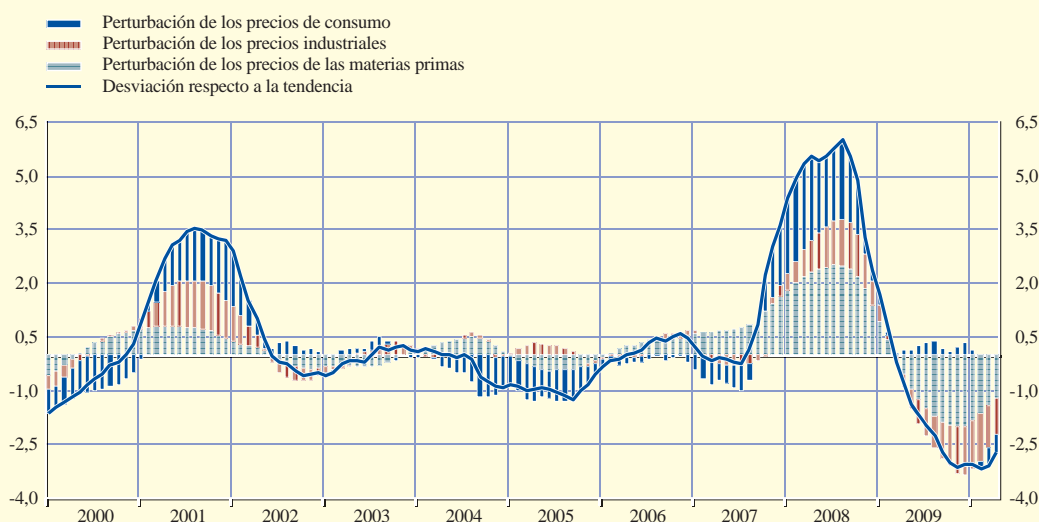
Puede utilizarse un simple análisis empírico para determinar en qué medida las perturbaciones de los precios de las materias primas alimentarias se transmiten a través de la cadena de producción de alimentos y cómo variaciones de los costes de los bienes intermedios en distintas fases del proceso de producción afectan a la evolución de los precios al por menor de los alimentos¹. Se utiliza una representación convencional de la cadena de producción de alimentos, en la que se relacionan los precios de las materias primas alimentarias con los precios industriales y los precios de consumo de los alimentos. En el análisis se incluyen determinados alimentos que representan cerca del 50% de la cesta del IAPC, y se excluyen alimentos estacionales, como las frutas y las legumbres y hortalizas, alimentos que dependen en escasa medida de las materias primas, como los refrescos, y alimentos cuyos precios dependen en gran medida de los impuestos indirectos, como el tabaco y las bebidas alcohólicas. Además, en lugar de utilizar los precios internacionales de las materias primas alimentarias, se utiliza una base de datos de precios de producción y del mercado interno de la Unión Europea.

En el gráfico B, la línea continua representa la desviación de los precios de algunos alimentos del IAPC respecto a la tendencia. Las barras muestran qué parte de la desviación puede atribuirse a perturbaciones en distintas fases de la cadena de producción de alimentos: perturbación de los precios de las materias primas, perturbación de los precios industriales (definida como una perturbación que

1 Formalmente, la desagregación se basa en un vector autorregresivo, utilizando la técnica contable propuesta por C.A. Sims, «Macroeconomics and reality», *Econometrica*, n.º. 48, pp. 1-48, 1980. Se utiliza un «enfoque de cadena de precios», según el cual los precios de las materias primas afectan a los precios industriales simultáneamente y, a su vez, estos afectan a los precios de consumo simultáneamente. Sin embargo, el proceso contrario requiere más tiempo. Véase G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez y L. Onorante, «Food price pass-through in the euro area: the role of asymmetries and non-linearities», *ECB Working Paper Series*, n.º. 1168, abril de 2010.

Gráfico B Desviación de los precios del componente de alimentos del IAPC respecto a la tendencia y contribuciones de las perturbaciones

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez y L. Onorante, «Food price pass-through in the euro area: the role of asymmetries and non-linearities», *ECB Working Paper Series*, n.º. 1168, abril de 2010.

Nota: Desagregación histórica de la desviación de algunos alimentos del IAPC respecto a la tendencia, utilizando la técnica contable de C.A. Sims, 1980.

causa variaciones en los precios industriales, además de la transmisión de la perturbación de los precios de las materias primas, por ejemplo, a través de variaciones de los márgenes y de otros costes de los bienes intermedios que afectan a los precios industriales) y perturbación de los precios de consumo (también definida como una perturbación que causa variaciones en los precios de consumo, además de la transmisión de las perturbaciones de los precios de las materias primas y de los precios industriales, por ejemplo, a través de variaciones de los márgenes y de otros costes de los bienes intermedios que afectan a los precios al por menor). Según el análisis, el aumento de los precios de las materias primas alimentarias registrado en los mercados internacionales en 2006 ejerció presiones al alza sobre los precios al por menor de los alimentos en la zona del euro, como muestra la contribución positiva de la perturbación de los precios de las materias primas observada en ese período. Esta perturbación explica casi totalmente la moderada aceleración del crecimiento de los precios al por menor de los alimentos en el transcurso del año. En 2007, los precios de las materias primas siguieron subiendo, aunque parece que estas subidas no se transmitieron inmediatamente a los consumidores, sino que fueron absorbidas por otros componentes del precio final, como indican las contribuciones negativas de las perturbaciones de los precios industriales y de los precios de consumo. Por el contrario, hacia finales de 2007, y de forma creciente hasta el final del verano de 2008, las perturbaciones que afectaron al procesamiento y a la distribución de los alimentos generaron presiones al alza adicionales sobre los precios del componente de alimentos del IAPC y, según este modelo, cerca de la mitad de la desviación total de los precios de los alimentos considerados respecto a la tendencia se debió a la perturbación de los precios de las materias primas. Obviamente, hay que advertir que este análisis presenta ciertas limitaciones, concretamente el hecho de que las estimaciones se basan en un enfoque parcial y que pueden ser sensibles al orden de las perturbaciones exógenas a lo largo de la cadena de producción de alimentos. Con todo, cabe destacar que cerca de la mitad de la desviación de los precios del componente de alimentos del IAPC respecto a la tendencia observada en el período 2007-2008 no parece estar exclusivamente relacionada con perturbaciones de los precios de las materias primas.

De hecho, la correlación entre los distintos elementos que afectan a los precios de consumo a lo largo de la cadena de producción de alimentos ha suscitado frecuentemente cierta preocupación acerca de la falta de competencia en el sector alimentario. A este respecto, los resultados del análisis que se presentan de forma resumida en el gráfico B se corresponden con las conclusiones de un ejercicio de seguimiento del mercado realizado por la Comisión Europea tras la perturbación de los precios de los alimentos, para analizar el funcionamiento de la cadena de producción de alimentos en Europa². En el ejercicio participaron representantes de la industria alimentaria y de las autoridades nacionales de defensa de la competencia, con el mandato, entre otras cosas, de estudiar la estructura competitiva de la cadena de producción de alimentos en Europa y de identificar posibles problemas de competencia. El ejercicio mostró que, en muchos casos, existen tales problemas. La falta de transparencia de los mercados, las desigualdades en el poder de negociación y la competencia desleal han provocado distorsiones en el mercado, con efectos negativos sobre la competitividad de la cadena de producción de alimentos en su conjunto. De forma similar, las rigideces de los precios han afectado negativamente a la capacidad de ajuste y de innovación de todas las industrias a lo largo de la cadena de producción. Aunque existen diferencias significativas entre los distintos países, en varios de ellos será de capital importancia fomentar la competencia en este relevante segmento de mercado para contener en el futuro las presiones inflacionistas derivadas de la falta de eficiencia de los mercados y de los efectos de segunda vuelta.

2 Véase la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones titulada «A better functioning food supply chain in Europe», en http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication16061_en.pdf, octubre de 2009.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC ha seguido una trayectoria gradualmente descendente en el último año y medio. La observación más reciente correspondiente a abril mostró que la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, aumentó un 0,8%, situándose 0,2 puntos porcentuales por debajo del dato de marzo. Por lo que se refiere a este agregado, hay que tener en cuenta dos aspectos importantes. En primer lugar, a lo largo de todo el período que se caracterizó por una tendencia descendente a partir de finales de 2008, esta medida de la «inflación subyacente» ha mostrado una menor volatilidad que el agregado del IAPC. En segundo lugar, mientras que la tasa de variación interanual del IAPC general ha aumentado gradualmente después del período de desinflación registrado en el verano y otoño de 2009, la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, ha seguido cayendo. El IAPC, excluidos los alimentos y la energía, refleja la evolución de los precios de sus dos componentes, los bienes industriales no energéticos y los servicios, que vienen determinados, principalmente, por factores internos, como los salarios y los márgenes. Según los datos más recientes de abril, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,2%, frente al 0,1% de marzo. Las reducidas cifras de los últimos meses confirman la tendencia moderada que este componente ha venido mostrando desde 2008. Haciendo abstracción de la volatilidad originada por factores coyunturales, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó, en promedio en los cuatro primeros meses de 2010, en el 0,1%, frente a la media del 0,6% observada en 2009. Puede considerarse que el principal factor determinante de esta evolución fue la debilidad de la demanda de consumo.

Los bienes industriales no energéticos pueden desglosarse en tres subcomponentes: bienes de consumo no duradero (suministro de agua, productos farmacéuticos, periódicos, etc.), semiduradero (materiales de artículos de vestir, textiles, libros, etc.) y duradero (automóviles, muebles, aparatos electrónicos, etc.). El nuevo descenso de la inflación en los bienes industriales no energéticos registrado en los cuatro

primeros meses de 2010 se debió, principalmente, a la menor contribución de los bienes de consumo no duradero y semiduradero. Los últimos datos de precios de los bienes de consumo no duradero muestran tendencias a la baja similares en la mayoría de las partidas, probable reflejo de la debilidad de la demanda. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo semiduradero disminuyó también en los primeros meses de 2010, como consecuencia, especialmente, de las rebajas de invierno de los precios de los artículos de vestir y del calzado, lo que puede relacionarse, en parte, con la atonía de la demanda.

Al mismo tiempo, la contribución negativa de los precios de los bienes de consumo duradero a la inflación en los bienes industriales no energéticos se ha mantenido prácticamente estable en 2010, aunque la tasa de variación interanual de este componente parece haber dejado atrás los niveles mínimos alcanzados en septiembre de 2009. Ello es reflejo, en buena parte, del fin de los fuertes descuentos en los precios de los automóviles, y también de las menores caídas de los precios de algunos aparatos electrónicos para el hogar.

De cara al futuro, los indicadores adelantados de inflación en los bienes industriales no energéticos, como los precios industriales y los precios de importación de los bienes de consumo (en ambos casos, excluidos los alimentos y el tabaco) siguen sugiriendo la existencia de moderadas presiones latentes. No se espera que la demanda o la capacidad de fijación de precios de las empresas impulsen sensiblemente al alza los precios en un futuro próximo y, en un contexto de debilidad de los mercados de trabajo, las presiones salariales se mantendrán, probablemente, en niveles reducidos. Sin embargo, existen señales de incremento de las presiones externas sobre los precios, como consecuencia de las recientes variaciones de los tipos de cambio y del aumento de la inflación a escala mundial.

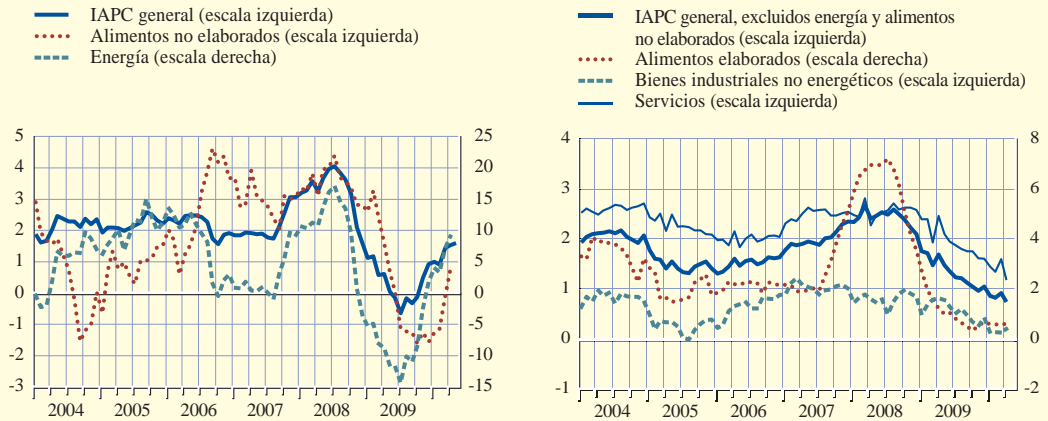
En abril, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios alcanzó un nuevo mínimo sin precedentes desde 1991, situándose en el 1,2%, frente al 1,6% de marzo. Parte de este fuerte descenso puede explicarse por un efecto de calendario debido al cambio de fechas de la Semana Santa con respecto al año anterior. Sin embargo, incluso teniendo en cuenta el efecto de calendario, la inflación en los precios de los servicios se situó en abril en niveles muy bajos, en comparación con la observada en el período 1999-2000 y muy por debajo de la media del 2,2% registrada desde 1999.

Por lo que se refiere a la tendencia a largo plazo, la inflación en los precios de los servicios ha venido siguiendo una trayectoria descendente desde el otoño de 2008. La evolución moderada de los precios de los servicios durante este período puede explicarse por varios factores, como los efectos indirectos de la reducción de los precios de las materias primas, la debilidad de la demanda y la disminución de las presiones salariales. El descenso de la inflación en los precios de los servicios se ha producido de forma generalizada en todos los subcomponentes. Las caídas más pronunciadas se han registrado en los servicios no esenciales o de ocio, como las vacaciones organizadas, los restaurantes y el alojamiento. Por otro lado, contrariamente a lo que ocurrió con los demás principales sub-componentes, la inflación en los precios de los servicios de comunicación siguió una trayectoria ascendente (aunque se mantuvo en valores negativos), elevándose desde el -2,6% de septiembre de 2008 hasta el -0,6% de abril de 2010.

De cara al futuro, se espera que la inflación en los precios de los servicios se mantenga en niveles moderados, debido a las reducidas presiones salariales y a la debilidad de la demanda de consumo. Sin embargo, el componente de servicios de transporte podría generar ciertas presiones al alza sobre los precios de los servicios, como resultado de los efectos retardados del aumento de los precios del petróleo.

Gráfico 40 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



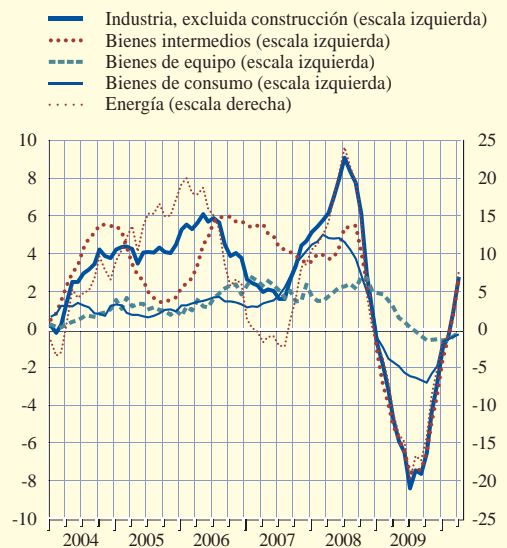
Fuente: Eurostat.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Los últimos datos disponibles sobre los precios industriales, excluida la construcción, señalan presiones al alza en la cadena de producción, dado que la tasa de variación interanual de estos precios aumentó hasta el 2,8% en abril, desde el 0,9% de marzo (véase gráfico 41). Los precios industriales han ido subiendo gradualmente desde el mínimo del -8,4% alcanzado en julio de 2009. En marzo de 2010, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se situó en valores positivos. La tendencia al alza observada desde el pasado verano estuvo determinada, principalmente, por los componentes de energía y de bienes intermedios, reflejo de la combinación de efectos de base al alza derivados de la caída de los precios mundiales del crudo registrada a finales de 2008 y principios de 2009 y de la evolución reciente de estos precios. Al mismo tiempo, las tasas de variación interanual de los demás componentes de los precios industriales se han mantenido más estables, aunque en niveles muy bajos, debido a los reducidos costes de los bienes intermedios y a la debilidad de la demanda de productos industriales. El componente que ha mostrado una correlación histórica más estrecha con la evolución a corto plazo del IAPC es el de bienes de consumo, excluidos el tabaco y los alimentos, que experimentó también un aumento a finales de 2009 y en los cuatro primeros meses de 2010. Sin embargo, pese a su tendencia al alza la tasa de variación interanual de este componente

Gráfico 41 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

siguió siendo negativa en abril, mes en el que se situó en el $-0,3\%$.

Los datos de precios de mayo del índice de directores de compras se mantuvieron en general estables, en comparación con los datos de abril (véase gráfico 42). Un valor del índice superior a 50 indica un aumento de los precios y un valor inferior a 50 indica un descenso de los mismos. En el sector manufacturero, los índices de precios de los bienes intermedios y de precios cobrados experimentaron escasas variaciones en mayo. En el sector servicios, los precios de los bienes intermedios bajaron ligeramente, reflejo, principalmente, de la moderación salarial. Los precios cobrados en el sector servicios se mantuvieron por debajo de 50, señalando un descenso de los mismos. Desde una perspectiva a más largo plazo, en general todos los índices han subido de forma constante desde el segundo trimestre de 2009. Los niveles ligeramente más altos de los precios de los bienes intermedios, en comparación con los de los precios de producción, sugieren que las empresas siguen teniendo ciertas dificultades en trasladar el incremento de los precios de los bienes intermedios a los consumidores.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores más recientes de los mercados de trabajo muestran que persistió la moderación de los costes laborales en el cuarto trimestre de 2009, confirmando la tendencia iniciada a finales de 2008 (véanse gráfico 43 y cuadro 7).

La evolución de los distintos indicadores se ve afectada de forma significativa por variaciones de las horas trabajadas. En marzo de 2010, Eurostat publicó por primera vez datos de horas trabajadas, lo que permite calcular la remuneración por hora. Como resultado de los planes de reducción de las horas de trabajo implantados en varios países de la zona del euro, los datos publicados mostraron una fuerte disminución de las tasas de crecimiento interanual de las horas trabajadas por persona a finales de 2008 y principios de 2009. Durante este período, también se redujo la remuneración, aunque proporcionalmente menos, lo que dio lugar a

Gráfico 42 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)

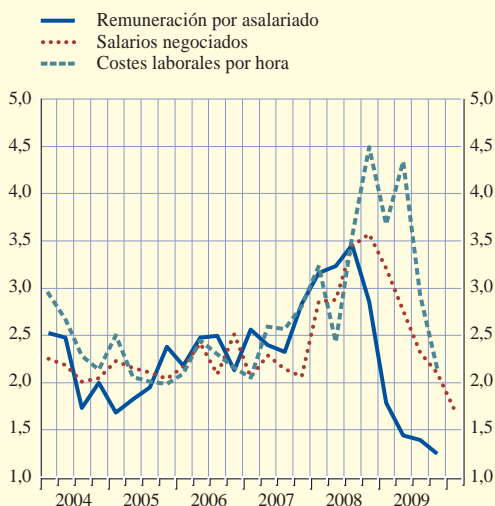


Fuente: Markit.

Nota: Un valor del índice superior a 50 indica un aumento de los precios, mientras que un valor inferior a 50 señala una disminución de los mismos.

Gráfico 43 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I
Salarios negociados	3,2	2,6	3,2	2,8	2,3	2,1	1,7
Costes laborales totales por hora	3,5	3,3	3,6	4,3	3,0	2,2	.
Remuneración por asalariado	3,2	1,5	1,8	1,4	1,4	1,2	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	-0,2	-2,3	-3,9	-3,1	-2,0	0,0	.
Costes laborales unitarios	3,4	3,8	5,9	4,7	3,4	1,3	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

una marcada disociación entre distintos indicadores de costes laborales. En el segundo semestre de 2009, prosiguió el descenso de la tasa de crecimiento interanual de las horas trabajadas, aunque a un ritmo más lento. La evolución a corto plazo, medida por las tasas de crecimiento intertrimestral, mostró que las horas trabajadas en la zona del euro aumentaron un 0,2% en el cuarto trimestre de 2009.

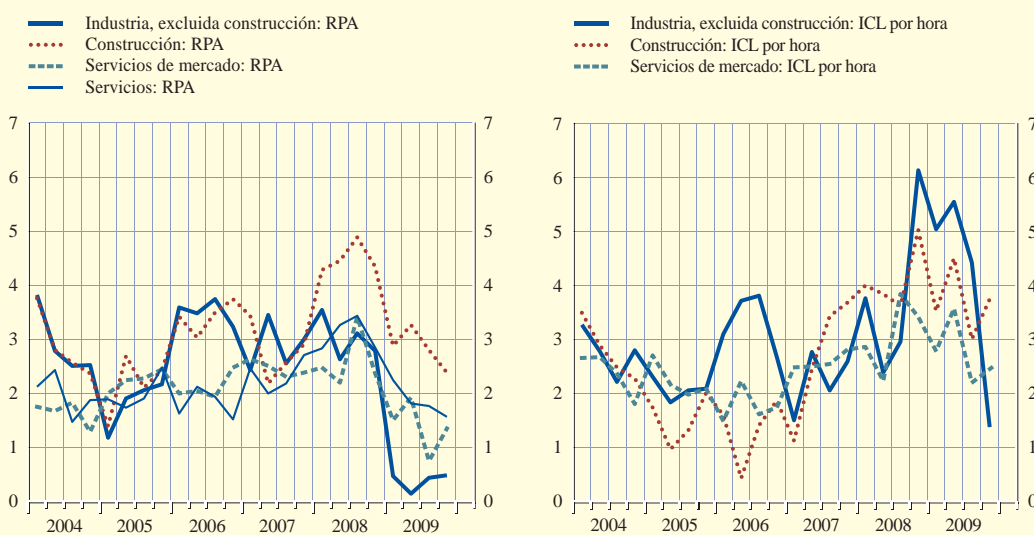
La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro, el único indicador de costes laborales actualmente disponible para el primer trimestre de 2010, disminuyó al 1,7% en ese trimestre, desde el 2,1% del trimestre anterior. Esta reducción confirma que el crecimiento de los salarios negociados en la zona del euro mantiene la trayectoria descendente observada desde el comienzo de 2009. La tasa de crecimiento interanual registrada en el primer trimestre es la más baja desde el inicio de la serie en 1991. De cara al futuro, es probable que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados descienda aún más en los próximos trimestres, a medida que los contratos más antiguos vayan siendo sustituidos gradualmente por contratos nuevos, con aumentos salariales más reducidos tanto en el sector privado como en el público.

La moderación salarial se observa también en la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro, que disminuyó al 1,2% en el cuarto trimestre de 2009, desde el 1,4% del trimestre precedente. El desglose por sectores muestra que el descenso del crecimiento de la remuneración por asalariado en el cuarto trimestre de 2009 estuvo determinado, en gran medida, por la evolución del sector de la construcción (véase gráfico 44). Entre el cuarto trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2009, el crecimiento de la remuneración por asalariado descendió 1,7 puntos porcentuales. Durante el mismo período, el crecimiento de los salarios negociados disminuyó algo menos, 1,5 puntos porcentuales. Ello indica que se produjo una ligera deriva salarial negativa durante ese período, ya que, debido a la crisis económica, las empresas ajustaron los aumentos salariales a la baja, recortando los componentes flexibles de los salarios.

En el último trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro disminuyó de forma significativa, hasta el 2,2%, desde el 3% del tercer trimestre. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales se sitúa ahora en un nivel próximo a los mínimos históricos observados en 2005 y refleja una acusada reducción de la tasa de descenso de las horas trabajadas por asalariado. El desglose por sectores muestra que la desaceleración de las tasas de crecimiento interanual entre el tercer y el cuarto trimestres estuvo totalmente determinada por la evolución del sector industrial, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó en la construcción y los servicios de mercado. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora se elevó un 1,4% en la industria, frente a un 3,7% en la construcción y un 2,4% en los servicios de mercado.

Gráfico 44 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

Tras registrar un mínimo histórico en el primer trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de la productividad de la zona del euro fue mejorando constantemente en los trimestres siguientes, reflejo del ajuste retardado del empleo al crecimiento del producto. En el cuarto trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de la productividad por asalariado se mantuvo estable, en comparación con el descenso del 2% observado en el tercer trimestre del año. La mejora de la productividad, unida a la desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, contribuyó a reducir la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios, que bajó desde el 3,4% del tercer trimestre de 2009, hasta el 1,3% del cuarto trimestre.

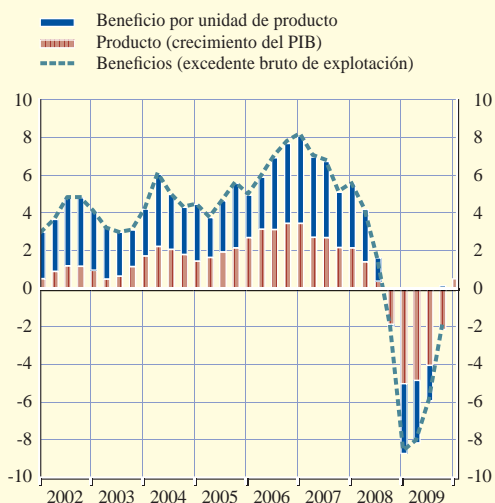
De cara al futuro, cabe esperar que las nuevas caídas previstas del empleo, unidas a la mejora gradual de la actividad económica, impulsen el retorno del crecimiento interanual de la productividad a valores positivos en el transcurso de 2010. Esta recuperación de la productividad, asociada a un moderado crecimiento de la remuneración por asalariado, debería contribuir también a reducir el crecimiento de los costes laborales unitarios de las empresas de la zona del euro a lo largo de 2010.

3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

En el cuarto trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios empresariales de la zona del euro disminuyó un 2%, con lo que su ritmo de contracción siguió reduciéndose, en comparación con los tres primeros trimestres de 2009. Este descenso fue consecuencia de la caída de la actividad económica (volumen) y del ligero aumento del margen por unidad de producto (véase gráfico 45). Los beneficios por unidad de producto se han estabilizado, como resultado, fundamentalmente, de la moderación del crecimiento de los costes laborales unitarios. No obstante, los beneficios disminuyeron a una tasa histórica en 2009 (más del 6%), en comparación con 2008, impulsados a la baja, principalmente,

Gráfico 45 Detalle del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto en la zona del euro

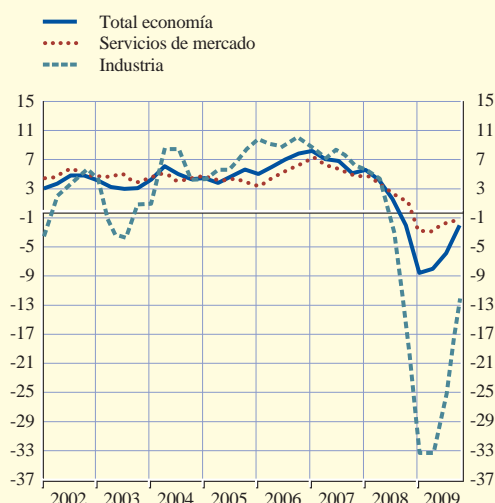
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 46 Evolución de los beneficios en la zona del euro por principales ramas de actividad

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

por el fuerte crecimiento de los costes laborales unitarios derivado del nivel relativamente elevado de los salarios y por las políticas de acumulación de trabajo implantadas por las empresas de la zona del euro durante la reciente recesión.

Por lo que se refiere a la evolución observada en las principales ramas de actividad (industria y servicios de mercado), los datos disponibles indican que la contracción de los beneficios fue particularmente pronunciada en la industria, sector en el que se registró, en el último trimestre de 2009, un descenso interanual próximo al 13%, lo que representa, sin embargo, una considerable disminución del deterioro, en comparación con el descenso superior al 25% observado en el tercer trimestre (véase gráfico 46). Esta reducción muy acusada registrada en la industria es reflejo de la mayor contracción de la actividad en esta rama y del mayor aumento de los costes laborales unitarios. El crecimiento de los beneficios en la industria tiende a elevarse más en las fases expansivas del ciclo y a reducirse más en las fases contractivas. La última vez que se había observado una caída interanual de los beneficios en la industria fue a mediados de 2003. Por el contrario, el descenso interanual de los beneficios en los servicios de mercado, que comenzó en el primer trimestre de 2009 y continuó en el cuarto trimestre, fue la primera caída registrada desde el inicio de la serie en 1996.

De cara al futuro, la mejora de la demanda y el esperado aumento cíclico de la productividad en el contexto de la debilidad del mercado de trabajo deberían contribuir a la recuperación de los beneficios con respecto a los niveles mínimos que habían alcanzado. Sin embargo, debido a la profundidad de la recesión de 2008-2009 y a la contracción sin precedentes de la demanda agregada durante este período, las perspectivas a corto plazo para esta variable son muy inciertas. Véase también el recuadro titulado «Evolución de los beneficios y su comportamiento después de períodos de recesión», en el Boletín Mensual de abril de 2010.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Se espera que la inflación medida por el IAPC permanezca en una senda moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Las presiones al alza sobre los precios de las materias primas podrían persistir, mientras que las presiones sobre los precios internos se mantendrían en niveles reducidos.

Esta valoración está en línea con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2010 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 1,4% y el 1,6% en 2010 y entre el 1% y el 2,2% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2010 elaboradas por los expertos del BCE, los intervalos se han ajustado ligeramente al alza, resultado, principalmente, del aumento de los precios de las materias primas en la zona del euro. Las previsiones de organismos internacionales actualmente disponibles reflejan una situación generalmente similar.

Los riesgos para estas perspectivas a medio plazo están, en general, equilibrados. Los riesgos alcistas están relacionados, en particular, con la evolución de los precios de las materias primas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Al mismo tiempo, los riesgos relacionados con la evolución de los precios y costes internos son moderados.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica en la zona del euro ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009. El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, tras un incremento del 0,1% en el último trimestre de 2009. La actividad económica en la zona se ha beneficiado de la actual recuperación de la economía mundial y de un repunte de las existencias. Aunque las adversas condiciones meteorológicas, en particular, frenaron el crecimiento en la primera parte de 2010, los últimos indicadores económicos sugieren que el crecimiento fue algo más intenso en la primavera. De cara al futuro, se espera que el PIB real siga creciendo durante un tiempo a un ritmo moderado y desigual en todas las economías y sectores de la zona del euro. La recuperación en curso a escala mundial, y su efecto sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro, así como la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, deberían respaldar a la economía de la zona del euro. No obstante, se prevé que la recuperación se vea frenada por el actual proceso de ajuste de los balances que está teniendo lugar en varios sectores y por las débiles perspectivas de los mercados de trabajo.

Este análisis también es acorde con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2010, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 0,7% y el 1,3% en 2010 y entre el 0,2% y el 2,2% en 2011. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2010, el intervalo correspondiente al crecimiento del PIB real de este año se ha revisado ligeramente al alza, como consecuencia del efecto positivo derivado del aumento de la actividad a escala mundial en el corto plazo, mientras que el intervalo se ha revisado levemente a la baja para 2011, con el fin de reflejar principalmente las perspectivas de la demanda interna. Los riesgos para las perspectivas económicas se mantienen prácticamente equilibrados, en un clima de incertidumbre inusualmente elevada.

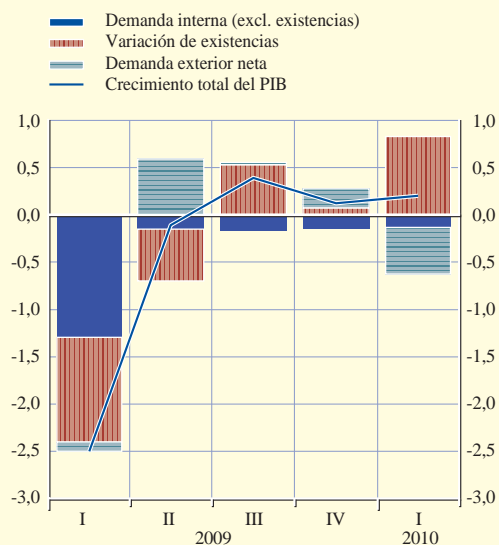
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

La actividad económica en la zona del euro ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009, tras haberse contraído entre el segundo trimestre de 2008 y el mismo trimestre de 2009. Según la primera estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro creció un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, tras haber aumentado un 0,1% en el último trimestre de 2009 (cuyo crecimiento nulo fue revisado al alza) y un 0,4% en el tercer trimestre (véase gráfico 47). Esta evolución ha confirmado las expectativas de que la recuperación económica de la zona del euro sería moderada y seguiría una senda desigual. Los indicadores disponibles sugieren que se ha podido producir un nuevo y ligero fortalecimiento del crecimiento del PIB durante la primavera de 2010.

La tasa de crecimiento del PIB real en el primer trimestre 2010 reflejó una importante contribución positiva de la variación de existencias, que se

Gráfico 47 Crecimiento del PIB real y contribuciones

(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

cifró en 0,8 puntos porcentuales, así como el dinámico crecimiento de las exportaciones, favorecido por la acusada recuperación de la economía mundial. Por el contrario, la aportación de la demanda interna, excluida la variación de existencias, fue negativa en 0,1 puntos porcentuales, debido principalmente al pronunciado descenso de la inversión, que se vio afectada por las adversas condiciones meteorológicas. Como las importaciones mostraron un aumento más marcado que las exportaciones, la contribución de la demanda exterior neta fue de -0,5 puntos porcentuales.

CONSUMO PRIVADO

Si bien la actividad económica en la zona del euro ha empezado a recuperarse, el consumo privado ha mantenido su debilidad tras las notables contracciones registradas durante el punto más bajo de la última recesión económica a finales de 2008 y comienzos de 2009. El consumo privado se redujo un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, después de aumentar un 0,2% en el cuarto trimestre de 2009 (cifra revisada al alza en 0,2 puntos porcentuales) y descender un 0,2% en el tercer trimestre. Los indicadores más recientes sugieren que el gasto en consumo ha mantenido su debilidad en la primavera de 2010.

Una serie de factores ha contribuido a la persistente falta de dinamismo del consumo observada en los últimos trimestres. El determinante fundamental ha sido la debilidad de la renta real disponible de los hogares. Por un lado, esta variable ha estado respaldada por el crecimiento registrado en la remuneración nominal (véase sección 3.3), la cual, pese a desacelerarse en 2009 y comienzos de 2010, continuó registrando tasas relativamente elevadas, si se considera, en primer lugar, la gravedad de la recesión económica y, en segundo lugar, el moderado ritmo de la recuperación. Además, los bajos niveles de la inflación medida por el IAPC registrados en 2009 y comienzos de 2010 sostuvieron el crecimiento de la renta en términos reales. Por otro lado, la caída del empleo ha moderado las rentas del trabajo y, por lo tanto, el consumo. Asimismo, el gasto en consumo se ha retraído debido a la incertidumbre en torno a las perspectivas de empleo, la caída de los precios de los inmuebles residenciales (véase el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo de 2010) y las pérdidas de riqueza financiera acumuladas. Por otra parte, la demanda de crédito al consumo se ha estancado en los últimos trimestres y las condiciones para la concesión de este tipo de créditos, que se endurecieron sustancialmente durante la recesión económica, se han endurecido aún más en los últimos trimestres, aunque a un ritmo más lento (véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2010», en el Boletín Mensual de mayo de 2010). En este contexto, la tasa de ahorro de los hogares se ha elevado de forma pronunciada en los últimos 12 meses, probablemente, y en gran medida, debido al ahorro realizado por motivos de precaución, como consecuencia de la mayor incertidumbre causada por la recesión económica. Según las cuentas integradas de la zona del euro, la tasa de ahorro de los hogares se situó en el 15,1%, en cifras desestacionalizadas, en el último trimestre de 2009, 0,7 puntos porcentuales por encima del nivel observado un año antes. No obstante, esta tasa se encontraba ligeramente por debajo del 15,7%, el máximo alcanzado en el segundo y tercer trimestres de 2009.

La débil dinámica del consumo se ha visto reflejada en la evolución de las ventas del comercio al por menor, las matriculaciones de automóviles y la confianza de los consumidores. Las ventas al por menor aumentaron un 0,2%, en tasa intertrimestral, en los tres primeros meses de 2010, pero se redujeron un 1,2%, en tasa intermensual, en abril de 2010 (véase gráfico 48). Las matriculaciones de automóviles disminuyeron un 7,3%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del año, y un 12,1%, en tasa intermensual, en abril. Las ventas del comercio al por menor, incluidas las matriculaciones de automóviles, que en conjunto representan aproximadamente un 50% del consumo, se redujeron un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, mientras que este indicador se incrementó marginalmente

en el trimestre anterior, sustentado por el aumento de las ventas de automóviles. En abril de 2010, las ventas del comercio al por menor, incluidas las matriculaciones, disminuyeron un 2,3% con respecto al mes anterior.

La caída de las matriculaciones de automóviles en 2010 se explica por el efecto de la eliminación gradual de los incentivos fiscales ofrecidos a los consumidores en varios países de la zona del euro para que sustituyeran los vehículos antiguos por automóviles nuevos. Estas subvenciones sostuvieron las ventas de automóviles y, por lo tanto, el gasto en consumo en 2009, especialmente en el segundo trimestre cuando esta variable aumentó a una tasa intertrimestral del 13,5%. Sin embargo, a pesar de este apoyo, se mantuvieron por debajo de la media correspondiente a los años 2000-2007 y, en los cuatro primeros meses de 2010, cayeron por debajo de la media registrada en 2008, año en que las matriculaciones de automóviles disminuyeron de forma considerable. Esta evolución indica que las subvenciones públicas para la adquisición de automóviles únicamente han ejercido un efecto transitorio sobre el consumo, haciendo que algunos consumidores adelantaran a 2009 las compras de este bien duradero concreto previstas para una fecha futura.

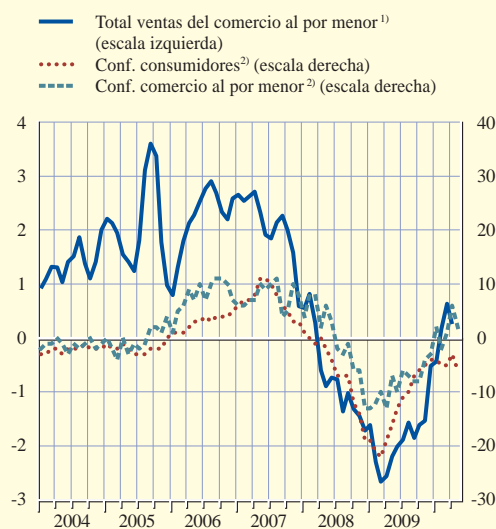
La confianza de los consumidores, favorecida por la mejora registrada en la valoración de la situación económica general y en las perspectivas de empleo, mostró una tendencia al alza en 2009. Esta tendencia se vio interrumpida en el primer trimestre de 2010, cuando la confianza de los consumidores se mantuvo en el nivel observado en el último trimestre de 2009. Posteriormente, la confianza de los consumidores cayó en mayo, revirtiéndose el aumento registrado en abril y situándola de nuevo en el nivel registrado en octubre de 2009, que está por debajo de su media de largo plazo para el período que comienza en 1985. Aunque la confianza de los consumidores ha resultado ser un indicador relativamente inadecuado de las variaciones intertrimestrales registradas en el consumo de la zona del euro, ha proporcionado, sin embargo, una indicación razonablemente buena de las tendencias del consumo. En general, las últimas fluctuaciones, en un entorno de recrudescimiento de las tensiones en los mercados financieros, señalan que existe actualmente cierta incertidumbre sobre la fortaleza y la sostenibilidad de la recuperación económica entre los consumidores de la zona del euro e indican que es probable que el crecimiento del consumo mantenga su debilidad en el corto plazo.

INVERSIÓN

La tendencia de la inversión sigue siendo también muy endeble. En el primer trimestre de 2010, la formación bruta de capital cayó, en términos intertrimestrales, un 1,1%, tras un descenso del 1,3% en el último trimestre de 2009. La inversión ha continuado contrayéndose desde el segundo trimestre de 2008, como consecuencia de la atonía de la demanda, de la reducida utilización de la capacidad productiva, del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito y de la escasa confianza empresarial.

Gráfico 48 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.
Nota: A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables. Excluido el combustible.
2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

Esta variable cayó de una manera especialmente acusada en el último trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009, reduciéndose más del 4% y del 5%, respectivamente, en tasas intertrimestrales. En vista de estas caídas, los recientes descensos de la inversión pueden considerarse una mejora.

La actual debilidad de la inversión en construcción, que incluye los inmuebles residenciales y comerciales y que representa casi la mitad de la inversión total, se ha visto muy influida por la evolución de los mercados de inmuebles. La tímida evolución del precio de los inmuebles ha frenado la inversión en construcción, pues ha hecho que la inversión residencial sea menos atractiva. El crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales se ha desacelerado de forma continuada en los últimos años y se ha contraído en 2009. Los países que habían registrado una mayor subida de los precios de la vivienda en el periodo transcurrido hasta 2005 han mostrado las correcciones de precios más pronunciadas (para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo de 2010). En el contexto de esta evolución de los precios de la vivienda, así como del exceso de capacidad en algunos países y de las restricciones de financiación, el crecimiento de la inversión en construcción ha sido negativo desde el segundo trimestre de 2008. Las adversas condiciones meteorológicas registradas en muchos países de la zona del euro durante el pasado invierno han contribuido a que se produzca una nueva reducción de la actividad constructora a comienzos de 2010.

De cara al futuro, la concesión de licencias de obra —que se considera un indicador adelantado de la inversión en vivienda— sugiere que la contracción del mercado de la vivienda continuará en los próximos meses, ya que el número de licencias concedidas siguió cayendo en el último trimestre de 2009. No obstante, cabe esperar una reducción gradual en el ritmo de contracción, puesto que esta caída fue menor que el descenso observado en el trimestre anteriores. Además, es de prever que el impacto negativo sobre la construcción atribuible a las condiciones meteorológicas inusualmente adversas de este invierno quede contrarrestado en los meses siguientes. Esta expectativa se basa en datos que muestran que la producción de la construcción repuntó marcadamente en marzo. Asimismo, los préstamos para compra de vivienda crecieron ligeramente en el último trimestre de 2009, y a un ritmo más fuerte en el primer trimestre de 2010.

La inversión, excluida la construcción, que se compone principalmente de activos destinados a la producción de bienes y servicios, también se redujo de forma acusada en la reciente recesión, debido al descenso de la demanda, a la bajísima utilización de la capacidad productiva, al crecimiento negativo de los beneficios y al endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. No obstante, desde mediados de 2009, la inversión, excluida la construcción, ha disminuido a un ritmo mucho más lento, ya que ha decaído la intensidad de los factores que determinaron su acusado descenso. En el último trimestre de 2009, la inversión, excluida la construcción, se redujo un 0,7%, en tasa intertrimestral, en comparación con la tasa del -0,1% observada en el trimestre anterior.

En los próximos trimestres, se espera que la inversión, excluida la construcción, se fortalezca progresivamente, pues se prevé que la actividad económica general le sea propicia, aunque mantendrá su moderación, debido a las débiles perspectivas de crecimiento de la demanda interna, a la incertidumbre general, a la escasa rentabilidad y a la persistentemente elevada capacidad productiva sin utilizar. La tasa de utilización de la capacidad productiva se ha elevado recientemente desde el mínimo registrado a mediados de 2009, pero se mantiene en un nivel muy bajo y por debajo del alcanzado durante la recesión de comienzos de la década de los noventa. Es probable que este amplio margen de capacidad sin utilizar continúe obstaculizando el crecimiento del gasto de capital en el futuro próximo. Por el contrario, cabe la posibilidad de que el gasto de capital se vea sostenido por el coste de financiación, que sigue siendo

reducido, mientras que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito aplicados por los bancos se ha mantenido sin cambios desde el primer trimestre de 2010, tras haber descendido en los trimestres anteriores (para más información, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2010», en el Boletín Mensual de mayo de 2010).

CONSUMO PÚBLICO

En contraposición con otros componentes de la demanda interna, el crecimiento del consumo público fue positivo en el primer trimestre de 2010, tras un crecimiento nulo en el cuarto trimestre 2009. No obstante, se prevé que el apoyo de la demanda interna procedente del consumo público siga siendo moderado en lo que resta de 2010, como consecuencia de los esfuerzos de consolidación presupuestaria que se espera que se lleven a cabo en varios países de la zona del euro.

EXISTENCIAS

La variación de existencias ha contribuido positivamente a las tasas de crecimiento intertrimestrales del PIB desde mediados de 2009, mientras que esta misma variable había realizado importantes aportaciones negativas a la contracción del PIB de la zona del euro en el primer semestre 2009. Parece que las existencias han seguido el patrón cíclico habitual durante la pasada recesión y la recuperación actual. Cuando las empresas observaron una caída de la demanda intensa y posiblemente prolongada, redujeron sus existencias recortando su producción de forma drástica, ya que trataban de mantener una ratio óptima de existencias en relación con las ventas. El ritmo de desacumulación de existencias comenzó a desacelerarse en el tercer trimestre de 2009, con el fin de evitar una caída excesiva de la ratio, ya que las ventas comenzaron a crecer de nuevo.

En el primer trimestre 2010, la fase de desaceleración acelerada se detuvo, en previsión de un aumento de la demanda. Como consecuencia, las existencias realizaron una contribución positiva al crecimiento del PIB, de 0,8 puntos porcentuales, frente al 0,1 punto porcentual del trimestre anterior y a los 0,5 puntos porcentuales del tercer trimestre del 2009.

De cara al futuro, tanto las encuestas como la evidencia anecdótica indican que se percibe que el nivel de existencias es reducido. Aunque muchas empresas han señalado que no pretenden reponer las existencias hasta alcanzar los niveles existentes anteriormente, la variación de existencias puede realizar una nueva contribución positiva al crecimiento del PIB de la zona del euro en el segundo o tercer trimestre de 2010. Sin embargo, la magnitud de esta contribución es incierta, ya que depende de cómo evolucione la demanda y hasta qué punto las empresas revisen sus expectativas relativas a las perspectivas futuras.

COMERCIO

El comercio de la zona del euro siguió creciendo en el primer trimestre de 2010, impulsado por la recuperación de la economía mundial y por el aumento moderado de la actividad económica en la zona del euro. El crecimiento intertrimestral de las importaciones en los tres primeros meses del año fue considerablemente más intenso que el de las exportaciones; como consecuencia, la demanda exterior neta realizó una contribución negativa al crecimiento del PIB en el primer trimestre 2010, de 0,5 puntos porcentuales, mientras que en el trimestre anterior había respaldado el crecimiento del PIB.

Tras la fuerte contracción observada en torno a finales de 2008 y comienzos de 2009, y un nuevo descenso, aunque más moderado, en el segundo trimestre del mismo año, las importaciones y las exportaciones han aumentado, en términos trimestrales, desde mediados de 2009. Este repunte ha sido generalizado en las principales categorías de productos. En concreto, las importaciones y las exportaciones de

bienes intermedios, que fueron las principales impulsoras del descenso anterior observado en los flujos comerciales, mostraron un considerable incremento. La recuperación del comercio se aceleró en el primer trimestre de 2010, y las exportaciones crecieron un 2,5%, en tasa intertrimestral, frente a la tasa de crecimiento del 1,7% en el último trimestre de 2009. Las importaciones crecieron a un ritmo mucho más rápido, del 4%, en comparación con el 1,2% del cuarto trimestre de 2009, influidas por la recuperación de la zona del euro y por la creciente demanda de exportaciones, que tienen un contenido de importaciones sustancial.

De cara al futuro, es probable que el crecimiento de la economía mundial —y de los mercados emergentes, en particular—, junto con la expansión del comercio internacional, dé lugar a nuevos incrementos de la demanda de productos de la zona del euro, que debería beneficiarse, asimismo, de la reciente depreciación del euro. Por el contrario, como se prevé que la recuperación de la zona del euro sea moderada y menos dinámica que el repunte de la actividad económica mundial, el crecimiento de las importaciones podría resultar ser ligeramente más lento que el crecimiento de las exportaciones. Como resultado, cabe la posibilidad de que la demanda exterior neta realice contribuciones positivas al crecimiento del PIB de la zona del euro en los próximos trimestres.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Desde una perspectiva de valor añadido, la recuperación de la zona del euro no ha sido generalizada en todos los sectores, sino que ha estado impulsada fundamentalmente por el sector industrial. La rama de servicios registró un tímido crecimiento en el último trimestre de 2009 y en el primero de 2010, mientras que la construcción siguió contrayéndose. En el primer trimestre de 2010, el valor añadido total aumentó un 0,5%, debido principalmente al buen comportamiento de la industria, excluida la construcción. La diferencia entre la tasa de crecimiento del PIB y la tasa de crecimiento del valor añadido es atribuible fundamentalmente a que en la primera se han incluido los impuestos menos las subvenciones a los productos, que descendieron un 2,3%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010. Los datos procedentes de las encuestas sugieren un nuevo aumento del valor añadido en el segundo trimestre de 2010.

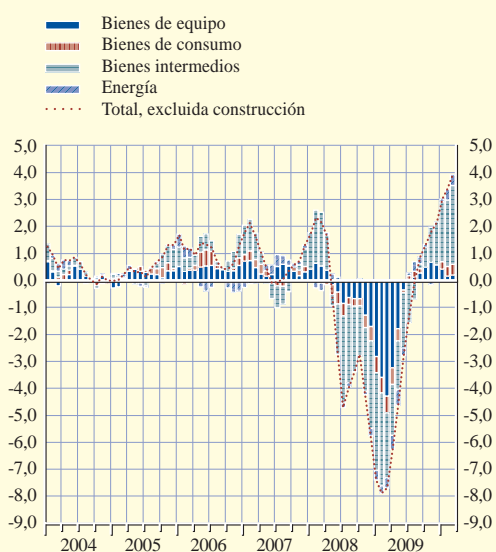
La situación del mercado de trabajo ha seguido deteriorándose en la zona del euro (véase el apartado sobre mercado de trabajo). El empleo se contrajo un 0,3% en el último trimestre de 2009, mientras que la tasa de paro alcanzó el 10,1% en abril de 2010.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

La actividad industrial ha sido el principal determinante del aumento del valor añadido total de la zona del euro desde el inicio de la recuperación a mediados de 2009. El valor añadido de la industria (excluida la construcción) creció un 2,2% en el primer trimestre de 2010, tras un aumento del 0,3% en el cuarto trimestre de 2009 y del 2,1% en el tercer trimestre. El incremento de la producción industrial en el primer trimestre de 2010, cifrado en el 3,8%, fue incluso más fuerte que el del valor añadido de la industria (véase gráfico 49). La discrepancia relativamente importante que se aprecia en la evolución de los dos indicadores en los tres primeros meses del año podría estar relacionada principalmente con diferencias en el ajuste estacional, pues, actualmente, los datos desestacionalizados están sometidos a una incertidumbre relativamente, como consecuencia de las importantes variaciones observadas en los datos durante la recesión económica y la recuperación posterior. Si se consideran las principales ramas de actividad, la producción aumentó, en particular, en la de bienes intermedios, aunque la producción también avanzó ligeramente en la rama de bienes de equipo y en la de bienes de consumo. Este patrón

Gráfico 49 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

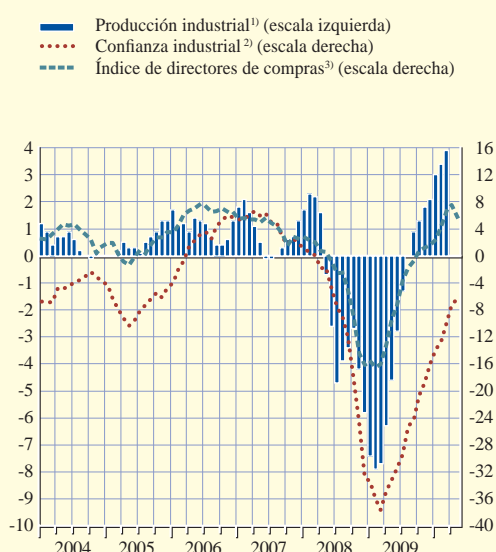
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

Gráfico 50 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de las encuestas se refieren a las manufacturas. A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

sectorial es coherente con el primer estadio de una recuperación, que normalmente muestra un crecimiento más sólido en el sector de bienes intermedios. Además, la producción en el sector de la energía creció considerablemente, debido con toda probabilidad a que el invierno fue especialmente frío.

De cara al futuro, una recuperación generalizada de la actividad industrial viene marcada por una tendencia creciente de nuevos pedidos industriales, pues es de esperar que los pedidos recibidos aparezcan posteriormente en la producción. Este indicador se elevó un 3,7%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, después de un incremento del 3,2% en el trimestre anterior. Asimismo, los primeros datos procedentes de las encuestas de opinión sugieren que el crecimiento de la industria seguía siendo positivo al inicio del segundo trimestre de 2010 (véase gráfico 50). El índice de directores de compras del sector manufacturero experimentó un nuevo avance en abril, pero retrocedió en mayo, manteniéndose, sin embargo, por encima de la media observada en el primer trimestre de 2010. Aunque no puede descartarse un impacto adverso sobre la confianza industrial procedente de las recientes turbulencias relacionadas con la deuda soberana, la valoración a corto plazo es positiva, dado que la producción y los nuevos pedidos, así como los plazos de entrega de los proveedores, se mantuvieron en mayo próximos a su nivel más alto en una década. Por el contrario, según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, la confianza industrial mejoró ligeramente en mayo.

La actividad en la construcción continuó retrocediendo en los últimos trimestres. El valor añadido de la construcción se redujo un 2,7%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, una tasa consi-

derablemente más elevada que la de los dos trimestres anteriores, en que disminuyó a una tasa intertrimestral del 1,3%. La notable caída observada en la actividad constructora en los tres primeros meses del año puede atribuirse, en gran medida, a las adversas condiciones meteorológicas que afectaron a muchos países de la zona del euro durante el invierno. La contracción de la actividad a causa del mal tiempo amplió el ajuste necesario en el mercado de la vivienda que se ha mencionado anteriormente. Se prevé que la reducción de la actividad relacionada con el tiempo se recuperará en gran medida en el segundo trimestre del año.

La actividad en el sector servicios es mucho menos sensible a la evolución cíclica que la actividad en las manufacturas y en la construcción. No obstante, una significativa mejora en los servicios es crucial para una recuperación sustancial, y el crecimiento del valor añadido de los servicios ha sido bastante escaso desde mediados de 2009. El valor añadido de los servicios experimentó un reducido incremento del 0,3% en el primer trimestre de 2010, registrando un ligero avance con respecto a la moderada tasa de crecimiento observada en el último trimestre de 2009, tras haberse estancado en el período de tres meses anterior. La información disponible sobre los principales subsectores de los servicios muestra que, tras las acusadas caídas observadas en torno a finales de 2008 y comienzos de 2009, el valor añadido solo se ha estabilizado hasta el momento, en términos generales, en el comercio y el transporte, mientras que parece haber repuntado en los servicios empresariales y de intermediación financiera, que suelen ser los subsectores más volátiles y cíclicos. De cara al futuro, los datos de las encuestas publicados recientemente sugieren que el sector servicios registró un nuevo crecimiento a comienzos del segundo trimestre de 2010.

MERCADO DE TRABAJO

En contraste con la evolución de la actividad económica, la situación de los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido deteriorándose en los últimos trimestres, ya que las variaciones en el empleo suelen ir a la zaga de las fluctuaciones del ciclo económico. Durante la última recesión, el empleo empezó a descender en la construcción antes que en la industria y en los servicios. Esto se explica, en parte, por el exceso de capacidad que afecta a la construcción en algunos países de la zona del euro y por el hecho de que esta rama de actividad emplea a un gran número de trabajadores con contratos temporales, lo que hace que el empleo sea más flexible. Posteriormente, el empleo cayó también en la industria, mientras que el sector servicios se vio mucho menos afectado por los ajustes de empleo (véase cuadro 8).

Cuadro 8 Crecimiento del empleo

(tasas de variación respecto al período anterior; datos desestacionalizados)

	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2008	2009	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
Total de la economía	0,7	-1,9	-0,4	-0,8	-0,5	-0,5	-0,3
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,4	-2,6	0,0	-0,8	-0,9	-1,2	0,5
Industria	-0,7	-5,7	-1,5	-1,8	-1,7	-1,7	-0,9
Excluida la construcción	0,0	-5,2	-1,1	-1,6	-1,8	-1,7	-1,1
Construcción	-2,1	-6,9	-2,3	-2,3	-1,3	-1,7	-0,4
Servicios	1,3	-0,5	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1
Comercio y transporte	1,3	-1,8	-0,4	-0,8	-0,5	-0,2	-0,5
Finanzas y empresas	2,2	-2,2	-0,5	-0,9	-0,8	-0,5	-0,1
Administración pública ¹⁾	0,9	1,5	0,6	0,2	0,6	0,2	0,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

En muchos países de la zona del euro, los planes especiales de reducción de jornada sostuvieron el empleo mientras que la recesión económica se intensificaba. Estos planes redujeron las horas de trabajo a través de varios canales, entre los que se incluyen cambios en la flexibilidad de la organización del trabajo, reducciones generales de las horas extraordinarias y planes especiales de mantenimiento del empleo establecidos por diversos Gobiernos europeos. El recurso a estos planes ha contribuido a evitar un descenso más acusado del empleo y ha suavizado el proceso de ajuste de mano de obra en un entorno de caída de la demanda. Si se considera el pronunciado descenso de la actividad económica, parece que el empleo ha resistido relativamente bien durante la recesión económica. Un gran parte del ajuste se ha producido, realmente, mediante la reducción de las horas trabajadas por persona ocupada más que mediante una importante destrucción de empleo. Sin embargo, la evolución de los mercados de trabajo ha sido muy diferente en las distintas economías de la zona. La recesión económica también ha obstaculizado el crecimiento de la oferta de trabajo en la zona del euro, que anteriormente había mantenido una tendencia al alza. En el recuadro cinco se examinan las contribuciones relativas al crecimiento de la oferta de trabajo de la población y de la tasa de actividad en distintos colectivos y países.

Recuadro 5

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA OFERTA DE TRABAJO

En el período comprendido entre 2008 y 2009, la zona del euro experimentó su recesión más grave desde finales de la Segunda Guerra Mundial. La recesión ha entrañado una caída significativa de la demanda de trabajo y un aumento de las tasas de desempleo. No obstante, en última instancia, cabe esperar que una crisis económica no solo influya en la demanda de trabajo, sino también, de manera más general, en su oferta. Este efecto se produce a través de dos canales distintos, que afectan tanto al crecimiento de la población como a las tasas de actividad. En este recuadro se examina el impacto de la reciente recesión en la oferta de trabajo de la zona del euro con datos de la encuesta de población activa de la UE.

Los efectos de la crisis económica sobre el crecimiento de la población suelen deberse, en el corto plazo, a la inmigración, que, a su vez viene determinada, fundamentalmente, por los salarios relativos y por las oportunidades de empleo¹. Las recesiones severas —y la disminución de las oportunidades de empleo resultantes— pueden frenar la inmigración que llega a la zona del euro y reducir, por tanto, el crecimiento de la población.

Las recesiones severas pueden influir asimismo en las tasas de actividad. Sin embargo, el efecto no es tan evidente. Por una parte, estas recesiones pueden dar lugar a que los trabajadores abandonen el mercado de trabajo; por ejemplo, los trabajadores de más edad pueden optar por jubilarse anticipadamente y los trabajadores más jóvenes, por continuar con la educación a tiempo completo. Además, la menor probabilidad de encontrar empleo durante una grave recesión podría inducir a algunos trabajadores a abandonar la población activa: el denominado efecto del «trabajador desanimado». Ambos fenómenos provocarán reducciones en las tasas de actividad, o, al menos, descensos en la tasa de crecimiento de la tasa de actividad. Por otra parte, las recesiones severas pueden también hacer aumentar el crecimiento de la tasa de actividad, si la reducción de la renta de los hogares (debido a pérdidas financieras o de empleo) atraen a los «trabajadores adicionales», anteriormente inactivos, al empleo.

1 Véase, por ejemplo, Frigyes Ferdinand Heinz y Melanie Ward-Warmedinger, «Cross-border labour mobility within an enlarged EU», *Occasional Paper*, n.º 4, BCE, octubre de 2006.

Variaciones en el crecimiento de la población activa y contribuciones

Antes de la crisis, si se toma la media del período comprendido entre 2006 y 2008, la oferta de trabajo de la zona del euro creció un 1,1% anual, impulsada, en gran medida, por la considerable inmigración observada en la zona del euro de trabajadores procedentes de los nuevos Estados miembros, tras la ampliación de la UE (véase cuadro). En contraposición, después de la recesión, el crecimiento anual de la población activa de la zona del euro cayó significativamente, registrando en el tercer trimestre de 2009 la primera contracción interanual en los diez años de historia de la serie. Ello tuvo como resultado una tasa media anual de crecimiento de la oferta de trabajo en la zona del euro de solo un 0,3% en 2009. En parte, la contracción del crecimiento de la oferta de trabajo que se observó en el segundo semestre de 2009 refleja una fuerte desaceleración de la tasa de inmigración en la zona del euro, que anteriormente había contribuido a mitigar los, por lo demás, bajos niveles del crecimiento (natural) de la población. Pero la recesión (que se inició en el segundo trimestre de 2008) también tuvo un efecto notable sobre el crecimiento de la tasa de actividad en la zona del euro, sobre todo de los ciudadanos más jóvenes.

Efectos de la tasa de actividad

En general, en la zona del euro se ha registrado un estancamiento claro en el crecimiento de la tasa de actividad desde que se inició la crisis, en fuerte contraste con el crecimiento ininterrumpido que se observó a mediados de la década. Además, como se muestra en el cuadro, la reciente recesión ha producido una amplia y marcada aceleración en el descenso secular de la tasa de actividad de los jóvenes (con edades comprendidas entre 15 y 24 años). Sin duda, parte de este descenso refleja simplemente la reducción de las oportunidades existentes en el mercado para los jóvenes que aca-

Crecimiento de la población activa, de la población y de las tasas de actividad en la zona del euro, por colectivos

(tasas de variación interanual)

	2006	2007	2008	2009	2009 IV
Población activa					
Total	1,2	1,0	1,1	0,3	0,1
Jóvenes (15-24)	-0,8	-0,2	-0,3	-2,8	-3,6
De 25 a 54 años	1,1	0,6	0,9	0,0	0,0
Mayores (55-64)	4,6	4,7	3,7	4,5	4,1
Hombres	0,9	0,6	0,6	-0,3	-0,4
Mujeres	1,7	1,4	1,6	0,9	0,7
Actividad					
Total	0,8	0,5	0,7	0,1	0,1
Jóvenes (15-24)	-0,2	0,3	0,4	-1,8	-2,6
De 25 a 54 años	0,6	0,3	0,5	0,0	0,0
Mayores (55-64)	2,9	2,7	2,0	2,9	2,6
Hombres	0,3	0,2	0,2	-0,3	-0,4
Mujeres	1,3	0,9	1,2	0,8	0,6
Población					
Total	0,5	0,5	0,4	0,1	0,0
Jóvenes (15-24)	-0,6	-0,5	-0,7	-1,1	-1,1
De 25 a 54 años	0,5	0,4	0,4	0,0	-0,1
Mayores (55-64)	1,6	1,9	1,7	1,5	1,4
Hombres	0,5	0,5	0,4	0,1	0,0
Mujeres	0,4	0,5	0,4	0,1	0,1
Ciudadanos de la zona del euro	0,1	-0,4	0,2	-0,2	-0,2
Otros ciudadanos de la UE	3,9	116,1	29,1	6,4	2,9

Fuentes: Encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.

ban de terminan la enseñanza obligatoria, como consecuencia de la notable contracción de la actividad en la construcción y en la industria. Al tener que hacer frente a un empeoramiento de las perspectivas de empleo, los jóvenes se vieron obligados a reconsiderar sus opciones fuera del mercado laboral, y muchos de ellos optaron sencillamente por continuar educándose y formándose. A priori, cabría esperar que los factores que contribuyeron a adoptar en mayor medida esta decisión (aunque se pospusiera temporalmente la incorporación al mercado de trabajo) darían lugar a tasas de actividad más elevadas en una etapa posterior de su vida, demostrando las cohortes una mayor vinculación al mercado laboral. No obstante, es cada vez mayor la evidencia que sugiere que las reducidas tasas de empleo de los jóvenes cuyos comienzos en la vida laboral coinciden con recesiones severas pueden provocar descensos permanentes en la vinculación de estos colectivos al mercado de trabajo².

Además, parece que el crecimiento de la tasa de actividad de los hombres ha comenzado también a contraerse, reflejando de nuevo, en gran medida, la fuerte concentración sectorial de la crisis en los sectores tradicionalmente «dominados por los hombres» (construcción, manufacturas y transporte). Sin embargo, la desaceleración del crecimiento se concentró fundamentalmente en los trabajadores jóvenes, y la actividad de los hombres con edades comprendidas entre los 25 y los 54 años mostró tasas de contracción considerablemente más bajas, mientras que las tasas de actividad de los trabajadores de más edad continúan registrando tasas de crecimiento positivas, incluso ligeramente más altas que las observadas antes de que se iniciara la crisis.

En contraste con la mayoría de los colectivos, dos grupos de trabajadores continúan mostrando un sólido crecimiento de la tasa de participación: las mujeres y los trabajadores de más edad. En su mayor parte, el crecimiento actual de la tasa de actividad de las mujeres apunta simplemente a un mantenimiento de la tendencia secular a largo plazo de este colectivo; pero es posible que refleje también un incremento de los efectos tradicionales de los «trabajadores adicionales», que son habituales en las recesiones severas. Del mismo modo, mientras que parte del notable aumento de las tasas de actividad de los trabajadores de más edad puede reflejar sencillamente un endurecimiento o un cambio en los sistemas de jubilación anticipada, otra parte es probable que se deba a la necesidad de compensar las pérdidas de riquezas registradas como consecuencia de la crisis financiera y de pensiones procedentes de los sistemas de aportación definida menores de lo previsto³.

Efectos de la población

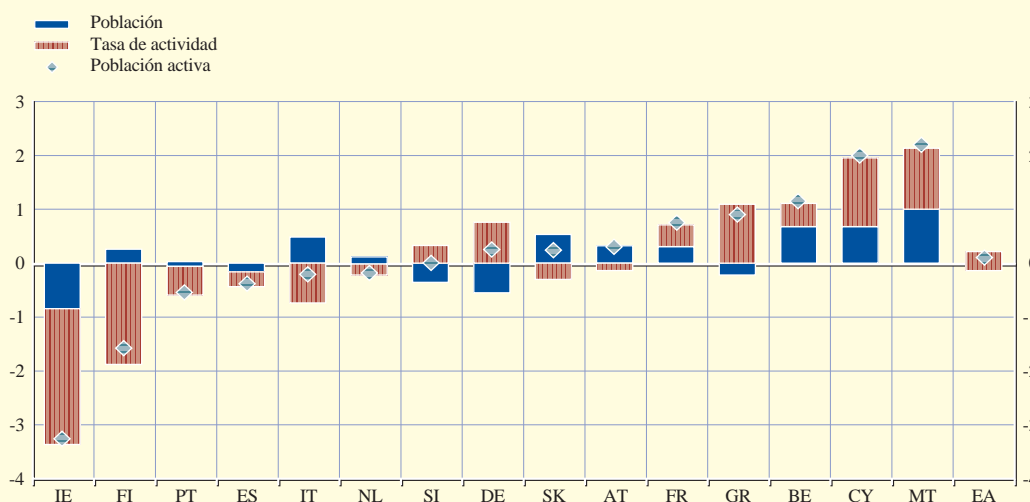
Desde que se inició la recesión, el crecimiento de la población de la zona del euro se ha desacelerado gradualmente —pasando a ser negativo por primera vez en la historia de la serie en el tercer trimestre de 2009—, tras crecer en torno a un 0,5% anual, en promedio, en los años anteriores a que se iniciara la crisis. Si bien gran parte de este descenso refleja simplemente la evolución habitual de la población en edad de trabajar de la zona del euro, otra parte también refleja una marcada ralentización de la inmigración recibida en la zona del euro.

2 Véanse, por ejemplo, K. Hämäläinen, «Education and unemployment: state dependence in unemployment among young people in the 1990s», *VATT Discussion Paper*, n.º 312, 2003, y S. Burgess, C. Propper, H. Rees y A. Shearer, «The class of 1981: the effects of early career unemployment on subsequent unemployment experiences», *Labour Economics*, vol. 10, 3, 2003.

3 Véanse, por ejemplo, los recuadros titulados «Country-specific evidence of effects from early retirement and disability schemes on participation» y «Participation decisions in response to sharp drops in pension wealth», *OECD Working Paper ECO/CPE/WP1(2010)2*, titulado «The response of labour force participation to severe downturns».

Contribuciones del crecimiento de la población y de la tasa de actividad al crecimiento de la población activa en los países de la zona del euro, cuarto trimestre de 2008 - cuarto trimestre de 2009

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: No se dispone de datos para Luxemburgo.

Diferencias entre países

En las cifras relativas al total de la zona del euro subyace una considerable heterogeneidad en la evolución por países, como se recoge en el gráfico, que muestra las contribuciones relativas del crecimiento de la población y de la tasa de actividad al crecimiento anual de la población activa en la zona del euro en los distintos países de la zona entre el cuarto trimestre de 2008 y el cuarto trimestre 2009. Estos datos muestran una evolución que oscila entre una contracción anual de la población activa del 3,3% en Irlanda y una tasa continuada de crecimiento cercana al 2,2% en Malta⁴.

La reacción de la tasa de actividad a la reciente recesión parece dividirse bastante uniformemente entre los países de la zona del euro, de manera que 8 de los 15 países que se consideran en este recuadro informan de descensos en las tasas de crecimiento de la tasa de actividad y 7 muestran incrementos. Los descensos registrados en las tasas de actividad parecen haber sido especialmente acusados en Irlanda y en Finlandia, en parte como consecuencia de la intensidad de los descensos de producción observados en esos países.

El patrón de la migración en los países de la zona del euro es bastante equilibrado. En los países en que ha caído la población, tiende a deberse, en gran medida, tanto al abandono voluntario de los trabajadores extranjeros de los mercados de trabajo nacionales como a la reducción de los flujos de entrada de nuevos emigrantes como consecuencia de las menores oportunidades existentes.

Este recuadro ha mostrado que, en los últimos trimestres, el crecimiento de la oferta de trabajo en la zona del euro se ha visto afectado negativamente por los canales de la tasa de actividad y de población. Algunos de estos efectos deberían ser de carácter cíclico y cabe esperar que reviertan cuando la economía vuelva a fortalecerse. Sin embargo, es crucial evitar la situación en que parte del descenso

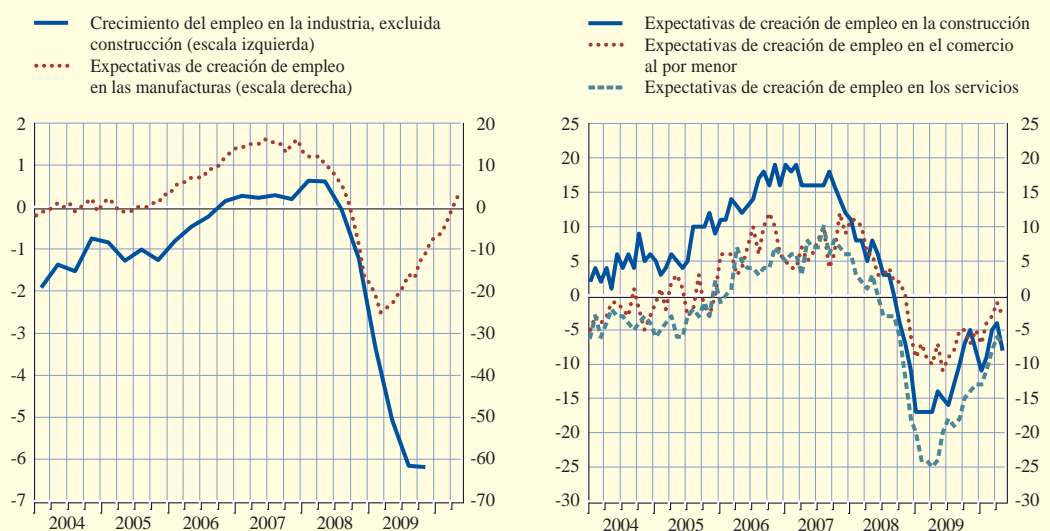
4 Siguiendo las recomendaciones de la Banque centrale du Luxembourg, no se proporcionan datos de Luxemburgo.

del crecimiento de la oferta de trabajo pase a ser duradero. A largo plazo, la oferta de trabajo es un determinante fundamental del producto potencial, por lo que influye en el potencial de productividad a largo plazo y, en última instancia, en las posibilidades de mejora del nivel de vida de los ciudadanos de la zona del euro.

El empleo se contrajo a una tasa intertrimestral del 0,3% en el último trimestre de 2009, mostrando un descenso menos marcado en comparación con los trimestres anteriores. A nivel sectorial, las manufacturas (la industria, excluida la construcción) continuaron siendo las más castigadas por la destrucción de empleo, ya que este siguió disminuyendo en el cuarto trimestre a una tasa intertrimestral del 1,1%, aunque esta tasa fue más lenta que la observada en el trimestre anterior, cuando se redujo un 1,7%. En el cuarto trimestre del año se observó una desaceleración en la tasa de destrucción de empleo en la construcción, que registró un descenso intertrimestral del 0,4% en el empleo, tras una caída del 1,7% en el tercer trimestre 2009. Al igual que en trimestres anteriores, el empleo en los servicios apenas sufrió modificaciones en el cuarto trimestre, cayendo un 0,1%, en tasa intertrimestral, aunque el agregado de los servicios enmascara considerables diferencias entre los subsectores. El empleo en el comercio y en el transporte registró una acusada reducción a finales de año, y cayó un 0,5% frente al descenso del 0,2% observado en el tercer trimestre del 2009, mientras que la contracción del empleo en los servicios financieros y empresariales registró una nueva y considerable moderación, disminuyendo un 0,1%, en comparación con la caída del 0,5% observada en el tercer trimestre. Por primera vez, Eurostat publicó datos trimestrales sobre las horas trabajadas en la zona del euro. Estos datos indican las primeras señales de crecimiento positivo en el total de horas trabajadas desde junio de 2008. El aumento intertrimestral del 0,2% en el último trimestre de 2009 oculta el hecho de que una reducción de las horas totales trabajadas en las manufacturas se vio contrarrestada por un crecimiento positivo de las horas trabajadas en los servicios, sobre todo en el subsector de servicios financieros y empresariales, así como en la administración pública (véase gráfico 51)

Gráfico 51 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)

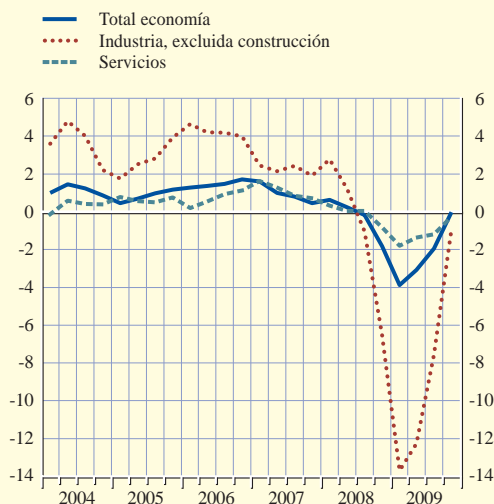


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Notas: Los saldos netos están ajustados a la media. A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

Gráfico 52 Productividad del trabajo

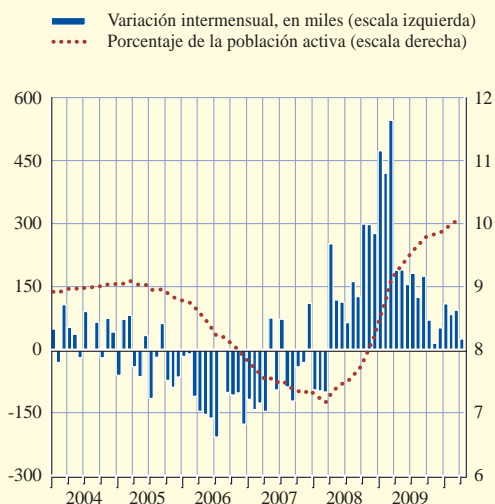
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 53 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

La recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, junto con la reducción del empleo en los últimos trimestres, contribuyó a que se produjera una inflexión en el descenso de la productividad. En términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro (medida como el producto por persona ocupada) se mantuvo estancada en el último trimestre de 2009, lo que supone una mejora sustancial con respecto a la caída del 2%, observada en el trimestre anterior y la contracción récord que se produjo en el primer semestre de 2009 (véase gráfico 52). La evolución de la productividad por hora ha mostrado un patrón similar, y registró el primer resultado positivo desde el tercer trimestre de 2008, aumentando un 0,3% en el último trimestre de 2009.

Tras la interrupción registrada en torno a finales de año, la tasa de desempleo de la zona del euro se elevó hasta el 10% en el primer trimestre de 2010, desde el 9,8% en el último trimestre de 2009; creció hasta el 10,1% en abril de 2010 (véase gráfico 53) y actualmente se sitúa en el nivel más elevado registrado desde junio de 1998. De cara al futuro, las expectativas de empleo han mejorado con respecto a sus mínimos, pero todavía sugieren nuevos incrementos —relativamente moderados— del desempleo en la zona del euro en los próximos meses.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

De cara al futuro, se espera que el PIB real siga creciendo durante un tiempo a un ritmo moderado y desigual en todas las economías y sectores de la zona del euro. La recuperación en curso a escala mundial, y su efecto sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro, así como la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, deberían respaldar a la economía de la zona del euro. No obstante, se prevé que la recuperación se vea frenada por el actual proceso de ajuste de los balances que está teniendo lugar en varios sectores y por las débiles perspectivas de los mercados de trabajo.

Este análisis está prácticamente en línea con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2010, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 0,7% y en 1,3% en 2010 y entre el 0,2% y el 2,2% en 2011. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2010, el intervalo correspondiente al crecimiento del PIB real este año se ha revisado ligeramente al alza, como consecuencia del efecto positivo de la mayor actividad a escala mundial en el corto plazo, mientras que el intervalo se ha revisado levemente a la baja para 2011, con el fin de reflejar principalmente las perspectivas de la demanda interna.

Se sigue considerando que los riesgos para estas perspectivas económicas están prácticamente equilibrados, en un entorno de incertidumbre inusualmente elevada. Por una parte, la economía mundial y el comercio exterior podrían recuperarse con más intensidad de lo previsto, respaldando con ello un nuevo crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. Por otra, sigue preocupando el recrudecimiento de las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros y sus efectos sobre la confianza. Además, la situación podría complicarse por la posibilidad de que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, se intensifiquen las presiones proteccionistas y se realice de forma desordenada la corrección de los desequilibrios mundiales.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2010, el déficit público de la zona del euro continuará aumentando, hasta situarse en el 6,6% del PIB en 2010, antes de disminuir en 2011. De acuerdo con estas previsiones, la ratio de deuda pública de la zona se incrementará hasta alcanzar casi el 90% del PIB en 2011. En algunos países, los desequilibrios presupuestarios son aún más pronunciados, lo que ha contribuido a un aumento de las tensiones en los mercados de deuda pública. Para contener los efectos de contagio negativos y asegurar la estabilidad financiera de la zona del euro, se adoptaron decisiones sin precedentes, tanto a escala de la UE como de la zona del euro. Tras el apoyo financiero prestado por la UE y el FMI a Grecia, con la imposición de estrictas condiciones, los Estados miembros decidieron establecer un mecanismo europeo de estabilización financiera y se comprometieron a cumplir sus objetivos de política fiscal y a acelerar los procesos de saneamiento presupuestario. La determinación política de reforzar el marco fiscal de la UE es una sólida señal de apoyo a la sostenibilidad presupuestaria de la zona del euro.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2009

Según la notificación presupuestaria de primavera de 2010 de Eurostat, el déficit público de la zona del euro en 2009 se situó en el 6,3% del PIB, frente al 2% registrado en 2008 (véase cuadro 9). Con la excepción de Luxemburgo y Finlandia, todos los países de la zona arrojaron un déficit superior al 3% del PIB.

La ratio de deuda pública de la zona del euro se situó en el 78,7% del PIB en 2009, en comparación con el 69,4% de 2008. Diez de los 16 países de la zona notificaron ratios de deuda superiores al valor de referencia del 60% del PIB, y muy por encima del 100% del PIB en el caso de Grecia e Italia. La deuda pública experimentó un aumento especialmente acusado en Irlanda, Grecia y España, países que registraron déficits presupuestarios por encima del 10% del PIB en 2009. A escala de la zona del euro en su conjunto, el impacto de las medidas adicionales de estabilización de los mercados financieros sobre la deuda pública fue limitado, con una contribución del 0,5% del PIB al incremento de la ratio de deuda de la zona mediante ajustes entre déficit y deuda, frente a un 1,9% en 2008.

PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2010 Y 2011

Las perspectivas de las finanzas públicas en la zona del euro siguen siendo desfavorables, aunque se espera cierta mejora para 2011. Según las previsiones económicas de primavera de 2010 de la Comisión Europea, el déficit público de la zona aumentará hasta el 6,6% del PIB en 2010, antes de descender hasta el 6,1% en 2011 (véase cuadro 9). Se prevé que todos los países de la zona incumplan el valor de

Cuadro 9 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)	2008	2009	2010	2011
a. Ingresos totales	44,9	44,4	44,2	44,1
b. Gastos totales	46,8	50,7	50,8	50,2
De los cuales:				
c. Gasto por intereses	3,0	2,8	3,0	3,2
d. Gasto primario (b - c)	43,8	47,9	47,8	47,0
Saldo presupuestario (a - b)	-2,0	-6,3	-6,6	-6,1
Saldo presupuestario primario (a - d)	1,0	-3,5	-3,6	-2,9
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,9	-4,8	-5,1	-4,8
Deuda bruta	69,4	78,7	84,7	88,5
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)	0,6	-4,1	0,9	1,5

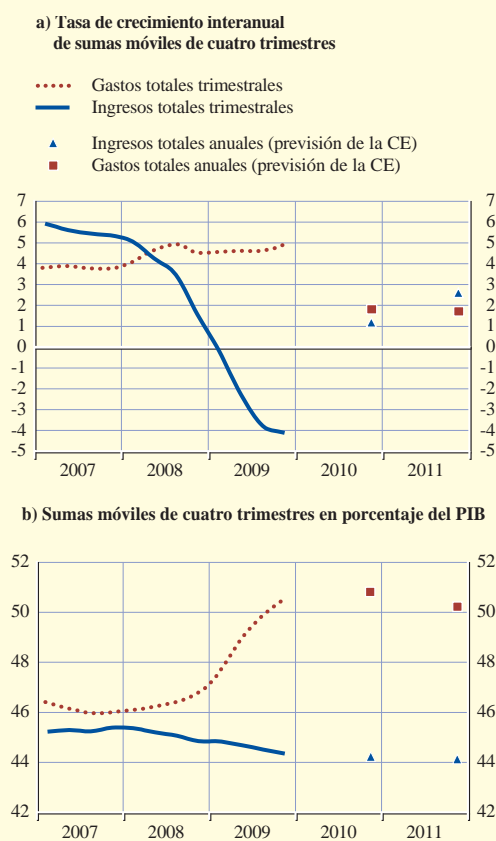
Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera de 2010 y cálculos del BCE.
Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

referencia del 3% del PIB en 2010. Aunque se espera que el déficit se estabilice o se reduzca en 2011 en la mayoría de los países, se prevé que únicamente Finlandia sitúe su déficit por debajo del valor de referencia ese año. A tenor de esta evolución, la Comisión Europea dio el primer paso para iniciar procedimientos de déficit excesivo contra Chipre y Finlandia en mayo de 2010, ya que Chipre incumplió el valor de referencia del 3% del PIB en 2009 y es probable que los dos países lo hagan en 2010.

Según las previsiones de la Comisión, la brecha entre el crecimiento de los ingresos nominales y el del gasto nominal se reducirá sustancialmente en 2010 y pasará a ser ligeramente positiva en 2011 (véase gráfico 54a). Se prevé que, tras experimentar una fuerte caída en 2009, el crecimiento de los ingresos nominales en la zona del euro se recupere en 2010, y que aumente hasta aproximadamente el 2,5% en 2011, año en que se espera que supere levemente el crecimiento del gasto total. En cuanto al gasto nominal, tras el intenso ritmo de crecimiento observado en años anteriores, se prevé que se reduzca hasta situarse por debajo del 2% en 2010 y 2011. Asimismo se espera que, junto con el repunte gradual del crecimiento del PIB nominal, la ratio de ingresos de la zona del euro se reduzca en 2010-2011, mientras que se prevé que la ratio de gasto se estabilice en 2010 y que posteriormente disminuya hasta situarse en el 50,2% del PIB en 2011, todavía bastante por encima del nivel de 2007, el 46% del PIB (véase gráfico 54b).

Por lo que respecta al impacto del entorno macroeconómico sobre la evolución presupuestaria, parece que la previsión de crecimiento positivo del PIB real no evitará un nuevo aumento del déficit de la zona del euro en 2010 (véase gráfico 55a). El análisis de los factores determinantes del deterioro de las finanzas públicas se ve especialmente dificultado por la incertidumbre existente en relación con la distinción entre efectos cíclicos y efectos tendenciales, que se basa en la identificación de la brecha de producción en tiempo real. Teniendo presente esta salvedad, tras el acusado deterioro observado en 2009, se prevé que el componente cíclico del saldo presupuestario no experimente variaciones en 2010 y que permanezca en el -1,5% del PIB (véase gráfico 55b). Esto significa que, aunque el crecimiento del PIB real sea positivo, la acción de los estabilizadores automáticos seguirá causando un impacto adverso sobre los déficits. Esto se debe a que la composición del crecimiento económico será fiscalmente desfavorable: el crecimiento estará impulsado por las exportaciones y por la variación de existencias, que son componentes no intensivos en impuestos, mientras que una de las principales bases impositivas, el consumo privado, irá a la zaga. Además, se espera que el saldo presupuestario ajustado de ciclo experimente un ligero deterioro a escala de la

Gráfico 54 Estadísticas y previsiones trimestrales de las finanzas públicas en la zona del euro



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera de 2010.
 Nota: El gráfico muestra la evolución de los ingresos y gastos totales en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el período comprendido entre el primer trimestre de 2007 y el cuarto trimestre de 2009, más las previsiones anuales para 2010 y 2011 de las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera 2010.

zona del euro. Esto se debe a que las políticas fiscales seguirán relajándose moderadamente, así como a la disminución de los ingresos y al aumento de los pagos por intereses. En 2011, la reducción prevista del déficit de la zona refleja contribuciones igualmente positivas de la recuperación económica y de la mejora del saldo presupuestario ajustado de ciclo. Se espera que la restricción presupuestaria esté determinada principalmente por el gasto, ya que las medidas de consolidación anunciadas incluyen recortes de los salarios de los empleados públicos y de la inversión pública, así como, en menor medida, subidas de impuestos.

Como consecuencia de los elevados déficits primarios y del aumento del gasto por intereses, se espera que la ratio media de deuda pública de la zona del euro en relación con el PIB continúe aumentando, desde el 78,7% del PIB registrado en 2009 hasta el 88,5% en 2011 (véase cuadro 9). Según las previsiones, esta evolución de la deuda se observará en todos los países de la zona del euro, con aumentos de aproximadamente el 20% del PIB en Grecia, España y Francia. En 2011, se prevé que doce países de la zona tengan una ratio de deuda por encima del valor de referencia del 60% del PIB, es decir, dos más que en 2009. En tres países, concretamente Bélgica, Grecia e Italia, esta ratio superará el 100% del PIB en 2011.

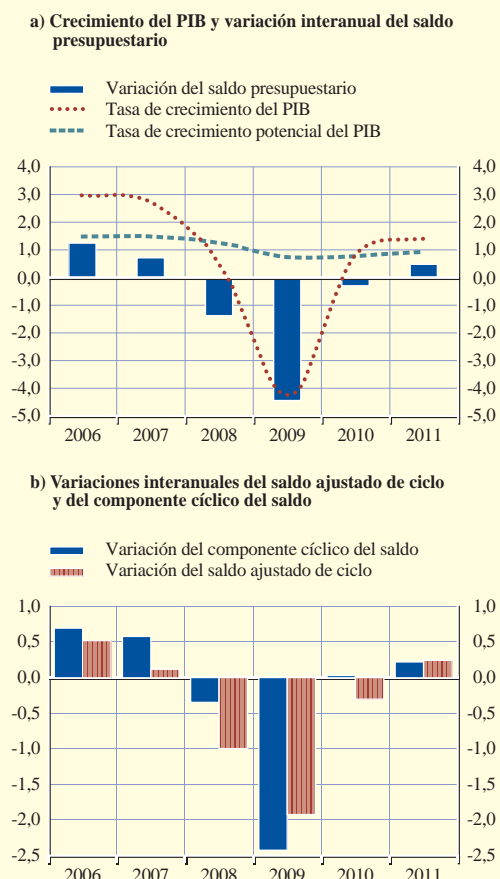
VALORACIÓN Y PERSPECTIVAS

El acusado deterioro de las finanzas públicas que comenzó en 2008 y se intensificó en 2009 todavía no ha llegado a su fin. La mayor parte de los Estados miembros de la zona del euro planean comenzar a controlar sus déficits en 2010 o 2011, y a corregir su déficit excesivo en consonancia con las recomendaciones formuladas en el contexto de los procedimientos de déficit excesivo. No obstante, los planes de ajuste presentados en las últimas actualizaciones de los programas de estabilidad se han aplazado, en general, y muchos países todavía no han definido detalladamente ninguna medida específica, especialmente para los próximos años. Esto queda reflejado en la brecha entre el déficit previsto en la zona del euro implícito en los objetivos fijados en los programas de estabilidad para 2011 (el 5,2% del PIB) y el déficit previsto por la Comisión para ese año (el 6,1% del PIB).

En este contexto, la preocupación acerca de la disposición y la capacidad de los Gobiernos para retornar a unas finanzas públicas sostenibles a medio plazo ha generado tensiones en los mercados de deuda pública. Como consecuencia del acusado aumento que están experimentando los diferenciales de la deuda soberana, a finales de abril de 2010, el Gobierno griego solicitó asistencia financiera a otros Gobiernos de la zona del euro y al FMI. La ayuda se concedió con el fin de contener los riesgos para la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto.

Gráfico 55 Determinantes de la evolución presupuestaria de la zona del euro

(en puntos porcentuales del PIB; tasas de variación)



Fuentes: Comisión Europea (previsiones económicas de primavera de 2010) y cálculos del BCE.

El importe máximo de los préstamos bilaterales concedidos a Grecia por los países de la zona del euro es de 80 mm de euros. Como estos préstamos se han proporcionado conjuntamente con financiación del FMI, el apoyo financiero total asciende a 110 mm de euros para el período 2010-2013. La ayuda se proporciona con una fuerte condicionalidad y se abonará en plazos en función de los avances realizados en la aplicación de un ambicioso programa de ajuste económico y financiero presentado por las autoridades griegas. Este programa, que no está incluido en las previsiones de la Comisión porque se presentó después de la fecha de cierre, fija como objetivo un saneamiento presupuestario estructural de alrededor del 11% del PIB, en cifras acumuladas, hasta 2013. El programa pretende reducir el déficit público hasta situarlo por debajo del valor de referencia del 3% del PIB en 2014. También prevé la estabilización de la ratio de deuda pública que, según las previsiones, alcanzará un máximo del 150% del PIB en 2013, antes de empezar a disminuir en 2014. El programa incluye medidas para aumentar los ingresos junto con recortes de los salarios públicos, de las pensiones, de los consumos intermedios y de la inversión. También contempla una reforma del sistema de seguridad social, medidas para salvaguardar la estabilidad financiera y reformas estructurales en el sector público y en los mercados de productos y de trabajo. Las autoridades griegas han declarado su firme compromiso con la aplicación íntegra de estas medidas, que es esencial para restaurar la confianza de los mercados¹.

A principios de mayo, las turbulencias registradas en los mercados se propagaron a otros países de la zona del euro con fuertes desequilibrios presupuestarios y perspectivas de crecimiento poco favorables. Para evitar los efectos de contagio, los días 9 y 10 de mayo los Gobiernos europeos acordaron establecer un mecanismo europeo de estabilización financiera. Este mecanismo constará de una facilidad de préstamo de la UE a disposición de todos los Estados miembros por un importe de hasta 60 mm de euros, así como de un acuerdo intergubernamental para proporcionar ayuda financiera por importe de hasta 440 mm de euros durante un período de tres años a través de una entidad de propósito especial, garantizado de forma prorrateada por los Estados miembros que participen en la facilidad. El FMI participará en acuerdos de financiación y se espera que proporcione asistencia equivalente al menos a la mitad de la contribución realizada por la UE a través de sus mecanismos habituales. De forma paralela, el BCE adoptó medidas de urgencia para restablecer el correcto funcionamiento de los mercados monetarios y de la transmisión monetaria, que incluyen intervenciones en los mercados secundarios de deuda pública de la zona del euro en el marco de un programa para los mercados de valores de carácter temporal. El efecto de estas intervenciones excepcionales del BCE quedará esterilizado (es decir, será neutral para la orientación de la política monetaria), y dependerán del cumplimiento de los objetivos presupuestarios por parte de los Gobiernos.

En las últimas semanas, los Estados miembros han expresado reiteradamente su firme compromiso con los procesos de saneamiento presupuestario. En la declaración de los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro del 7 de mayo, estos se comprometieron a garantizar la estabilidad, unidad e integridad de la zona y acordaron adoptar todas las medidas que sean necesarias para cumplir sus objetivos presupuestarios en consonancia con las recomendaciones formuladas en el marco de los procedimientos aplicables en caso de déficit excesivo. En las conclusiones del Consejo ECOFIN del 9 de mayo, los Estados miembros reafirmaron su sólido compromiso para acelerar la consolidación fiscal cuando esté justificado.

Con posterioridad a la reunión del Consejo ECOFIN, las Gobiernos de España, Italia y Portugal presentaron medidas de saneamiento adicionales, aparte de las especificadas en las respectivas actualizaciones de los programas de estabilidad publicadas a principios de este año (estas medidas no se incluyeron en las previsiones de primavera de 2010 de la Comisión, dado que las previsiones ya se habían publicado).

¹ Véase el recuadro titulado «El programa de ajuste económico y financiero de Grecia», en el Boletín Mensual de mayo de 2010.

El 27 de mayo, el Parlamento español ratificó el plan de austeridad fiscal del Gobierno, que incluye recortes de los salarios públicos en 2010 y congelación en 2011, congelación de las pensiones en 2011, supresión de beneficios fiscales para las familias jóvenes y reducciones de la inversión pública y de otras partidas del gasto, con un impacto total acumulado que ascenderá al 0,5% y al 1,5% del PIB en 2010 y 2011, respectivamente. Ahora, los objetivos del Gobierno español en relación con el déficit son el 9,3% del PIB para 2010 y el 6% del PIB para 2011 (frente al 9,8% y el 7,5%, respectivamente, que figuran en el programa de estabilidad).

El 25 de mayo, el Gobierno italiano adoptó medidas correctivas de carácter fiscal con un impacto acumulado anunciado del 1,6% del PIB para el período 2010-2012, con el fin de cumplir sus objetivos de déficit. Estas medidas de consolidación adicionales se centran principalmente en el gasto y afectan, en particular, a los salarios públicos, al gasto en pensiones, a las transferencias a las administraciones locales y a los consumos intermedios. También se adoptarán algunas medidas correctivas por el lado de los ingresos, concretamente para luchar contra el fraude fiscal.

En Portugal, el 13 de mayo, el Gobierno anunció un paquete de medidas adicionales de saneamiento que supone una revisión de los objetivos de déficit, del 8,3% del PIB al 7,3% en 2010 y del 6,6% del PIB al 4,6% en 2011. Las medidas, aprobadas por el Parlamento, incluyen subidas de los impuestos directos e indirectos, así como reducciones o aplazamientos del gasto público y la aplicación anticipada de medidas de saneamiento previstas.

En los Estados miembros con unas perspectivas económicas y presupuestarias poco favorables, la aplicación de estas contundentes medidas correctivas es esencial para convencer en el corto plazo a los mercados de que pueden cumplir sus compromisos de lograr unas finanzas públicas saneadas e invertir la evolución actual de la deuda. Por otra parte, es probable que el anuncio y la aplicación de planes de saneamiento creíbles y ambiciosos, centrados en el gasto y combinados con reformas estructurales, generen efectos positivos a largo plazo que compensen los costes a corto plazo en términos de menor crecimiento económico (véase recuadro 6).

Recuadro 6

CONSOLIDACIONES PRESUPUESTARIAS: EXPERIENCIAS ANTERIORES, COSTES Y BENEFICIOS

La crisis financiera y la grave recesión económica han contribuido a un acusado deterioro del saldo presupuestario y a un aumento considerable de la deuda pública en relación con el PIB en muchos países de la zona del euro. Como esta situación está generando riesgos importantes para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, en este recuadro se examina la experiencia pasada en lo que respecta a la reducción de la deuda pública en los países de la zona y se analizan los posibles costes y beneficios asociados a la consolidación presupuestaria.

La experiencia pasada en la reducción de la deuda pública en los países de la zona del euro

A juzgar por la experiencia del pasado¹ en algunos países de la zona del euro, para realizar reducciones significativas de la deuda pública es necesario un compromiso firme y a largo plazo con el sanea-

¹ Véanse los recuadros titulados «La experiencia con la reducción de la deuda pública en los países de la zona del euro» y «El programa de ajuste económico y financiero de Grecia» publicados, respectivamente, en el Boletín Mensual de septiembre de 2009 y mayo de 2010.

miento presupuestario, así como centrarse especialmente en la reducción del gasto y, de forma paralela, acometer reformas estructurales para respaldar el crecimiento potencial. Concretamente, Bélgica, Irlanda, España, Países Bajos y Finlandia llevaron a cabo en el pasado importantes ajustes presupuestarios, que a menudo se complementaron con reformas estructurales, y consiguieron reducir su deuda pública en relación con el PIB. Los ejemplos de descensos significativos de la ratio de deuda (aunque, en general no fueron continuados) abarcan desde una disminución total de unos 24 puntos porcentuales en Finlandia (entre 1995 y 2008) a alrededor de 50 puntos porcentuales en Bélgica (entre 1994 y 2007), y hasta más de 69 puntos porcentuales en Irlanda (entre 1994 y 2006).

Los abultados superávits primarios registrados fueron los que más contribuyeron a reducir la deuda. El ajuste presupuestario realizado en los países anteriormente mencionados se produjo principalmente por el lado del gasto. Los períodos de reducción considerable de la deuda en Irlanda, Países Bajos y Finlandia fueron acompañados de descensos de las respectivas ratios de gasto público de más de 10 puntos porcentuales. Aunque parte de estos descensos pueden explicarse por la reducción de los pagos por intereses, las ratios de gasto primario también experimentaron un acusado retroceso en estos períodos. Estos retrocesos incluso permitieron que los países redujeran sus ratios de ingresos y aún así lograr mejoras presupuestarias durante los períodos respectivos de reducción de la deuda. En Bélgica y España, las ratios de gasto también disminuyeron, pero el ajuste fiscal también consistió en aumentos de las ratios de ingresos.

Costes y beneficios de la consolidación presupuestaria

La consolidación presupuestaria puede acarrear, hasta cierto punto, costes en términos de un crecimiento económico menor a corto plazo. No obstante, estos costes «keynesianos» a corto plazo pueden ser bastante limitados en determinadas situaciones, como sugiere la literatura. Entre las situaciones que contribuyen a reducir los costes a corto plazo se incluyen aquellas en las que (i) la situación presupuestaria inicial es especialmente precaria y, por tanto, la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas es bastante baja; (ii) la consolidación fiscal se aplica de manera creíble y coherente, como parte de una estrategia de reformas integrales; (iii) la composición del ajuste presupuestario es «de alta calidad» (esto es, se centra en reformas que mejoran la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas); (iv) el ajuste económico no se ve obstaculizado por la existencia de rigideces nominales; (v) el porcentaje de consumidores que descuentan los efectos futuros de la contención presupuestaria (es decir, los denominados consumidores «ricardianos») es elevado; (vi) el grado de apertura de la economía es alto, y (vii) el impacto a corto plazo de una política fiscal más restrictiva queda compensado por una depreciación del tipo de cambio o por una política monetaria más expansiva.

En teoría, los efectos relacionados con las expectativas podrían compensar sobradamente el impacto contractivo a corto plazo de la consolidación presupuestaria (los denominados efectos fiscales no keynesianos) sobre el crecimiento. La hipótesis de la contracción fiscal expansiva plantea que los consumidores anticipan los beneficios derivados de la consolidación presupuestaria para su renta permanente y, en consecuencia, incrementan el consumo privado. No obstante, si la reducción del gasto público es limitada y temporal, o no es creíble, es posible que el consumo privado no responda de manera positiva al recorte presupuestario². Los efectos no keynesianos también

2 Véanse Giavazzi, F. y M. Pagano, «Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries», en *NBER Macroeconomics Annual 1990*, vol. 5, Blanchard, O. y S. Fischer, (eds.), MIT Press, 1990, y A. Alesina, y S. Ardagna, «Tales of fiscal contractions», en *Economic Policy*, 27, 1998, pp. 487-545.

pueden estar asociados a subidas de impuestos en situaciones con un nivel elevado de endeudamiento público. Este tipo de argumento se basa en la «percepción basada en las expectativas de la política fiscal». Por ejemplo, si el público percibe que el saneamiento presupuestario es un intento creíble de reducir la necesidad de financiación del sector público, puede producirse un efecto riqueza positivo inducido, que conduzca a un aumento del consumo privado³. Por otra parte, la disminución de la necesidad de financiación del sector público reduce la prima de riesgo asociada a la emisión de deuda pública, lo que hace disminuir los tipos de interés reales y permite «atraer» la inversión privada.

Además, si la consolidación presupuestaria provoca algunos efectos negativos a corto plazo sobre el crecimiento del PIB real, un aplazamiento indebido se traducirá, en última instancia, en unos costes aún mayores del ajuste, ya que la deuda pública acumulada entretanto exigirá que se lleve a cabo una corrección fiscal aún más pronunciada en el futuro.

En general, los beneficios a largo plazo de la consolidación fiscal son, en gran medida, indiscutibles. Estos beneficios consisten, principalmente, en una reducción de las necesidades de financiación de los Gobiernos que conducen a disminuciones de los tipos de interés a largo plazo (como consecuencia del descenso de la demanda y de las primas de riesgo), y en la posibilidad de liberar recursos para financiar gastos más productivos o recortes de impuestos que potencien el crecimiento. De este modo, también se genera mayor margen de maniobra para que los estabilizadores automáticos actúen cuando sea necesario.

Lecciones extraídas de la experiencia pasada

La experiencia pasada sugiere que la obtención de superávits primarios significativos mediante la consolidación fiscal presupuestaria será fundamental para reducir las ratios de deuda, muy elevadas, registradas en muchos países de la zona del euro y, con ello, limitar su impacto moderador sobre el crecimiento del producto. Por otra parte, los estudios de casos prácticos realizados en relación con Bélgica, Irlanda, España, Países Bajos y Finlandia han constatado que la probabilidad de que la consolidación basada en reformas del gasto promueva el crecimiento del producto es muy alta, especialmente si se combina con reformas estructurales⁴. En general, parece que la consolidación fiscal basada en el gasto tiene más éxito y causa más efectos positivos sobre el crecimiento económico a largo plazo que la basada en los ingresos⁵. Como la presión fiscal es ya elevada, el margen para llevar a cabo un proceso de saneamiento basado en los ingresos puede ser limitado, ya que muchos países de la zona del euro pueden estar próximos a sus niveles impositivos que maximizan los ingresos, es decir, a los niveles máximos de sus curvas de Laffer⁶.

La literatura empírica ofrece diversos resultados acerca de si la consolidación presupuestaria en la zona del euro ha tenido efectos expansivos sobre la actividad económica a corto plazo. En relación con otros períodos de reducción considerable de la deuda pública mencionados anteriormente, la literatura sugiere que en Irlanda, Países Bajos y Finlandia se llevaron a cabo procesos de saneamiento

3 Véanse O. Blanchard, «Comment on Giavazzi y Pagano», in NBER Macroeconomics Annual 1990, O. Blanchard y S. Fischer, (eds.), 1990, pp. 111-116, y A. Sutherly, «Fiscal Crises and Aggregate Demy: Can High Public Debt Reverse the Effects of Fiscal Policy?», en *Journal of Public Economics*, 65(2), agosto 1997, pp. 147-162.

4 Véase S. Hauptmeier, M. Heipertz y L. Schuknecht, «Expenditure Reform in Industrialised Countries: A Case-Study Approach», en *Fiscal Studies*, 28(3), 2007, pp. 293-342.

5 Véase A. Alesina, «Fiscal adjustments: lessons from recent history», mimeo, Harvard University, abril 2010.

6 Véase M. Trabyt y H. Uhlig, «How far are we from the slippery slope? The Laffer curve revisited», Working Paper n.º 1174, BCE, abril 2010.

expansivos⁷. Si se considera una variedad más amplia de experiencias, se observa que aproximadamente la mitad de los procesos de saneamiento llevados a cabo en la UE en los 30 últimos años han ido seguidos de una mejora en el crecimiento del producto a corto plazo con respecto a la situación inicial⁸. Por último, se observa asimismo que, en algunos países, la consolidación fiscal ha tenido repercusiones negativas pero limitadas en el corto plazo para el crecimiento del producto real⁹.

Aunque la consolidación presupuestaria puede acarrear costes en términos de un menor crecimiento económico a corto plazo, los efectos positivos a largo plazo son indiscutibles. Además, estos costes a corto plazo tenderán a ser bastante limitados en aquellos países con una situación inicial precaria, y deben considerarse en relación con los costes asociados a un proceso de ajuste más severo cuanto más se aplaza la corrección. En cambio, el anuncio anticipado y la aplicación de planes de consolidación creíbles y ambiciosos, centrados en el gasto y combinados con reformas estructurales, reforzarán la confianza de la opinión pública en la sostenibilidad de las finanzas públicas, reducirán las primas de riesgo de los tipos de interés y, de este modo, apoyarán la estabilidad macroeconómica y financiera. Dado los considerables aumentos observados en los ratios de deuda pública, hay una necesidad urgente de acelerar la corrección de los desequilibrios presupuestarios en muchos países de la zona del euro para retornar a unas finanzas públicas saneadas, que son un apoyo necesario para la política monetaria en su tarea de mantener la estabilidad de precios.

7 Véase A. Alesina y S. Ardagna, «Large changes in fiscal policy: taxes versus spending», NBER Working Paper n.º 15438, octubre 2009.

8 Véase G. Giudice, A. Turrini y in 't J. Veld, «Non-Keynesian Fiscal Adjustments? A Close Look at Expansionary Fiscal Consolidations in the EU», in *Open Economies Review*, vol. 18(5), 2007, pp. 613-630.

9 Véase A. Afonso, «Expansionary fiscal consolidations in Europe: new evidence», in *Applied Economics Letters*, 17(2), 2010, pp. 105-109.

Es necesario que los Gobiernos adopten medidas enérgicas que incluyan reformas fiscales y estructurales para preservar la estabilidad y la cohesión de la zona del euro, así como que todos ellos muestren su firme compromiso con los procesos de saneamiento, si es posible incluyendo la aceleración de los planes actuales y su cumplimiento, con el fin de asegurar que el plazo concedido en virtud de las medidas excepcionales se utilice para situar a las finanzas públicas en una posición más saneada de manera permanente. Como mínimo, en los próximos años debe garantizarse el cumplimiento de las recomendaciones formuladas en el marco de los procedimientos de déficit excesivo. La corrección de los déficits excesivos y la obtención de superávits estructurales para reducir los ratios de deuda pública en la zona del euro son aún más necesarias porque los pasivos financieros del sector público superan a los activos financieros por un elevado margen y, en consecuencia, estos activos financieros no pueden considerarse un colchón suficiente (véase recuadro 7).

Además de la adopción de medidas fiscales con carácter de urgencia, se está debatiendo la forma de reforzar el marco fiscal de la UE. Tras el anuncio del Consejo Europeo de marzo de 2010, se creó un grupo de trabajo presidido por Herman Van Rompuy, presidente del Consejo Europeo. Este grupo debe considerar, entre otras cuestiones, las medidas necesarias para reforzar la vigilancia y la prevención de riesgos presupuestarios, y establecer un marco mejorado para la resolución de crisis.

Recuadro 7

DEUDA PÚBLICA BRUTA Y ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS DE LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se analiza la definición y utilización de varios conceptos de deuda pública. En primer lugar, se presentan dos conceptos de deuda pública bruta de la zona del euro: la deuda de Maastricht, o deuda EDP (*excessive deficit procedure*) referida al procedimiento de déficit excesivo, y la deuda SEC 95. En segundo lugar, se examina el concepto de deuda pública neta, es decir, neta de los activos financieros mantenidos por las Administraciones Públicas.

En términos generales, la deuda pública bruta consiste en los pasivos contraídos por las Administraciones Públicas. Los dos conceptos de deuda pública bruta que se describen a continuación difieren principalmente en relación con los pasivos que incluyen y con su valoración.

El primer concepto de deuda pública de los países de la UE, que suele denominarse deuda de Maastricht, se define como la deuda pública bruta nominal, pendiente a final de año y consolidada al nivel de las Administraciones Públicas¹. La deuda de Maastricht incluye los pasivos de las Administraciones Públicas en forma de efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, y excluye algunos instrumentos financieros, como los derivados financieros y los créditos comerciales. Este concepto de deuda pública es el que se aplica en la UE y, al utilizarse dentro del marco del procedimiento de déficit excesivo (EDP), se denomina también deuda EDP. En particular, se utiliza a efectos de vigilancia presupuestaria en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para determinar si se cumple el criterio de ratio de deuda pública inferior al valor de referencia del 60% del PIB.

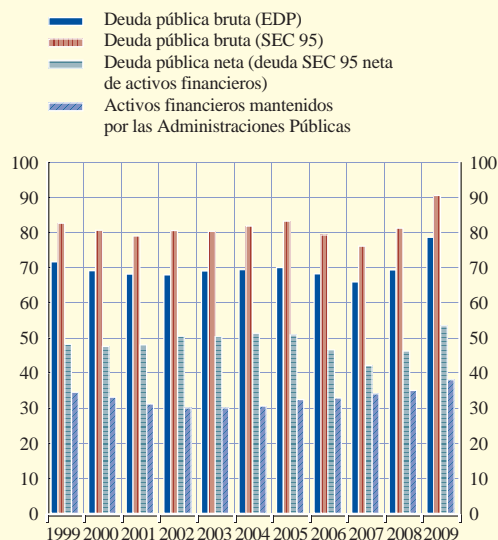
La segunda definición de deuda pública bruta se deriva directamente de las cuentas nacionales y se ajusta al Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95), por lo que se denomina deuda SEC 95. Aunque no existe una definición formal de deuda pública SEC 95 en las cuentas nacionales, en la práctica este concepto de deuda incluye todos los pasivos de las Administraciones Públicas, de los que solo excluye los valores de renta variable. Además de los instrumentos incluidos en la deuda EDP, la deuda SEC 95 comprende también algunos instrumentos financieros, como los derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago y las reservas técnicas de seguro, si procede. En cuanto a la valoración de los pasivos, la deuda SEC 95 se registra al valor de mercado, tal y como figura en el balance de las Administraciones Públicas.

El gráfico A muestra los ratios medias de deuda pública bruta en relación con el PIB de la zona del euro, en términos de deuda EDP y de deuda SEC 95, para el período 1999-2009. Al final de 2009, la ratio media de deuda EDP de la zona del euro se situaba en el 78,7% del PIB y la de la deuda SEC 95 en el 91,5% del PIB. Como puede observarse en el gráfico A, durante ese período la deuda SEC 95 fue, en promedio, en torno a un 12% del PIB superior a la deuda EDP, lo que puede explicarse, fundamentalmente, por diferencias de cobertura y valoración de los instrumentos. En particular, el nivel de deuda SEC 95 se ve afectado por variaciones en los rendimientos del mercado, dado que los pasivos se contabilizan al valor de mercado. Ello no ocurre con la deuda EDP, cuyos instrumentos financieros se registran a su valor nominal.

¹ Tal y como se define en el Protocolo (nº 12) sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, anejo al Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, y en el apartado 5 del artículo 1 del Reglamento (CE) nº 479/2009 del Consejo.

Gráfico A Deuda pública bruta y neta y activos financieros de las Administraciones Públicas de la zona del euro en el período 1999-2009

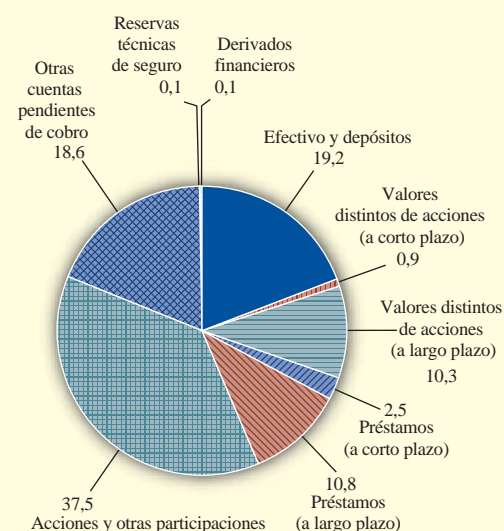
(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Comisión Europea y BCE basado en Mink, R. y M. Rodríguez «The Measurement of Government Debt in the Economic and Monetary Union», Sexto Seminario de la Banca d'Italia sobre Finanzas Públicas, 2004.

Gráfico B Composición de los activos financieros de las Administraciones Públicas de la zona del euro en 2009

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Desde la perspectiva de la solvencia, también es interesante observar un indicador de deuda pública neta, en el que los activos financieros mantenidos por las Administraciones Públicas se restan de los pasivos. Para realizar esta operación, es necesario conocer el saldo de activos financieros. Los activos financieros de las Administraciones Públicas pueden incluir efectivo y depósitos, préstamos concedidos por el sector público, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro y otras cuentas pendientes de cobro. Estos activos financieros se contabilizan también al valor de mercado, tal y como figuran en el balance de las Administraciones Públicas. Como puede observarse en el gráfico A, el importe medio de los activos financieros mantenidos por las Administraciones Públicas de la zona del euro ha fluctuado entre el 30% y el 38% del PIB en los diez últimos años, situándose en torno al 38% del PIB al final de 2009. En otras palabras, el valor de mercado de los pasivos financieros de las Administraciones Públicas es más de dos veces superior al de sus activos financieros. Esta es la razón por la que la deuda pública neta media de la zona del euro, definida aquí como la deuda SEC 95 menos los activos financieros, ha oscilado en torno al 50% del PIB en la última década, alcanzando el 53,4% del PIB en 2009.

La composición de los activos financieros mantenidos por las Administraciones Públicas de la zona del euro en 2009 ha consistido, principalmente, en acciones y otras participaciones (cerca del 38% del total de activos financieros), efectivo y depósitos y otras cuentas pendientes de cobro (en ambos casos, alrededor de un 19%), préstamos (13%) y valores distintos de acciones (11%) (véase gráfico B). Los activos financieros mantenidos por las Administraciones Públicas solo constituyen, en parte, una reserva frente a los pasivos, ya que algunos de estos activos (por ejemplo, las acciones y otras participaciones invertidas en empresas públicas) no son líquidos, por lo que no pueden movilizarse rápidamente para amortizar la deuda bruta. Los activos financieros a corto

plazo, que se consideran activos líquidos, consisten en efectivo y depósitos, valores distintos de acciones a corto plazo, préstamos a corto plazo y otras cuentas pendientes de cobro, y representan cerca del 41% del total de activos financieros mantenidos por las Administraciones Públicas de la zona del euro.

El análisis de la deuda pública permite extraer tres conclusiones. En primer lugar, independientemente de la definición utilizada, la ratio media de deuda pública de la zona del euro, tanto en términos brutos como en términos netos, ha mostrado una tendencia ascendente desde 2008, registrando un aumento del 11% al 15% del PIB en los dos últimos años. En segundo lugar, la deuda neta media de la zona del euro es elevada, lo que implica que los activos financieros mantenidos por las Administraciones Públicas no constituyen una reserva suficiente, debido, especialmente, a que algunos de estos activos no son líquidos. En tercer lugar, cada medida de la deuda arroja luz sobre aspectos específicos de la misma. En particular, el concepto de deuda bruta es útil para analizar el riesgo de refinanciación a corto plazo de las Administraciones Públicas, mientras que tanto el concepto de deuda bruta como el de deuda neta pueden servir para evaluar la solvencia a largo plazo. De forma ideal, también sería interesante medir la riqueza neta de las Administraciones Públicas, que podría definirse como el saldo contable del total de activos y pasivos (financieros y no financieros) de las Administraciones Públicas. Sin embargo, esto no se puede hacer actualmente, al no disponerse de datos relativos a los activos financieros de las Administraciones Públicas.

6 PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 27 de mayo de 2010, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. Apoyándose en la perspectiva de una recuperación económica mundial, el crecimiento medio anual del PIB real se situará entre el 0,7% y el 1,3% en 2010 y entre el 0,2% y el 2,2% en 2011. La inflación seguirá siendo moderada en el horizonte de las proyecciones y se verá atenuada por la atonía predominante en la zona del euro. La tasa media de inflación general medida por el IAPC se situará entre el 1,4% y el 1,6% en 2010 y entre el 1,0% y el 2,2% en 2011

Recuadro 8

SUPUESTOS TÉCNICOS RELATIVOS A LOS TIPOS DE INTERÉS, LOS TIPOS DE CAMBIO, LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS Y LAS POLÍTICAS FISCALES

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas energéticas y no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 20 de mayo de 2010¹. El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo tiene un carácter puramente técnico. Dichos tipos se miden por el EURIBOR a tres meses, y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Esta metodología implica un nivel general medio de los tipos de interés a corto plazo del 0,8% en 2010 y del 1,1% en 2011. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se traducen en un nivel medio del 3,9% en 2010, que aumentará hasta el 4,2% en 2011. El escenario de referencia de las proyecciones tiene en cuenta la reciente mejora de las condiciones de financiación y considera que, en el período abarcado por las proyecciones, los diferenciales de los préstamos bancarios respecto de los tipos de interés antes mencionados disminuirán ligeramente. Del mismo modo, se considera que las condiciones crediticias se suavizarán de forma gradual en el período contemplado. En cuanto a las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se estima que los precios del petróleo se situarán, en promedio, en 79,5 dólares estadounidenses por barril en 2010 y en 83,7 en 2011. Los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses aumentarán previsiblemente en un 17,9% en 2010, seguido de un incremento más modesto del 1,2% en 2011.

Se parte del supuesto de que en el horizonte abarcado por las proyecciones los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en el período de diez días laborables anterior a la fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense será de 1,30 en 2010 y de 1,26 en 2011, y que el tipo de cambio efectivo del euro se depreciará, en promedio, un 6,4% en 2010 y un 1,8% adicional en 2011.

¹ Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta finales de 2011. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta finales de 2010 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

² Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro, y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio del 2001), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de dichas diferencias. La técnica utilizada, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009) que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países de la zona del euro a fecha de 27 de mayo de 2010 e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que han sido concretadas por los Gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

ENTORNO INTERNACIONAL

Las perspectivas de la economía mundial han continuado recuperándose, con mayor fortaleza de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo. Respecto al futuro, el crecimiento mundial registrará una desaceleración transitoria en el segundo semestre de 2010, como reflejo del debilitamiento de algunos de los factores que inicialmente apoyaron la recuperación, como las políticas de estímulo y el ciclo de existencias. Posteriormente, la normalización de la situación financiera y algunas mejoras en la confianza y en el mercado de trabajo apoyarán la actividad mundial. El crecimiento de la economía mundial se mantendrá por debajo de tendencias pasadas en 2010 y 2011, dado que las economías avanzadas, en particular, están experimentando una recuperación débil tras la crisis financiera. El PIB real mundial fuera de la zona del euro aumentará en un 4,7% en 2010 y en un 4,1% en 2011. El crecimiento de los mercados de exportación de la zona del euro se situará en el 8,6% en 2010 y en el 6,0% en 2011.

PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

El PIB real registró un leve crecimiento en el primer trimestre de 2010. Los datos disponibles sugieren que las existencias contribuyeron notablemente al crecimiento, mientras que otros factores, como el fin de los incentivos oficiales a la compra de vehículos o las condiciones meteorológicas adversas, ralentizaron el crecimiento de la demanda interna. En el segundo trimestre, el crecimiento del PIB real será considerablemente más vigoroso, beneficiándose entre otros factores de un repunte de la actividad de construcción. Sin embargo, durante el resto de 2010, el crecimiento se mantendrá moderado, debido a que los factores que lo impulsaron temporalmente en la fase inicial de la recuperación —como los estímulos fiscales y el ciclo de existencias— perderán fortaleza. Más adelante, la recuperación económica cobrará intensidad, apoyada por el aumento gradual de la demanda interna. Los efectos retardados de las medidas de política monetaria y los importantes esfuerzos dirigidos a restablecer el funcionamiento del sistema financiero apoyarán la actividad durante todo el horizonte abarcado por las proyecciones. No obstante, el crecimiento en 2010 y 2011 seguirá siendo más débil que antes de la recesión debido a que continúan siendo necesarios ajustes en los balances en algunos sectores, al tiempo que el elevado desempleo, el ahorro por motivo precaución y el modesto crecimiento de la renta desaniman el consumo privado. Estas perspectivas también tienen en cuenta los ajustes fiscales en curso dirigidos al reestablecimiento y la consolidación de la confianza en la sostenibilidad a medio plazo. En términos anuales, tras un descenso del 4,1% en 2009, se espera que el PIB real aumente entre un 0,7% y un 1,3% en 2010 y entre un 0,2% y un 2,2% en 2011.

Específicamente, entre los componentes nacionales del PIB, la inversión privada no residencial seguirá siendo bastante débil en 2010, limitada por la elevada capacidad excedente, las débiles e inciertas perspectivas de demanda, la baja rentabilidad y las restricciones financieras, pero se recuperará con lentitud posteriormente. Tras cierta volatilidad a corto plazo relacionada con factores meteorológicos a principios de 2010, la inversión residencial seguirá siendo moderada, debido a los ajustes que se están produciendo en los mercados de la vivienda en algunos países. Conforme a los planes fiscales anunciados en varios países de la zona del euro y su posterior retirada, se estima que la inversión pública en términos reales se estabilizará en 2010 y se reducirá drásticamente el año siguiente.

El crecimiento del consumo privado aumentará ligeramente en 2010 y seguirá recuperándose progresivamente el año siguiente. En general, las rentas reales se verán afectadas por la debilidad del crecimen-

Cuadro 10 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)^{1), 2)}

	2009	2010	2011
IAPC	0,3	1,4 - 1,6	1,0 - 2,2
PIB real	-4,1	0,7 - 1,3	0,2 - 2,2
Consumo privado	-1,2	-0,2 - 0,4	-0,2 - 1,6
Consumo público	2,6	0,3 - 1,3	-0,3 - 1,1
Formación bruta de capital fijo	-10,8	-3,4 - -1,2	-2,1 - 2,7
Exportaciones (bienes y servicios)	-13,2	5,5 - 9,1	1,1 - 7,9
Importaciones (bienes y servicios)	12,0	3,8 - 7,0	0,4 - 6,8

1) Las proyecciones relativas al PIB real y sus componentes se basan en datos ajustados por días laborables. Las proyecciones relativas a exportaciones e importaciones incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.

2) Los datos se refieren a los dieciséis países de la zona del euro.

to del empleo proyectado. Paralelamente, la tasa de ahorro se mantendrá en un nivel considerablemente superior al anterior a la crisis, ya que sigue existiendo cierto ahorro por motivo precaución en un contexto de elevada incertidumbre económica y perspectivas modestas de crecimiento de la renta. No obstante, la tasa de ahorro se reducirá ligeramente a medida que la situación económica mejore gradualmente.

Las exportaciones de la zona del euro se recuperaron hacia finales del año pasado y volvieron a aumentar vigorosamente a principios de 2010. En el horizonte de las proyecciones, la recuperación de las exportaciones continúa, impulsada por la demanda exterior y el aumento de la competitividad. En consecuencia, el comercio neto contribuirá positivamente al crecimiento del PIB en 2010 y 2011.

Como reflejo del ajuste retardado frente a la acusada caída del producto registrada hasta mediados de 2009 y de la moderada recuperación esperada de la actividad económica, así como de las rigideces salariales a la baja, la tasa de desempleo aumentará hasta principios de 2011 antes de estabilizarse.

Fundamentalmente como reflejo del impacto de la crisis, el crecimiento potencial será modesto, aunque se recuperará ligeramente durante el horizonte de las proyecciones. Esto es resultado del aumento del desempleo estructural, las menores tasas de actividad y el fuerte descenso de la inversión, que afecta al volumen de capital. Sin embargo, la magnitud de esos efectos presenta un alto grado de incertidumbre, que en el caso de las proyecciones sobre crecimiento potencial, y por consiguiente sobre la brecha de producción, es aún mayor de lo habitual. Pese a ello, se espera que la brecha de producción estimada se reduzca ligeramente aunque manteniéndose en niveles negativos en el horizonte de las proyecciones.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Tras una vigorosa recuperación en marzo de 2010, la tasa general de inflación medida por el IAPC seguirá aumentando ligeramente en el segundo semestre de 2010, impulsada principalmente por efectos de base derivados de anteriores descensos de los precios de los alimentos. Más adelante, la inflación se moderará ligeramente, en consonancia con el descenso estimado de la tasa de crecimiento de los precios de la energía. En cambio, la tasa de crecimiento del IAPC excluidos los alimentos y la energía aumentará gradualmente en el horizonte de las proyecciones, estimulada por mejoras en la actividad y el mercado de trabajo. La tasa media de inflación anual se situará entre el 1,4% y el 1,6% en 2010 y entre el 1,0% y el 2,2% en 2011.

Más detalladamente, las presiones exteriores sobre los precios aumentarán en 2010, como reflejo, en general, de la trayectoria prevista de los precios de las materias primas y la depreciación del euro, pero

Cuadro 11 Comparación con las proyecciones de marzo de 2010

(tasas medias de variación anuales)

	2010	2011
PIB real - Marzo 2010	0,4 - 1,2	0,5 - 2,5
PIB real - Junio 2010	0,7 - 1,3	0,2 - 2,2
IAPC - Marzo 2010	0,8 - 1,6	0,9 - 2,1
IAPC - Junio 2010	1,4 - 1,6	1,0 - 2,2

disminuirán en 2011. En cuanto a las presiones internas sobre los precios, el crecimiento de la remuneración por hora se reducirá drásticamente en 2010 y posteriormente sólo se espera un aumento modesto y gradual. Este perfil general de salarios moderados, en combinación con la fuerte recuperación de la productividad del trabajo proyectada, conlleva una desaceleración sustancial de las tasas de crecimiento de los costes laborales unitarios en 2010, seguida de un limitado repunte. Por su parte, los márgenes de beneficios se recuperarán significativamente en 2010, y continuarán creciendo a un ritmo estable posteriormente, apoyándose en la recuperación de la actividad y las perspectivas de crecimiento moderado de los salarios.

COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE MARZO DE 2010

Por lo que respecta al crecimiento del PIB real, el intervalo proyectado para 2010 se ha revisado al alza en comparación con el publicado en el Boletín Mensual de marzo de 2010, lo que refleja un nivel de demanda a corto plazo más dinámico de lo esperado anteriormente. Al mismo tiempo, el intervalo para 2011 se ha corregido a la baja, debido fundamentalmente a las revisiones a la baja de las perspectivas de demanda interna.

En cuanto a la inflación medida por el IAPC, el intervalo proyectado para 2010 se sitúa cerca del límite superior del publicado en marzo, mientras que el intervalo para 2011 es ligeramente más alto que en las proyecciones anteriores. Esta revisión al alza está relacionada fundamentalmente con los efectos de unos supuestos más sólidos sobre los precios de las materias primas en euros.

Recuadro 9

PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado una serie de previsiones para la zona del euro. Sin embargo, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y al entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Por último, existen diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (ver cuadro).

Según las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, el PIB real de la zona del euro crecerá en un intervalo comprendido entre el 0,9% y el 1,2% en 2010 y entre el 1,5% y el 1,8% en 2011. Todas esas previsiones se encuadran dentro de los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

Comparaciones entre previsiones de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB		Inflación medida por el IAPC	
		2010	2011	2010	2011
FMI	abril de 2010	1,0	1,5	1,1	1,3
Encuesta a expertos en previsión económica	abril de 2010	1,1	1,5	1,4	1,5
Comisión Europea	mayo de 2010	0,9	1,5	1,5	1,7
Consensus Economics Forecasts	mayo de 2010	1,1	1,5	1,3	1,4
OCDE	mayo de 2010	1,2	1,8	1,4	1,0
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	junio de 2010	0,7 - 1,3	0,2 - 2,2	1,4 - 1,6	1,0 - 2,2

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera de 2010; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril de 2010; *Economic Outlook de la OCDE* de mayo de 2010; Consensus Economics Forecasts y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Notas: Las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si están ajustadas por días laborables.

Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones disponibles de otras instituciones estiman que la tasa media de inflación anual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 1,1% y el 1,5% en 2010 y entre el 1,0% y el 1,7% en 2011. Estas previsiones acerca de la inflación también están en consonancia con los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

7 EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y DE LA BALANZA DE PAGOS

7.1 TIPOS DE CAMBIO

En un entorno de aumento de la volatilidad implícita, el euro ha seguido depreciándose, en términos efectivos nominales, en los tres últimos meses. Esta depreciación ha sido generalizada.

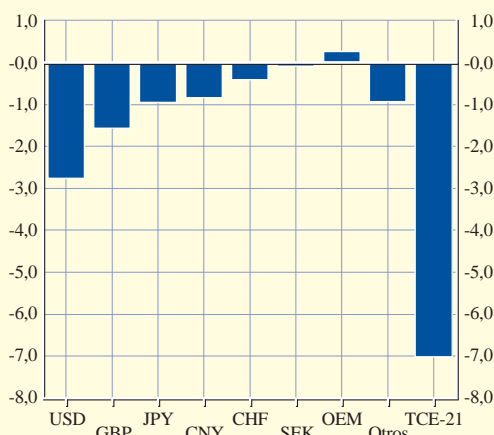
Gráfico 56 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-21) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-21²⁾
Del 26 de febrero de 2010 al 9 de junio de 2010
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 21 socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

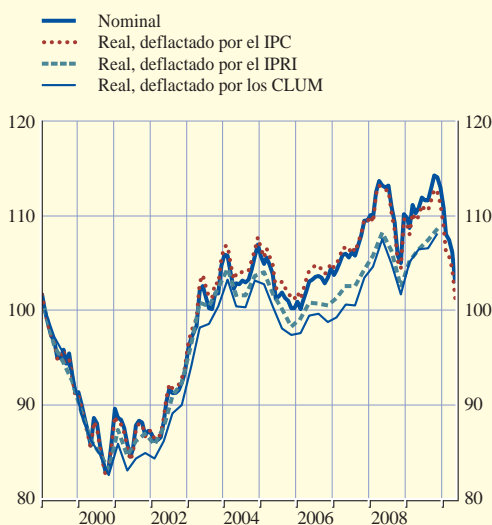
2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-21 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro (excepto la GBP y la SEK). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-21 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando a este índice las correspondientes ponderaciones basadas en el comercio.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

En los tres últimos meses, el euro ha seguido una trayectoria de depreciación generalizada, en términos efectivos nominales, situándose en un nivel muy inferior a la media de 2009 (véase gráfico 56). El 9 de junio, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 7% por debajo del nivel observado a finales de febrero y un 10,4% por debajo de la media de 2009. La depreciación del euro, que ha sido especialmente pronunciada frente al dólar estadounidense y frente al yen japonés, ha ido acompañada de un fuerte incremento de la volatilidad implícita de los tipos de cambio de la moneda única frente a otras principales monedas, tanto en el horizonte de corto plazo como en el de largo plazo.

Gráfico 57 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-21)¹⁾

(datos mensuales/trimestrales; índice: I 1999 = 100)



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-21 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a mayo de 2010. En el caso de los TCE-21 reales basados en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al cuarto trimestre de 2009.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en abril de 2010, el tipo de cambio efectivo real del euro, basado en los precios de consumo, se situó en torno a un 5,6% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 57).

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En el período de tres meses transcurrido hasta el 9 de junio, el euro continuó depreciándose frente al dólar estadounidense (véase gráfico 58) situándose en un nivel observado por última vez a principios de 2006, muy por debajo de la media de 2009. Durante el mismo período, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro aumentó, registrando un pronunciado cambio de tendencia al alza a principios de mayo, especialmente en el horizonte de corto plazo (véase gráfico 58). El aumento de la volatilidad en todo el horizonte de contratos de opciones disponibles (hasta un año) sugiere que los participantes en los mercados tampoco esperan que se produzca un descenso de la incertidumbre en el medio plazo. Un aumento de la incertidumbre en los mercados de esa naturaleza normalmente se traduce en la búsqueda de activos más seguros que, tradicionalmente, beneficia al dólar estadounidense. El 9 de junio, el euro cotizaba a 1,20 dólares estadounidenses, un 11,5% por debajo del nivel de finales de febrero y en torno a un 13,9% por debajo de la media de 2009.

YEN JAPONÉS/EURO

Tras apreciarse en 2009, el euro comenzó a depreciarse frente al yen japonés a comienzos de 2010. Durante los tres meses transcurridos hasta el 9 de junio, el euro siguió depreciándose frente a la moneda japonesa, revirtiendo totalmente la apreciación registrada en 2009 y situándose en un nivel no observado desde finales de 2001. El 9 de junio, el euro cotizaba a 110 yenes por euro, un 9% por debajo del nivel de finales de febrero y un 15,6% por debajo de la medida de 2009. Durante el mismo período, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre las dos monedas aumentó de forma pronunciada para situarse en niveles observados por última vez en el primer trimestre de 2009 (gráfico 58).

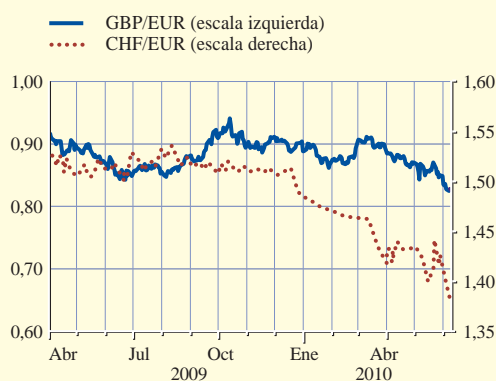
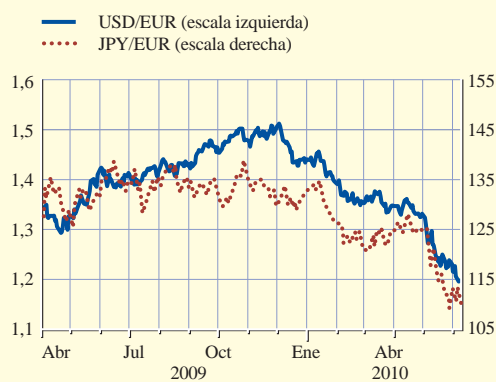
MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres últimos meses, las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general,

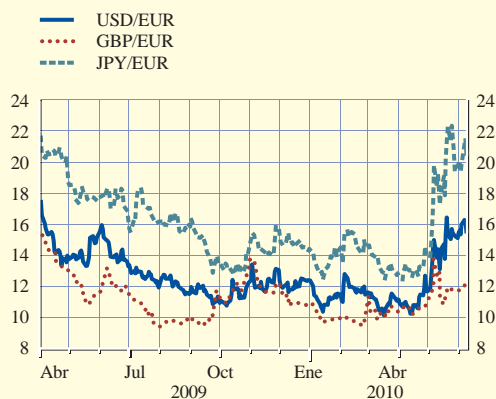
Gráfico 58 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Tipos de cambio



Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 59). Al mismo tiempo, el lats letón ha seguido situándose en la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se ha depreciado frente a la libra esterlina (un 7,5%) en los tres últimos meses, cotizando, el 9 de junio, a 0,83 libras. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre la libra y el euro aumentó en el horizonte de corto plazo (véase gráfico 58). Además, el euro se apreció frente al zloty polaco (3,6%) y frente al forint húngaro (4,4%).

OTRAS MONEDAS

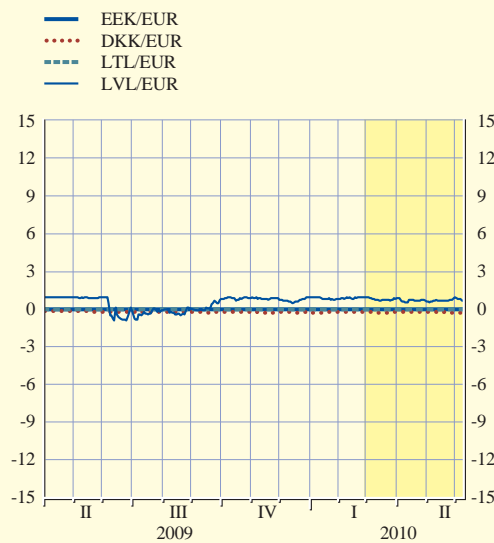
El euro se depreció frente al franco suizo, registrando una caída de alrededor del 6% en los tres meses transcurridos hasta el 9 de junio, para situarse en 1,38 francos suizos. Durante el mismo período, los tipos de cambio bilaterales del euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong siguieron una evolución paralela a la del tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense. En este período, y pese al fuerte repunte observado a mediados de mayo, el euro se depreció frente a las principales monedas de países productores de materias primas, como el dólar canadiense (un 12,7%) y el dólar australiano (un 5%).

7.2 BALANZA DE PAGOS

El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro continuó su expansión en el primer trimestre de 2010. En marzo, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo a 41,7 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB). En la cuenta financiera, el descenso de las entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera hasta un total acumulado de 147,4 mm de euros en el año transcurrido hasta marzo, es atribuible a la reducción de las entradas netas de inversiones de cartera.

Gráfico 59 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

(datos diarios; desviación de la paridad central en puntos porcentuales)

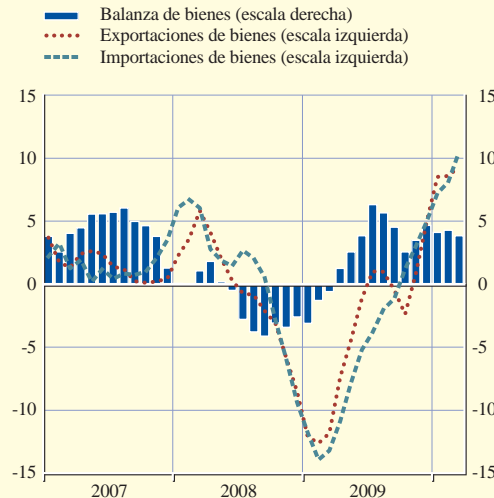


Fuente: BCE.

Nota: Una desviación positiva (negativa) de la paridad central frente al euro significa que la moneda se sitúa en la zona débil (fuerte) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es $\pm 15\%$.

Gráfico 60 Comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro

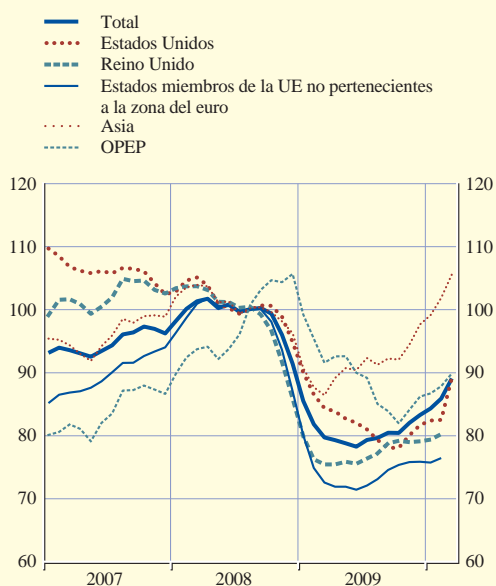
(tasas de variación intertrimestral; mm de euros; para la balanza de bienes, media móvil de tres meses; datos ajustados por días laborales y, para la balanza de bienes, datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 61 Exportaciones reales a algunos socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro

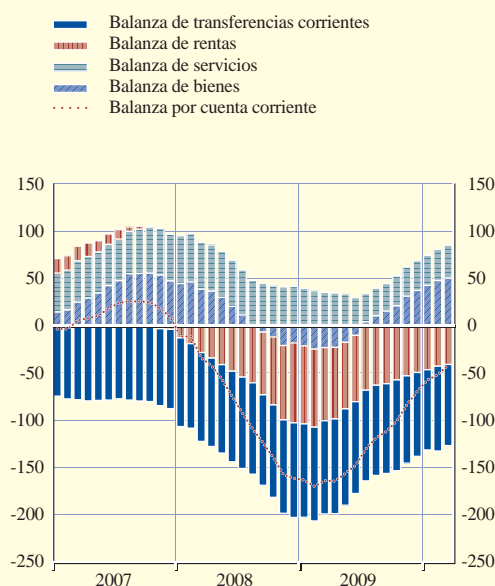
(índices: tercer trimestre de 2008 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Notas: Las observaciones más recientes corresponden a marzo de 2010, salvo en el caso de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y el Reino Unido (febrero de 2010). El agregado Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro no incluye Dinamarca, Suecia ni el Reino Unido.

Gráfico 62 Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

(mm de euros; flujos acumulados de doce meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: BCE.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Tras el repunte experimentado a finales de 2009, el comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro siguió recuperándose a un ritmo cada vez más rápido en el primer trimestre de 2010. En comparación con el trimestre anterior, las exportaciones de bienes aumentaron, en términos nominales, a una tasa del 9,3% (véanse gráfico 60 y cuadro 12), cifra muy superior a la media intertrimestral de largo plazo. El crecimiento de las exportaciones estuvo determinado, principalmente, por un nuevo repunte de la demanda exterior que se debió, en parte, a los efectos sostenidos de las medidas de estímulo fiscal y a un prolongado ciclo de existencias en los países con los que comercia la zona del euro. Concretamente, aumentaron las exportaciones a Asia, Estados Unidos y la OPEP, al tiempo que se estabilizaron las exportaciones al Reino Unido y a otros Estados miembros de la UE (véase gráfico 61). Además, debido a la depreciación del euro, es probable que a los exportadores de la zona del euro les haya beneficiado una evolución más favorable de los precios de exportación en comparación con sus principales competidores. La desagregación disponible de las exportaciones nominales de la zona del euro en volúmenes y precios indica que el reciente aumento de las exportaciones tuvo su origen, principalmente, en un incremento de las exportaciones en términos reales, mientras que los precios de exportación se recuperaron a un ritmo más moderado.

En comparación con el cuarto trimestre de 2009, las importaciones nominales de bienes provenientes de fuera de la zona del euro también experimentaron un pronunciado aumento en el primer trimestre de 2010, creciendo a una tasa del 10,5% y superando de forma considerable la tasa media de crecimiento inter-

Cuadro 12 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2010		Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Cifras acumuladas de 12 meses hasta	
	Feb	Mar	II	III	IV	2010 I	2009 I	2010 I
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-4,5	1,7	-5,8	-3,6	-3,0	-1,5	-164,0	-41,7
Bienes	5,3	3,8	3,8	4,5	4,7	3,8	-23,2	50,5
Exportaciones	119,0	126,4	105,9	105,4	110,5	120,8	1.491,2	1.327,9
Importaciones	113,7	122,7	102,1	100,9	105,9	117,0	1.514,4	1.277,3
Servicios	3,6	4,0	1,8	2,7	3,4	3,6	35,2	34,6
Exportaciones	38,7	39,9	38,8	38,4	39,5	39,3	508,0	468,1
Importaciones	35,2	35,9	37,0	35,7	36,1	35,7	472,7	433,5
Rentas	-1,5	-0,9	-4,2	-4,0	-3,9	-1,5	-77,5	-41,1
Transferencias corrientes	-11,9	-5,1	-7,2	-6,9	-7,2	-7,3	-98,6	-85,7
Cuenta financiera¹⁾	4,5	0,9	3,6	-4,2	-1,3	6,6	185,2	14,4
Total inversiones directas y de cartera netas	8,1	-37,8	23,7	18,1	18,4	-11,2	188,5	147,4
Inversiones directas netas	0,6	-25,4	0,1	-7,9	-2,6	-9,3	-198,3	-59,0
Inversiones de cartera netas	7,5	-12,4	23,6	26,1	21,0	-1,9	386,8	206,4
Acciones y participaciones	5,0	-5,4	12,9	16,6	4,9	6,9	-126,5	124,0
Valores distintos de acciones	2,5	-6,9	10,7	9,4	16,2	-8,8	513,3	82,5
Bonos y obligaciones	-0,9	-6,7	1,8	-15,5	5,8	-6,7	266,9	-44,1
Instrumentos del mercado monetario	3,4	-0,2	8,9	25,0	10,4	-2,1	246,4	126,6
Falta traducción	0,1	41,4	-27,2	-21,0	-21,6	-27,2	4,6	-156,1
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	0,8	5,5	-1,9	-0,6	4,4	6,7	-2,8	-10,2
Importaciones	-1,3	6,5	-4,5	-1,8	3,9	7,6	0,9	-13,9
Bienes								
Exportaciones	1,6	6,3	-1,1	-0,5	4,9	9,3	-3,9	-11,0
Importaciones	-0,8	7,9	-5,2	-1,2	5,0	10,5	0,1	-15,7
Servicios								
Exportaciones	-1,6	3,0	-3,9	-1,1	2,9	-0,5	0,5	-7,9
Importaciones	-2,9	2,0	-2,4	-3,5	1,0	-0,9	3,7	-8,3

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

1) Las cifras corresponden a saldos (flujos netos). Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta. Datos sin desestacionalizar.

trimestral observada en el pasado. Al parecer, la expansión de las importaciones de bienes estuvo respaldada, entre otros factores, por la demanda de insumos intermedios, inducida por las exportaciones. Al mismo tiempo, es posible que la depreciación del euro haya tenido un efecto moderador sobre las importaciones.

A diferencia del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro, el comercio de servicios parece haber perdido impulso en el primer trimestre de 2010. En tasas intertrimestrales, las exportaciones y las importaciones nominales de servicios se redujeron un 0,5% y un 0,9%, respectivamente, tras aumentar ligeramente en los meses anteriores.

En conjunto, debido a que el crecimiento de las importaciones fue más sólido que el de las exportaciones, el superávit comercial de la balanza de bienes y servicios se redujo en el primer trimestre de 2010 en comparación con el trimestre precedente. No obstante, en cifras acumuladas de doce meses, dicho superávit se incrementó, contribuyendo así al descenso del déficit por cuenta corriente (véase gráfico 62). De hecho, en el año transcurrido hasta marzo, el déficit por cuenta corriente acumulado se situó en 41,7 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB), en comparación con los 164 mm de euros contabiliza-

dos un años antes. Ello es atribuible no solo a la mejora de la balanza comercial de bienes y servicios, sino también al descenso de los déficits de las balanzas de rentas y transferencias corrientes.

De cara al futuro, los indicadores disponibles sugieren que las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro seguirán creciendo en el corto plazo. El índice de carteras de pedidos exteriores de la encuesta a directores de compras del sector manufacturero de la zona del euro se mantuvo muy por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, a pesar de haber descendido ligeramente en los últimos meses. No obstante, podría producirse cierta pérdida de impulso a medida que se desvanezca el impacto de los factores transitorios que afectan a la demanda exterior, como las medidas de estímulo fiscal y el respaldo del ciclo de existencias.

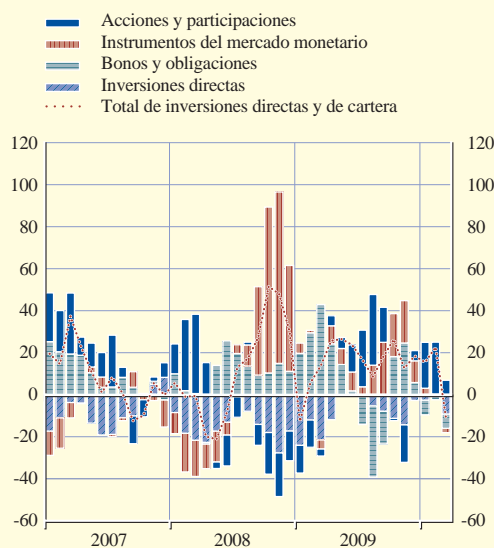
CUENTA FINANCIERA

En el primer trimestre de 2010, la zona del euro registró, en promedio, salidas netas mensuales en el agregado de inversiones directas y de cartera por importe de 11,2 mm de euros, en comparación con las entradas netas de 18,4 mm de euros contabilizadas en el trimestre anterior (véase gráfico 63). Esta evolución refleja, principalmente un cambio de signo en las inversiones de cartera, que pasaron de unas entradas netas de 21 mm de euros a unas salidas netas de 1,9 mm de euros, como resultado, básicamente, de un cambio de signo, de entradas netas a salidas netas, en los valores distintos de acciones. Considerando la evolución en más detalle, se observa que el significativo aumento de las inversiones de residentes en la zona del euro en valores de renta fija extranjeros, especialmente en bonos y obligaciones, se intensificó por la reducción de las entradas de recursos financieros en forma de valores distintos de acciones adquiridos por no residentes. Por el contrario, las entradas netas de acciones y participaciones aumentaron ligeramente en un clima de renovado apetito por el riesgo entre los inversores internacionales. Al mismo tiempo, mientras que las entradas de inversión directa extranjera mostraron signos de desaceleración, las salidas netas de este tipo de inversiones ascendieron hasta 9,3 mm de euros en el primer trimestre de 2010, desde los 2,6 mm de euros registrados en el último trimestre de 2009.

Desde una perspectiva de más largo plazo, en el año transcurrido hasta marzo, la zona del euro registró menores entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera, que ascendieron a 147,4 mm de euros, en comparación con los 188,5 mm de euros contabilizados un año antes (véase cuadro 12). Este descenso es atribuible, en gran medida, a una disminución de las entradas netas de inversiones de cartera que, a su vez, oculta cambios significativos en las transacciones transfronterizas de los mercados de renta fija y de renta variable. Concretamente, durante el año 2009 y en el primer trimestre de 2010, el cambio en las preferencias que favoreció a los activos de bajo riesgo, incluidos la deuda a corto plazo y los bonos del Estado, perdió impulso en vista de las perspectivas más favorables de la economía mundial y de la mejora de las condiciones en los mercados financieros. Ello se tradujo en un descenso significativo de las entradas netas de valores distintos de acciones —principalmente como resultado de la disminución de las compras de

Gráfico 63 Principales partidas de la cuenta financiera

(mm de euros; flujos netos; medias móviles de tres meses; datos mensuales)



Fuente: BCE.

valores de renta fija de la zona del euro por parte de inversores extranjeros en comparación con los máximos registrados en 2008—, que contrarrestó con creces el cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, de los flujos de acciones y participaciones. El impacto de la crisis financiera sobre el nivel y la composición de los flujos financieros transfronterizos de la zona del euro se analiza con más detalle en el recuadro 10.

En conjunto, en el período de doce meses transcurrido hasta marzo, la zona del euro registró un descenso de las entradas netas en la cuenta financiera hasta 14,4 mm de euros. Dicho descenso es atribuible a la reducción de las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera y al cambio de signo, de entradas netas a salidas netas, en la partida de otras inversiones.

Recuadro 10

LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS Y LOS FLUJOS FINANCIEROS TRANSFRONTERIZOS DE LA ZONA DEL EURO

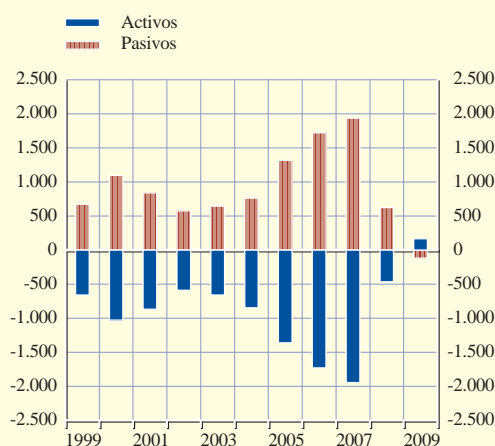
Las turbulencias financieras que se iniciaron en el verano de 2007 y se intensificaron en el otoño de 2008 afectaron significativamente a los saldos externos de la zona del euro, tanto a través del comercio exterior como de los canales financieros. Aunque la evolución del comercio exterior se ha analizado con detalle en anteriores ocasiones¹, este recuadro se centra en el impacto de la crisis financiera sobre el nivel y la composición de las transacciones financieras transfronterizas de la zona del euro y en la evolución de estos flujos en el posterior período de recuperación económica mundial².

En los años que precedieron a la crisis financiera, las compras transfronterizas de activos financieros, tanto por parte de residentes de la zona del euro en el exterior (activos) como de no residentes en la zona del euro (pasivos) registraron un fuerte incremento, especialmente en el período comprendido entre 2005 y mediados de 2007 (véase gráfico A). Este incremento tuvo su origen, en parte, en la innovación financiera a nivel mundial y en el uso generalizado, por parte de varias instituciones financieras, de nuevos instrumentos de transferencia del riesgo, como la deuda titulizada y otros contratos de derivados. Además, la mayor profundización de la integración financiera a escala mundial ha contribuido también al aumento de la demanda de activos externos, junto con la escasa aversión al riesgo por parte de los inversores y con las favorables condiciones macroeconómicas.

La intensificación de la crisis financiera en el otoño de 2008 marcó un alto en el aumento de los flujos financieros transfronterizos, tanto en el ac-

Gráfico A Cuenta financiera de la zona del euro

(mm de euros; flujos anuales)



Fuente: BCE.

Nota: La cuenta financiera incluye la inversión directa, la inversión de cartera, los derivados financieros, otras inversiones y los activos de reserva. Entradas (+); salidas (-).

1 Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Evolución reciente del comercio de la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero de 2010.

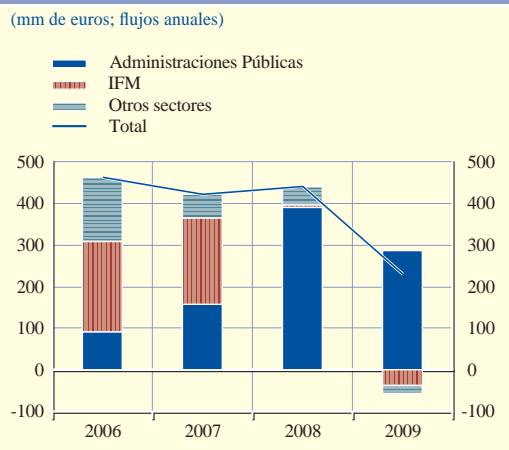
2 Obsérvese que en este recuadro se presentan los flujos externos agregados de la zona del euro. El análisis excluye los flujos entre países miembros de la zona.

tivo como en el pasivo de la cuenta financiera de la zona del euro. En conjunto, en 2008 se registró una significativa reducción de las transacciones financieras exteriores realizadas por residentes y no residentes en la zona del euro, que afectó a todos los tipos de inversores tanto del sector bancario como del sector no bancario y a toda la gama de inversiones o instrumentos.

Varias circunstancias excepcionales amplificaron la reducción —o, en algunos casos, dieron lugar a una desinversión (es decir, desapalancamiento)— de las inversiones transfronterizas de residentes y no residentes en la zona del euro durante la crisis. En primer lugar, la falta de liquidez resultante del colapso de los mercados interbancario y de bonos de titulización se tradujo, inicialmente, en significativas ventas (liquidaciones) de otros activos para obtener efectivo. En segundo lugar, el aumento de la incertidumbre y la información asimétrica entre prestamistas y prestatarios alteró las percepciones de riesgo de los inversores, al tiempo que estimuló, en cierta medida, el comportamiento gregario. Las necesidades de liquidez excepcionalmente altas y el aumento de la aversión al riesgo se sumaron a una amplia reestructuración de los balances provocada por la preocupación por la solvencia. Como resultado, aumentó el «sesgo nacional», manifestado en la intensa repatriación de fondos, y ganaron importancia los movimientos relacionados con la «huida hacia la calidad». En conjunto, todos estos factores no solo dieron lugar a una reducción de las transacciones transfronterizas relacionadas con las inversiones directas, las inversiones de cartera y las otras inversiones, sino también a cambios en la composición de los flujos de cartera transfronterizos de la zona del euro, que se manifestaron concretamente en trasvases de: i) valores de renta variable a valores de renta fija; ii) valores de renta fija a largo plazo a valores de renta fija a corto plazo, y iii) valores privados a deuda pública, como puede observarse, por ejemplo, en el gráfico B, en el que aparecen las inversiones extranjeras en valores de renta fija emitidos por diversos sectores de la zona del euro.

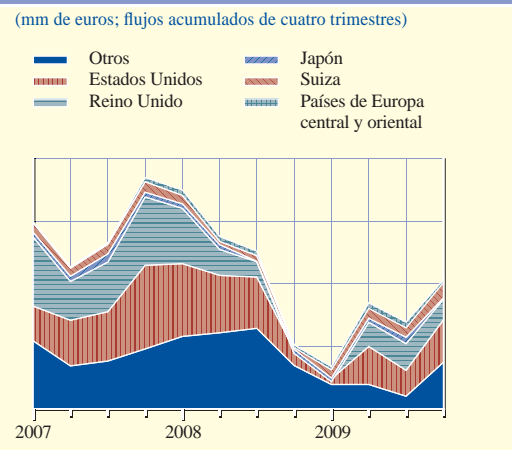
A medida que la economía mundial comenzó a dar señales de estabilización en 2009, algunas de las tendencias de los flujos financieros transfronterizos de residentes y no residentes en la zona del euro observadas durante la crisis se atenuaron o incluso se revirtieron. Por lo que respecta a las inversiones de cartera, los activos de menor riesgo, incluidos los valores de renta fija a corto plazo y la deuda

Gráfico B Inversión extranjera en valores de renta fija de la zona del euro por sectores



Fuente: BCE.
Nota: IFM denota las instituciones financieras monetarias, incluido el Eurosistema.

Gráfico C Distribución geográfica de las entradas de inversión directa en la zona del euro



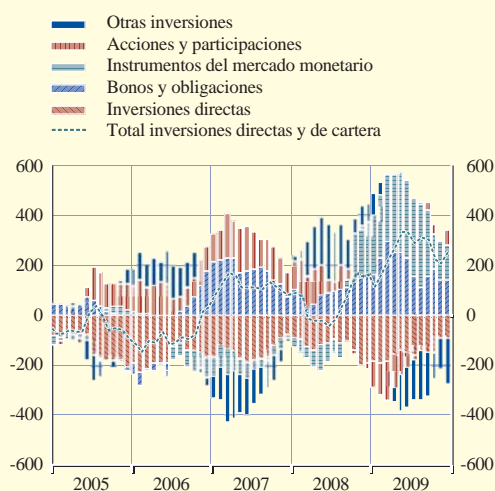
Fuente: BCE.

pública, perdieron parte de su atractivo en 2009, en vista de las perspectivas económicas mundiales más favorables y de la mejora de la situación en los mercados financieros. Al mismo tiempo, el proceso de desapalancamiento internacional iniciado por residentes y no residentes en la zona del euro en 2008 tocó a su fin, por lo que respecta a los valores de renta variable, como consecuencia de un repunte parcial del apetito por el riesgo entre los inversores. No obstante, el desapalancamiento ha seguido siendo notable en los préstamos y depósitos transfronterizos, como se refleja en los flujos de «otras inversiones» de la cuenta financiera de la zona del euro. La necesidad de reforzar las posiciones de capital y reducir la exposición internacional al riesgo determinó, en gran medida, la continua desinversión en activos exteriores y la reducción de los pasivos transfronterizos por parte del sector bancario de la zona del euro. De la misma manera, la necesidad de ajustar los balances y reembolsar la deuda dio lugar, por primera vez desde 1999, a un descenso de los activos y los pasivos transfronterizos en los préstamos y depósitos del sector no bancario de la zona del euro. Por último, las inversiones directas —que se moderaron, pero mostraron una mayor capacidad de resistencia que otras formas de capital privado durante la crisis— dieron algunas señales de recuperación en 2009. Las inversiones directas en la zona del euro repuntaron de nuevo, pero siguieron siendo muy reducidas, especialmente las provenientes de Reino Unido y Estados Unidos (véase gráfico C). Al mismo tiempo, se estabilizaron las inversiones de los residentes de la zona del euro en el exterior.

En resumen, la crisis financiera introdujo cambios significativos en el tamaño y la composición de los flujos financieros transfronterizos, tanto de residentes como de no residentes en la zona del euro. Las fuertes necesidades de liquidez, el aumento de la aversión al riesgo y la reestructuración generalizada de los balances provocaron una notable reducción o un proceso de desinversión en toda la gama de inversiones o instrumentos. Como resultado, la zona del euro registró un pronunciado incremento de las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera en 2008, que refleja, en gran medida, las fuertes entradas netas de bonos y obligaciones y de instrumentos del mercado monetario, que compensaron las salidas netas de inversiones directas y de inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones. Al mismo tiempo, la partida «otras inversiones» de la cuenta financiera de la zona del euro registró entradas netas como resultado de las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses realizadas por el BCE³ (véase gráfico D). No obstante, en 2009, las principales tendencias en la actividad financiera transfronteriza observadas durante la crisis se moderaron o incluso se revirtieron. El cambio de signo de inversiones de cartera en renta variable, de salidas netas a entradas netas, y la reducción de las salidas netas de inversiones directas contrarrestaron con creces la notable disminución de

Gráfico D Principales partidas de la cuenta financiera de la zona del euro

(mm de euros; flujos netos acumulados de doce meses)



Fuente: BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a diciembre de 2009. Entradas netas (+); salidas netas (-).

3 Al intensificarse la crisis en septiembre de 2008, se registraron fuertes presiones en los mercados de financiación en dólares estadounidenses. El BCE puso en marcha acuerdos de compraventa de divisas con pacto de recompra a plazo de carácter temporal (línea *swap*) con la Reserva Federal, que le permitieron realizar operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses con sus entidades de contrapartida, respaldadas por activos de garantía admitidos por el Eurosistema.



las compras netas de valores de renta fija de la zona del euro por parte de inversores extranjeros en comparación con los máximos registrados en 2008. En conjunto, como consecuencia de esta evolución, se produjo un aumento aún mayor de las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera en 2009. Al mismo tiempo, la partida de otras inversiones contabilizó salidas netas, como consecuencia de la reversión de las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses realizadas por el BCE un año antes y en el contexto de un proceso continuo de desapalancamiento de la banca.

De cara al futuro, los flujos financieros transfronterizos de la zona del euro podrían mantenerse, durante cierto tiempo, por debajo de los niveles observados antes de la crisis, mientras continúe la reestructuración de los balances por parte de los residentes y los no residentes en la zona del euro. Tras el aumento de la actividad financiera internacional antes de la crisis, podría producirse una normalización de los flujos financieros transfronterizos en niveles algo más bajos. Los flujos financieros transfronterizos trimestrales movilizados por residentes y no residentes en la zona del euro en el primer trimestre de 2010 se situaron, de hecho, por debajo de las respectivas medias de largo plazo. Aunque, recientemente, se ha producido un repunte del apetito por el riesgo y una consiguiente reactivación de las transacciones transfronterizas de valores de renta variable, existen dudas acerca de la continuidad de esas tendencias en el corto plazo. Además, ello depende, en gran medida, de las perspectivas de la economía mundial y, especialmente, de la evolución de las finanzas públicas en varias regiones del mundo.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

	PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO	
	Resumen de indicadores económicos de la zona del euro	S5
I	ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA	
1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	S6
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	S7
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	S8
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	S9
2	DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN	
2.1	Balance agregado de las IFM de la zona del euro	S10
2.2	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro	S11
2.3	Estadísticas monetarias	S12
2.4	Detalle de los préstamos concedidos por las IFM	S14
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	S17
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
2.7	Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM	S21
2.8	Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM	S22
2.9	Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro	S24
2.10	Valores mantenidos por los fondos de inversión según sus emisores	S25
3	CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO	
3.1	Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales	S26
3.2	Cuentas no financieras de la zona del euro	S30
3.3	Hogares	S32
3.4	Sociedades no financieras	S33
3.5	Empresas de seguros y fondos de pensiones	S34
4	MERCADOS FINANCIEROS	
4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	S35
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	S36
4.3	Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	S38
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
4.5	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro	S42
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	S44
4.7	Curvas de rendimientos de la zona del euro	S45
4.8	Índices bursátiles	S46
5	PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO	
5.1	IAPC, otros precios y costes	S47
5.2	Producto y demanda	S50
5.3	Mercado de trabajo	S54

¹ Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu. Véase el apartado Statistical Data Warehouse, en la sección Statistics de la dirección del BCE en Internet (<http://sdw.ecb.europa.eu>), para series de datos más largas y detalladas.

6	FINANZAS PÚBLICAS	
6.1	Recursos, empleos y déficits/superávits	S55
6.2	Deuda	S56
6.3	Variaciones de la deuda	S57
6.4	Recursos, empleos y déficits/superávits; datos trimestrales	S58
6.5	Deuda trimestral y variaciones de la deuda	S59
7	OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR	
7.1	Resumen de la balanza de pagos	S60
7.2	Cuenta corriente y cuenta de capital	S61
7.3	Cuenta financiera	S63
7.4	Presentación monetaria de la balanza de pagos	S69
7.5	Comercio exterior de bienes	S70
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivos	S72
8.2	Tipos de cambio bilaterales	S73
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	S74
9.2	En Estados Unidos y Japón	S75
	LISTA DE GRÁFICOS	S76
	NOTAS TÉCNICAS	S77
	NOTAS GENERALES	S83

Símbolos utilizados en los cuadros

“-”	Inexistencia del fenómeno considerado/ dato no aplicable
“.”	Dato no disponible por el momento
“...”	Cero o no significativo
“mm”	10 ⁹
(p)	Cifra provisional
(d.)	Desestacionalizado
(s.d.)	Sin desestacionalizar



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2),3)}	M3 ^{2),3)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ²⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ²⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	2,4	9,6	9,7	-	9,5	18,9	4,64	3,69
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	24,1	1,22	3,76
2009 II	8,1	5,6	4,4	-	2,1	26,9	1,31	3,99
III	12,2	4,5	2,7	-	0,4	24,4	0,87	3,64
IV	12,3	2,2	0,3	-	-0,6	19,7	0,72	3,76
2010 I	11,3	1,7	-0,2	-	-0,4	10,7	0,66	3,46
2009 Dic	12,4	1,6	-0,3	-0,2	-0,2	12,1	0,71	3,76
2010 Ene	11,5	1,8	0,0	-0,2	-0,6	12,2	0,68	3,66
Feb	11,0	1,6	-0,4	-0,2	-0,4	9,5	0,66	3,49
Mar	10,8	1,6	-0,1	-0,2	-0,2	8,9	0,64	3,46
Abr	10,7	1,4	-0,1	.	0,1	.	0,64	3,40
May	.	.	.	.	.	.	0,69	3,00

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC ¹⁾	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	3,3	6,1	3,5	0,6	-1,7	81,8	0,7	7,5
2009	0,3	-5,1	3,3	-4,1	-15,1	71,1	-1,9	9,4
2009 III	-0,4	-7,8	3,0	-4,1	-14,5	70,3	-2,3	9,7
IV	0,4	-4,6	2,2	-2,1	-7,6	71,7	-2,1	9,8
2010 I	1,1	-0,2	.	0,6	4,3	73,9	.	10,0
2009 Dic	0,9	-2,9	-	-	-4,0	-	-	9,9
2010 Ene	1,0	-1,0	-	-	1,6	72,3	-	9,9
Feb	0,9	-0,4	-	-	4,0	-	-	10,0
Mar	1,4	0,9	-	-	7,2	-	-	10,0
Abr	1,5	2,8	-	-	.	75,5	-	10,1
May	1,6	.	-	-	.	-	-	.

3. Balanza de pagos, activos de reserva y tipos de cambio

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-21 ⁵⁾ (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
2008	-144,0	-19,1	-198,7	344,1	374,2	110,5	110,1	1,4708
2009	-47,8	39,5	-95,7	317,9	462,4	111,7	110,6	1,3948
2009 II	-19,8	14,0	0,3	70,8	381,5	111,1	110,2	1,3632
III	-2,2	13,8	-23,7	78,2	430,9	112,1	110,9	1,4303
IV	9,9	19,4	-7,8	63,1	462,4	113,8	112,2	1,4779
2010 I	-16,9	3,8	-27,9	-5,6	498,7	108,7	106,9	1,3829
2009 Dic	10,9	5,9	2,7	61,1	462,4	113,0	111,2	1,4614
2010 Ene	-13,0	-7,4	-3,1	-0,7	468,7	110,8	108,9	1,4272
Feb	-5,3	5,1	0,6	7,5	492,6	108,0	106,1	1,3686
Mar	1,4	6,1	-25,4	-12,4	498,7	107,4	105,7	1,3569
Abr	.	.	.	.	521,6	106,1	104,4	1,3406
May	.	.	.	.	.	102,8	101,2	1,2565

Fuentes: BCE, Comisión Europea (Eurostat y D. G. de Asuntos Económicos y Financieros) y Reuters.

Nota: Para más información sobre los datos, véanse los cuadros relevantes en esta sección.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las Notas Técnicas para más detalles.
- M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- Basado en las curvas de rendimientos de la deuda pública de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA. Para más información, véase la sección 4.7.
- Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I. Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	14 mayo 2010	21 mayo 2010	28 mayo 2010	4 junio 2010
Oro y derechos en oro	286.697	286.696	286.692	286.692
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	214.961	211.749	212.274	213.020
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	35.173	29.798	33.743	28.705
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	16.446	19.267	18.061	17.843
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	806.663	811.688	815.138	826.577
Operaciones principales de financiación	99.570	104.752	106.014	117.727
Operaciones de financiación a plazo más largo	706.880	706.881	708.837	708.805
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	167	13	250	8
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	45	42	36	37
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	36.688	39.861	40.414	37.574
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	377.311	387.114	398.211	400.650
Valores mantenidos con fines de política monetaria	68.692	79.797	90.010	96.178
Otros valores	308.619	307.317	308.200	304.471
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	35.576	35.582	35.576	35.576
Otros activos	253.427	248.214	248.343	251.871
Total activo	2.062.943	2.069.968	2.088.450	2.098.508

2. Pasivo

	14 mayo 2010	21 mayo 2010	28 mayo 2010	4 junio 2010
Billetes en circulación	805.040	804.587	804.705	809.442
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	527.411	516.213	526.345	557.257
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	301.800	246.239	183.676	171.325
Facilidad de depósito	225.606	253.469	316.163	350.902
Depósitos a plazo	0	16.500	26.500	35.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	5	5	6	30
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	572	390	507	613
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	117.238	126.471	145.729	125.371
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	45.563	59.248	48.506	40.639
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	3.447	2.383	2.051	2.184
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	13.384	12.619	13.142	13.265
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	53.033	53.033	53.033	53.033
Otros pasivos	171.392	169.162	167.914	170.183
Cuentas de revalorización	249.205	249.205	249.205	249.205
Capital y reservas	76.657	76.657	77.313	77.314
Total pasivo	2.062.943	2.069.968	2.088.450	2.098.508

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

	Con efectos desde: ¹⁾	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
		Nivel	Variación	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable	Variación	Nivel	Variación
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja			
		1	2	3	4	5	6	7
1999	1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	-	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9 Jul	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8 Oct	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9 ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15 ⁵⁾	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
	12 Nov	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
	10 Dic	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009	21 Ene	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
	11 Mar	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
	8 Abr	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
	13 May	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 1999 hasta el 9 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito. Respecto a las operaciones principales de financiación, las variaciones en el tipo de interés tienen efecto a partir de la primera operación posterior a la fecha indicada, excepto la del 18 de septiembre de 2001, que tuvo efecto el mismo día. A partir del 10 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito, a la facilidad marginal de crédito y a las operaciones principales de financiación (las variaciones en el tipo de interés tendrán efecto a partir de la operación principal de financiación posterior a la decisión del Consejo de Gobierno), salvo indicación en contrario.
- El 22 de diciembre de 1998, el BCE anunció que, como medida excepcional, entre el 4 y el 21 de enero de 1999 se aplicaría una banda estrecha de 50 puntos básicos entre los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito, con el propósito de facilitar a los participantes en el mercado la adaptación al nuevo sistema.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían mediante subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades pueden realizar sus pujas.
- Con efectos a partir del 9 de octubre de 2008, el BCE redujo la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación. A partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes se volvió a situar en 200 puntos básicos.
- El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. Este cambio anuló la decisión anterior (adoptada el mismo día) de reducir en 50 puntos básicos el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación realizadas mediante subastas a tipo de interés variable.

1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas ^{1), 2)}

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

1. Operaciones principales de financiación y de financiación a plazo más largo ³⁾

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días
				Subastas a tipo fijo	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operaciones principales de financiación								
2010 10 Feb	76.083	79	76.083	1,00	-	-	-	7
17	81.935	78	81.935	1,00	-	-	-	7
24	81.421	71	81.421	1,00	-	-	-	7
3 Mar	80.455	65	80.455	1,00	-	-	-	7
10	78.402	71	78.402	1,00	-	-	-	7
17	79.032	79	79.032	1,00	-	-	-	7
24	81.062	81	81.062	1,00	-	-	-	7
31	78.266	73	78.266	1,00	-	-	-	7
7 Abr	71.535	67	71.535	1,00	-	-	-	7
14	70.577	68	70.577	1,00	-	-	-	7
21	70.228	67	70.228	1,00	-	-	-	7
28	75.624	66	75.624	1,00	-	-	-	7
5 May	90.317	76	90.317	1,00	-	-	-	7
12	99.570	81	99.570	1,00	-	-	-	7
19	104.752	81	104.752	1,00	-	-	-	7
26	106.014	83	106.014	1,00	-	-	-	7
2 Jun	117.727	86	117.727	1,00	-	-	-	7
9	122.039	96	122.039	1,00	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2010 20 Ene	5.739	7	5.739	1,00	-	-	-	21
28	3.268	22	3.268	1,00	-	-	-	91
10 Feb	2.757	14	2.757	1,00	-	-	-	28
25	10.205	23	10.205	1,00	-	-	-	91
10 Mar	9.315	11	9.315	1,00	-	-	-	35
1 Abr	2.015	11	2.015	1,00	-	-	-	91
1 ⁵⁾	17.876	62	17.876	-	-	-	-	182
14	15.730	12	15.730	1,00	-	-	-	28
29 ³⁾	4.846	24	4.846	-	1,00	1,00	1,15	91
12 May	20.480	18	20.480	1,00	-	-	-	35
13 ⁵⁾	35.668	56	35.668	-	-	-	-	182
27	12.163	35	12.163	1,00	-	-	-	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días	
					Subastas a tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ⁴⁾		Tipo medio ponderado
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2009 7 Jul	Operaciones temporales	279.477	165	275.986	-	-	1,00	0,80	0,64	1
11 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	238.847	159	238.345	-	-	1,00	0,80	0,70	1
8 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	196.299	157	195.099	-	-	1,00	0,80	0,73	1
13 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	170.131	160	169.680	-	-	1,00	0,80	0,74	1
10 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	191.883	165	191.379	-	-	1,00	0,80	0,76	1
7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	130.896	147	129.709	-	-	1,00	0,80	0,76	1
2010 19 Ene	Operaciones temporales	259.013	188	258.907	-	-	1,00	0,80	0,75	1
9 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	270.783	187	270.566	-	-	1,00	0,80	0,76	1
9 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	295.461	193	294.486	-	-	1,00	0,80	0,76	1
13 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	292.470	186	292.295	-	-	1,00	0,80	0,76	1
11 May	Captación de depósitos a plazo fijo	319.752	193	319.693	-	-	1,00	0,80	0,76	1
19	Captación de depósitos a plazo fijo	162.744	223	16.500	-	-	1,00	0,29	0,28	7
26	Captación de depósitos a plazo fijo	86.003	93	26.500	-	-	1,00	0,28	0,27	7
2 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	73.576	68	35.000	-	-	1,00	0,28	0,28	7
9	Captación de depósitos a plazo fijo	75.627	64	40.500	-	-	1,00	0,35	0,31	7

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones que han sido adjudicadas, pero no se han liquidado.
- Con efectos a partir de abril de 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 2 en la sección 1.3.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades puedan realizar sus pujas. El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. El 4 de marzo de 2010, el BCE decidió volver a aplicar los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones de financiación a plazo más largo regulares a tres meses a partir de la operación con fecha de adjudicación el 28 de abril de 2010 y liquidación el 29 de abril de 2010.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- En la última operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año, que se liquidó el 17 de diciembre de 2009, y en las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a seis meses, que se liquidaron el 1 de abril y el 13 de mayo de 2010, el tipo al que se cubrieron todas las pujas estaba indicado con la media de los tipos mínimo de puja de las operaciones principales de financiación que se llevaron a cabo durante la vida de la operación.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

(mm de euros; medias de los periodos de las posiciones diarias, salvo indicación en contrario; tipos de interés en porcentaje)

1. Base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas

Pasivos computables en: ¹⁾	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos a la vista y depósitos a plazo o disponibles con preaviso hasta 2 años	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos a plazo o disponibles con preaviso a más de 2 años	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009 Nov	18.285,8	9.743,0	756,6	2.436,5	1.245,0	4.104,6
2009 Dic	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2010 Ene	18.454,5	9.829,1	766,1	2.465,6	1.225,0	4.168,7
2010 Feb	18.516,2	9.828,1	759,3	2.479,5	1.282,5	4.166,8
2010 Mar	18.587,7	9.807,3	782,6	2.506,7	1.283,5	4.207,6

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010 19 Ene	210,1	211,2	1,2	0,0	1,00
9 Feb	209,5	210,9	1,4	0,0	1,00
9 Mar	210,9	211,8	1,0	0,0	1,00
13 Abr	211,4	212,5	1,2	0,0	1,00
11 May	211,2	212,4	1,2	0,0	1,00
15 Jun	211,3	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ²⁾	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ³⁾	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010 19 Ene	413,0	60,6	648,4	0,4	28,4	147,0	8,1	796,8	119,8	-132,1	211,2	1.155,0
9 Feb	425,6	59,7	662,2	0,2	33,5	168,3	13,3	783,6	122,6	-117,5	210,9	1.162,8
9 Mar	426,9	80,5	641,1	0,9	38,0	186,4	10,5	784,6	113,2	-119,3	211,8	1.182,9
13 Abr	439,8	77,7	650,5	0,4	43,6	200,7	8,4	792,9	113,6	-116,1	212,5	1.206,1
11 May	457,0	76,7	666,4	0,9	49,4	218,2	11,4	796,6	112,1	-100,3	212,4	1.227,2

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

 2) Incluye la liquidez proporcionada en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados (*covered bonds*) del Eurosistema.

 3) Incluye la liquidez absorbida como resultado de las operaciones de *swaps* de divisas del Eurosistema. Para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro ¹⁾

(mm de euros; saldos vivos a fin de período)

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2007	2.046,2	1.029,6	19,9	0,6	1.009,1	300,7	257,2	1,9	41,6	-	17,4	431,1	8,9	258,4
2008	2.982,9	1.803,0	20,6	0,6	1.781,8	362,3	319,6	2,4	40,3	-	14,4	484,7	8,6	309,9
2009 IV	2.829,9	1.475,6	19,5	0,7	1.455,4	451,7	368,3	3,6	79,8	-	16,5	557,7	8,5	320,0
2010 I	2.880,9	1.476,1	19,6	0,7	1.455,9	472,4	376,1	4,1	92,2	-	16,6	583,0	8,4	324,4
2010 Ene	2.823,5	1.464,9	19,5	0,7	1.444,8	451,7	364,3	3,8	83,6	-	16,2	563,2	8,4	319,1
Feb	2.867,1	1.479,4	19,5	0,7	1.459,3	465,4	373,7	3,9	87,9	-	16,1	585,8	8,4	312,0
Mar	2.880,9	1.476,1	19,6	0,7	1.455,9	472,4	376,1	4,1	92,2	-	16,6	583,0	8,4	324,4
Abr ^(p)	2.946,2	1.511,9	19,0	0,7	1.492,3	478,9	377,6	4,5	96,8	-	16,4	609,9	8,4	321,0
IFM, excluido el Eurosistema														
2007	29.500,2	16.893,0	954,5	10.144,3	5.794,2	3.950,6	1.197,1	1.013,2	1.740,3	93,5	1.293,8	4.878,9	205,7	2.184,7
2008	31.842,1	18.052,6	968,4	10.772,1	6.312,0	4.630,0	1.245,9	1.406,8	1.977,4	98,7	1.196,1	4.754,3	211,4	2.898,9
2009 IV	31.153,8	17.703,7	1.002,3	10.780,3	5.921,1	5.061,5	1.483,9	1.496,8	2.080,8	85,1	1.234,9	4.258,1	220,4	2.590,2
2010 I	31.566,8	17.742,3	1.033,0	10.795,4	5.913,9	5.128,6	1.551,6	1.482,1	2.094,8	77,7	1.227,6	4.421,3	218,0	2.751,3
2010 Ene	31.408,1	17.723,1	1.013,9	10.770,2	5.939,0	5.077,0	1.496,5	1.493,2	2.087,4	86,9	1.250,2	4.383,5	219,7	2.667,6
Feb	31.525,0	17.712,6	1.009,1	10.773,5	5.930,0	5.094,9	1.523,7	1.497,4	2.073,7	85,6	1.232,7	4.432,0	218,2	2.749,0
Mar	31.566,8	17.742,3	1.033,0	10.795,4	5.913,9	5.128,6	1.551,6	1.482,1	2.094,8	77,7	1.227,6	4.421,3	218,0	2.751,3
Abr ^(p)	31.983,4	17.890,7	1.037,0	10.816,4	6.037,3	5.139,9	1.564,4	1.491,4	2.084,0	76,7	1.270,8	4.519,2	218,0	2.868,4

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2007	2.046,2	697,0	739,1	23,9	19,1	696,2	-	0,1	238,0	113,9	258,1
2008	2.982,9	784,7	1.240,7	68,8	16,6	1.155,2	-	0,1	273,8	377,8	305,9
2009 IV	2.829,9	829,3	1.185,7	102,6	22,6	1.060,5	-	0,1	320,9	140,2	353,7
2010 I	2.880,9	819,9	1.222,8	101,2	22,0	1.099,6	-	0,1	353,0	135,4	349,6
2010 Ene	2.823,5	806,2	1.204,1	116,3	23,5	1.064,2	-	0,1	328,4	133,5	351,3
Feb	2.867,1	807,0	1.225,9	107,0	23,6	1.095,2	-	0,1	344,7	138,1	351,4
Mar	2.880,9	819,9	1.222,8	101,2	22,0	1.099,6	-	0,1	353,0	135,4	349,6
Abr ^(p)	2.946,2	821,1	1.264,2	87,8	22,0	1.154,4	-	0,1	369,2	140,1	351,5
IFM, excluido el Eurosistema											
2007	29.500,2	-	15.141,9	126,9	8.927,5	6.087,5	754,1	4.630,9	1.683,6	4.538,6	2.751,1
2008	31.842,1	-	16.740,2	191,0	9.690,4	6.858,8	824,8	4.848,4	1.767,6	4.404,3	3.256,9
2009 IV	31.153,8	-	16.465,8	144,2	10.034,6	6.287,1	732,3	4.919,1	1.921,0	4.099,8	3.015,8
2010 I	31.566,8	-	16.419,7	166,3	10.024,3	6.229,1	705,8	5.013,0	1.928,1	4.290,0	3.210,3
2010 Ene	31.408,1	-	16.461,2	161,1	10.009,6	6.290,5	738,8	4.975,7	1.920,4	4.227,0	3.084,9
Feb	31.525,0	-	16.460,3	166,5	10.012,0	6.281,8	729,4	4.961,0	1.916,9	4.285,4	3.172,0
Mar	31.566,8	-	16.419,7	166,3	10.024,3	6.229,1	705,8	5.013,0	1.928,1	4.290,0	3.210,3
Abr ^(p)	31.983,4	-	16.591,8	159,6	10.111,3	6.320,9	713,9	5.024,2	1.932,0	4.404,8	3.316,7

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

2) Importes emitidos por residentes en la zona del euro. Los importes emitidos por no residentes están incluidos en «Activos frente a no residentes en la zona del euro».

3) Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.

4) Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro ¹⁾

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones durante el período)

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2007	22.380,4	11.119,4	974,4	10.144,9	2.469,4	1.454,3	1.015,1	882,2	5.310,0	214,6	2.384,7
2008	24.126,7	11.761,8	989,0	10.772,8	2.974,7	1.565,5	1.409,2	784,2	5.239,0	220,0	3.147,1
2009 IV	23.862,6	11.802,7	1.021,7	10.781,0	3.352,5	1.852,2	1.500,3	811,8	4.815,8	228,9	2.851,0
2010 I	24.311,4	11.848,7	1.052,6	10.796,1	3.413,9	1.927,7	1.486,2	793,6	5.004,3	226,4	3.024,5
2010 Ene	24.090,2	11.804,2	1.033,3	10.770,9	3.357,7	1.860,7	1.497,0	815,6	4.946,7	228,1	2.937,7
Feb	24.260,7	11.802,7	1.028,5	10.774,2	3.398,7	1.897,4	1.501,2	801,4	5.017,8	226,6	3.013,6
Mar	24.311,4	11.848,7	1.052,6	10.796,1	3.413,9	1.927,7	1.486,2	793,6	5.004,3	226,4	3.024,5
Abr ^(p)	24.632,3	11.873,1	1.056,0	10.817,1	3.438,0	1.942,1	1.495,9	825,5	5.129,1	226,4	3.140,9
Operaciones											
2007	2.621,2	1.014,4	-10,0	1.024,4	289,0	-38,3	327,3	55,5	832,9	-1,2	431,1
2008	1.711,0	599,0	12,8	586,2	499,4	90,1	409,2	-56,0	-56,3	-3,0	728,9
2009 IV	-124,2	-3,3	10,2	-13,5	-5,7	-11,4	5,7	9,2	-34,7	3,9	-93,5
2010 I	270,4	26,9	30,4	-3,4	52,2	71,7	-19,5	-13,0	54,0	-2,6	152,8
2010 Ene	125,8	-18,8	11,3	-30,1	2,0	8,6	-6,6	4,9	62,5	-0,7	75,8
Feb	117,6	-2,6	-4,9	2,4	34,4	31,9	2,5	-12,1	16,7	-1,8	83,0
Mar	27,0	48,3	24,0	24,3	15,8	31,2	-15,3	-5,9	-25,2	0,0	-6,0
Abr ^(p)	275,1	30,4	3,3	27,2	23,1	14,1	9,0	34,8	71,9	0,0	115,5

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos
Saldos vivos										
2007	22.380,4	638,6	150,8	8.946,6	660,4	2.849,1	1.492,7	4.652,5	3.009,2	-19,7
2008	24.126,7	722,9	259,8	9.707,1	725,7	2.830,7	1.615,2	4.782,1	3.562,7	-79,9
2009 IV	23.862,6	770,1	246,8	10.057,2	646,9	2.758,5	1.802,3	4.240,0	3.369,6	-29,0
2010 I	24.311,4	768,7	267,4	10.046,3	628,1	2.826,0	1.830,6	4.425,4	3.559,9	-41,0
2010 Ene	24.090,2	757,2	277,4	10.033,2	651,9	2.804,8	1.798,1	4.360,4	3.436,2	-29,1
Feb	24.260,7	759,7	273,5	10.035,6	643,7	2.799,4	1.814,1	4.423,5	3.523,4	-12,2
Mar	24.311,4	768,7	267,4	10.046,3	628,1	2.826,0	1.830,6	4.425,4	3.559,9	-41,0
Abr ^(p)	24.632,3	772,7	247,4	10.133,2	636,9	2.843,5	1.839,4	4.544,9	3.668,3	-54,3
Operaciones										
2007	2.621,2	45,8	-13,4	887,5	54,5	269,3	143,4	857,8	446,6	-70,4
2008	1.711,0	83,3	106,1	700,3	29,4	-32,0	139,0	93,1	616,2	-24,6
2009 IV	-124,2	29,4	-48,6	103,1	-46,1	-22,8	52,8	-87,6	-139,2	34,8
2010 I	270,4	-1,3	20,7	-33,0	-19,1	41,6	-0,7	76,3	191,7	-5,7
2010 Ene	125,8	-12,8	30,7	-32,3	4,7	30,3	-8,8	56,3	72,0	-14,2
Feb	117,6	2,4	-3,9	-10,6	-8,2	-13,3	-1,0	28,9	100,8	22,5
Mar	27,0	9,0	-6,1	9,8	-15,6	24,7	9,2	-8,8	18,9	-14,0
Abr ^(p)	275,1	4,0	-20,0	82,8	4,8	13,5	-4,7	90,2	111,7	-7,4

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.
- Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

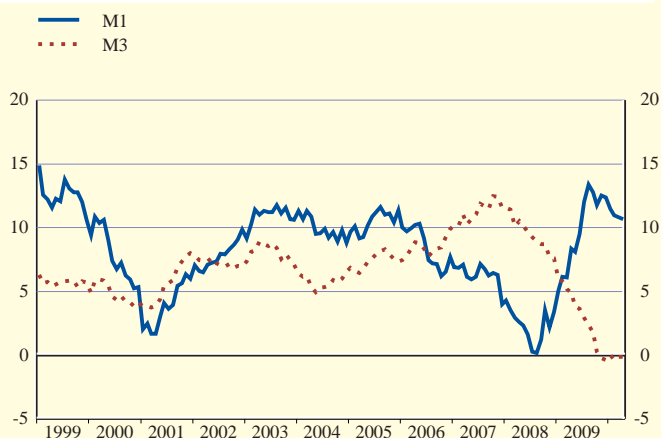
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios ²⁾ y contrapartidas

	M3				M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾	
	M2		M3-M2	Préstamos				Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulaciones ⁴⁾				
	M1	M2-M1							9	10		11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2007	3.831,9	3.508,3	7.340,2	1.302,6	8.642,8	-	6.019,1	2.449,9	12.053,7	10.153,6	-	638,7
2008	3.980,2	4.033,1	8.013,3	1.372,0	9.385,4	-	6.285,9	2.576,2	12.965,8	10.777,2	-	437,2
2009 IV	4.492,2	3.688,4	8.180,6	1.146,3	9.327,0	-	6.757,7	2.899,9	13.083,3	10.779,2	-	555,7
2010 I	4.567,8	3.652,6	8.220,4	1.102,5	9.322,9	-	6.895,6	2.979,4	13.090,5	10.801,2	-	590,5
2010 Ene	4.538,0	3.665,0	8.203,0	1.099,5	9.302,5	-	6.839,5	2.897,3	13.099,2	10.774,1	-	570,2
Feb	4.561,1	3.659,6	8.220,7	1.091,1	9.311,8	-	6.872,5	2.929,6	13.118,3	10.795,6	-	572,7
Mar	4.567,8	3.652,6	8.220,4	1.102,5	9.322,9	-	6.895,6	2.979,4	13.090,5	10.801,2	-	590,5
Abr ^(p)	4.648,3	3.617,7	8.266,1	1.125,5	9.391,6	-	6.944,2	2.986,1	13.097,8	10.819,0	-	611,5
Operaciones												
2007	148,3	528,6	676,9	220,2	897,1	-	507,7	-51,0	1.403,5	1.024,8	1.115,4	-26,0
2008	130,2	484,0	614,1	47,8	661,9	-	253,1	103,1	927,9	581,9	737,8	-150,3
2009 IV	89,6	-102,4	-12,8	-24,9	-37,7	-	52,5	17,1	-19,9	-4,6	-6,1	27,8
2010 I	71,7	-46,3	25,3	-43,4	-18,1	-	74,4	75,2	-11,7	3,5	-5,8	9,4
2010 Ene	43,7	-27,1	16,6	-46,2	-29,6	-	57,5	-2,7	-6,5	-25,2	-29,5	10,3
Feb	21,2	-11,7	9,5	-8,6	0,9	-	3,4	27,3	18,6	20,7	17,7	-17,6
Mar	6,7	-7,5	-0,8	11,4	10,6	-	13,5	50,6	-23,8	8,0	6,0	16,8
Abr ^(p)	79,3	-37,1	42,3	22,0	64,3	-	27,3	6,3	15,5	24,0	26,0	-2,6
Tasas de crecimiento												
2007	4,0	17,8	10,2	20,1	11,6	11,9	9,3	-2,2	13,2	11,2	12,1	-26,0
2008	3,4	13,7	8,3	3,6	7,6	7,1	4,2	4,2	7,7	5,7	7,1	-150,3
2009 IV	12,4	-9,1	1,6	-11,6	-0,3	-0,2	6,6	11,9	0,6	-0,2	0,2	122,9
2010 I	10,8	-8,0	1,6	-10,9	-0,1	-0,2	5,8	9,8	0,1	-0,2	-0,1	155,9
2010 Ene	11,5	-8,1	1,8	-11,1	0,0	-0,2	6,3	9,7	0,2	-0,6	-0,3	199,6
Feb	11,0	-8,1	1,6	-12,6	-0,4	-0,2	5,6	9,2	0,2	-0,4	-0,2	139,2
Mar	10,8	-8,0	1,6	-10,9	-0,1	-0,2	5,8	9,8	0,1	-0,2	-0,1	155,9
Abr ^(p)	10,7	-8,5	1,4	-9,2	-0,1	.	5,7	8,7	0,3	0,1	0,1	95,1

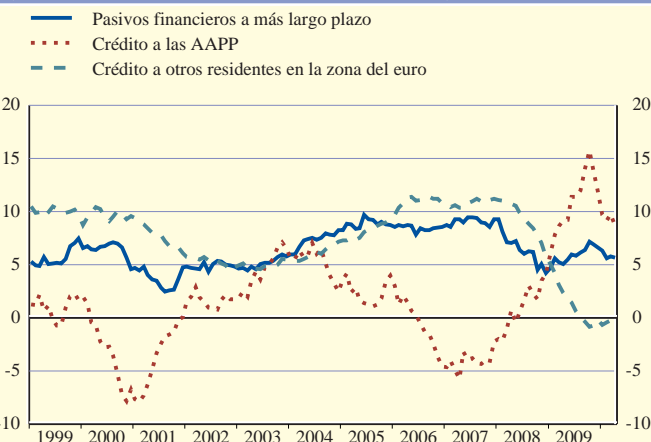
CI Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales. Las tasas de crecimiento intermensual y otras tasas de crecimiento a más corto plazo de algunas variables pueden consultarse en <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html>.
- Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro, etc.) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central. Véase el Glosario para la definición de M1, M2 y M3.
- En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.
- Ajuste por préstamos dados de baja del balance de las IFM por ventas o titulaciones.

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

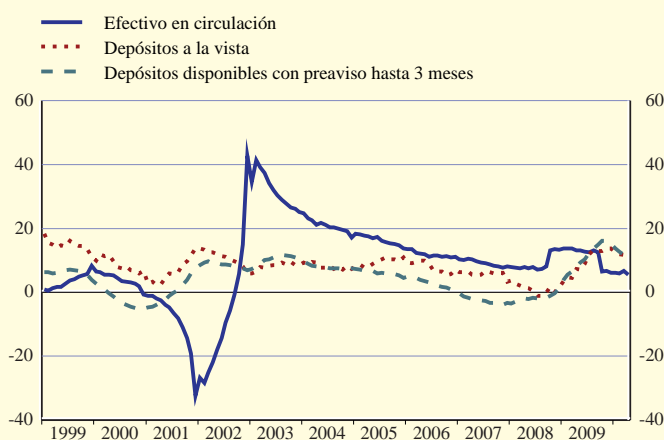
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2007	625,9	3.206,0	1.966,8	1.541,5	304,6	685,8	312,2	2.548,1	119,6	1.867,6	1.483,7
2008	710,6	3.269,7	2.464,5	1.568,6	350,3	754,9	266,9	2.576,0	121,6	1.984,4	1.603,9
2009 IV	755,3	3.736,9	1.883,0	1.805,4	340,3	673,5	132,6	2.638,4	131,9	2.198,3	1.789,1
2010 I	775,5	3.792,4	1.816,8	1.835,8	343,0	625,3	134,2	2.693,5	132,2	2.241,1	1.828,8
2010 Ene	760,8	3.777,1	1.844,5	1.820,5	308,7	658,5	132,3	2.689,0	131,7	2.226,0	1.792,8
Feb	764,8	3.796,3	1.830,1	1.829,5	323,6	641,7	125,8	2.681,0	131,2	2.245,2	1.815,0
Mar	775,5	3.792,4	1.816,8	1.835,8	343,0	625,3	134,2	2.693,5	132,2	2.241,1	1.828,8
Abr ^(p)	769,2	3.879,1	1.777,0	1.840,7	359,2	627,4	138,9	2.709,0	131,2	2.256,4	1.847,6
Operaciones											
2007	46,7	101,6	580,6	-52,0	41,0	58,5	120,6	149,3	9,8	207,3	141,3
2008	83,6	46,5	463,4	20,5	47,0	32,6	-31,9	1,2	0,7	114,6	136,7
2009 IV	8,8	80,9	-147,6	45,2	12,4	-23,6	-13,7	4,4	-1,1	4,9	44,3
2010 I	20,2	51,5	-75,7	29,4	2,5	-48,5	2,5	28,0	0,3	35,4	10,7
2010 Ene	5,6	38,2	-41,3	14,2	-31,7	-15,2	0,7	33,3	-0,2	25,4	-1,0
Feb	4,0	17,3	-20,6	8,9	14,9	-16,8	-6,7	-15,7	-0,5	14,4	5,2
Mar	10,7	-4,0	-13,8	6,3	19,4	-16,5	8,5	10,5	1,0	-4,5	6,4
Abr ^(p)	-6,3	85,6	-41,8	4,7	16,2	-1,9	7,7	8,5	-0,8	14,4	5,2
Tasas de crecimiento											
2007	8,1	3,3	41,2	-3,3	15,5	9,2	62,1	6,3	9,6	12,4	10,8
2008	13,3	1,4	23,3	1,3	15,3	4,7	-10,6	0,1	0,5	6,1	9,3
2009 IV	6,1	13,8	-24,4	15,1	-2,8	-1,8	-50,1	3,0	7,2	9,6	8,6
2010 I	6,8	11,7	-22,0	11,8	1,3	-11,7	-29,8	3,2	5,5	7,0	8,2
2010 Ene	6,2	12,6	-22,7	13,7	-4,9	-5,7	-38,3	3,8	6,1	8,5	7,6
Feb	6,0	12,0	-22,5	12,7	-1,2	-9,4	-41,0	2,7	5,9	8,1	7,2
Mar	6,8	11,7	-22,0	11,8	1,3	-11,7	-29,8	3,2	5,5	7,0	8,2
Abr ^(p)	5,5	11,8	-22,5	10,6	7,3	-11,2	-29,7	3,7	3,9	6,9	7,5

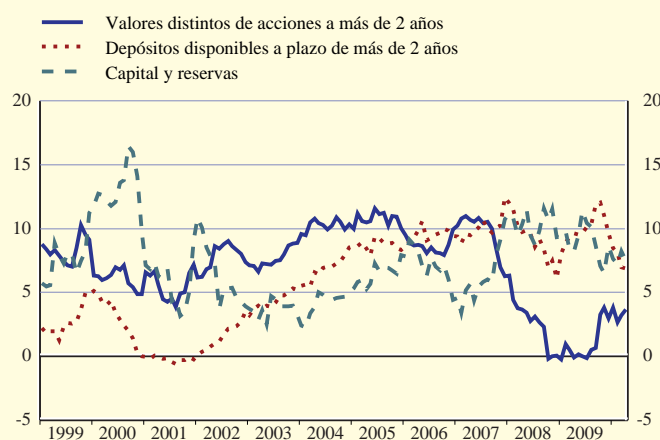
C3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM ^{1), 2)}

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

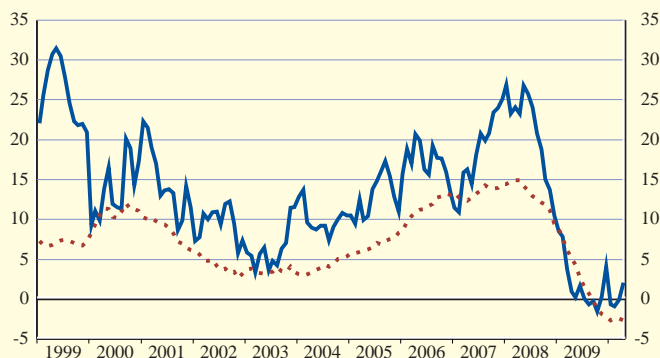
1. Préstamos a intermediarios financieros, sociedades no financieras y hogares

	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros ³⁾	Sociedades no financieras			Hogares ⁴⁾				
	Total	Total	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2007	107,5	876,6	4.384,6	1.282,9	859,8	2.241,9	4.784,9	616,7	3.421,0	747,3
2008	104,9	973,0	4.822,5	1.381,6	961,1	2.479,8	4.876,8	631,0	3.482,3	763,5
2009 IV	90,0	1.059,9	4.685,9	1.185,8	936,9	2.563,2	4.943,4	630,3	3.542,4	770,6
2010 I	87,4	1.048,6	4.684,0	1.173,3	923,0	2.587,6	4.981,2	622,0	3.580,4	778,8
2010 Ene	87,5	1.049,1	4.681,3	1.185,6	929,6	2.566,2	4.956,0	627,1	3.554,8	774,2
Feb	91,3	1.042,4	4.694,8	1.183,9	931,2	2.579,7	4.967,1	624,8	3.565,5	776,9
Mar	87,4	1.048,6	4.684,0	1.173,3	923,0	2.587,6	4.981,2	622,0	3.580,4	778,8
Abr ^(p)	90,5	1.068,3	4.663,5	1.155,9	918,8	2.588,7	4.996,6	624,0	3.593,2	779,5
Operaciones										
2007	16,7	175,2	554,9	145,6	155,7	253,6	278,0	31,4	226,5	20,0
2008	-3,7	87,2	418,7	86,8	119,8	212,0	79,8	10,4	52,3	17,1
2009 IV	-3,4	10,3	-46,3	-45,4	-15,1	14,2	34,9	0,4	30,1	4,3
2010 I	-2,7	-32,4	-0,3	-3,0	-10,9	13,5	38,9	-4,4	35,5	7,8
2010 Ene	-2,5	-29,5	-5,7	-0,7	-6,5	1,5	12,5	-1,8	11,5	2,9
Feb	3,7	-6,6	12,1	-2,2	1,9	12,4	11,4	-1,8	10,1	3,0
Mar	-3,9	3,6	-6,7	-0,1	-6,3	-0,3	15,0	-0,9	13,9	1,9
Abr ^(p)	3,0	18,6	-14,3	-17,4	-0,6	3,7	16,5	0,6	12,8	3,2
Tasas de crecimiento										
2007	18,2	24,7	14,5	12,8	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,7
2008	-3,5	10,0	9,5	6,7	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009 IV	-13,0	3,6	-2,2	-13,1	-1,9	3,8	1,3	-0,1	1,5	1,6
2010 I	-11,3	0,1	-2,4	-10,6	-4,4	2,7	2,1	-1,1	2,6	2,8
2010 Ene	-10,3	-0,5	-2,7	-12,9	-3,4	3,1	1,6	-0,5	1,8	2,2
Feb	-5,4	-0,6	-2,4	-12,0	-3,5	3,1	1,8	-0,8	2,1	2,7
Mar	-11,3	0,1	-2,4	-10,6	-4,4	2,7	2,1	-1,1	2,6	2,8
Abr ^(p)	-7,4	2,2	-2,6	-10,9	-4,9	2,6	2,5	-0,3	2,9	3,0

C5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)

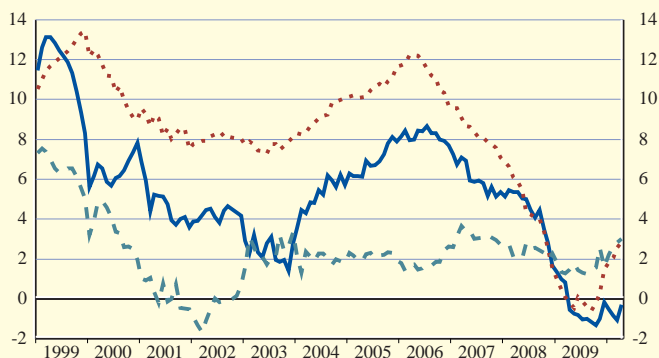
- Otros intermediarios financieros
- Sociedades no financieras



C6 Préstamos a hogares ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)

- Crédito al consumo
- Préstamos para adquisición de vivienda
- - - Otras finalidades



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) Incluidos fondos de inversión.

4) Incluidas instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM ^{1), 2)}

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros ³⁾				Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2008	93,7	69,3	6,2	18,2	962,5	555,4	169,0	238,1	4.828,2	1.377,4	961,3	2.489,5
2009 IV	80,3	57,4	7,0	15,9	1.052,9	593,4	186,2	273,3	4.692,3	1.181,7	937,3	2.573,3
2010 I	87,1	65,4	5,8	15,9	1.056,2	594,5	184,8	276,9	4.680,5	1.170,1	924,2	2.586,2
2010 Feb	88,2	66,5	5,7	16,0	1.036,0	576,2	183,6	276,2	4.689,9	1.180,1	929,8	2.580,0
Mar	87,1	65,4	5,8	15,9	1.056,2	594,5	184,8	276,9	4.680,5	1.170,1	924,2	2.586,2
Abr ^(p)	92,2	70,2	5,9	16,0	1.076,1	612,7	185,5	277,9	4.667,6	1.159,6	920,4	2.587,6
Operaciones												
2008	-3,4	-3,1	-1,3	1,0	90,2	27,7	20,1	42,4	419,2	86,1	120,0	213,1
2009 IV	-14,0	-14,2	-0,8	1,0	-9,9	-5,5	-5,2	0,8	-29,4	-46,1	-12,5	29,1
2010 I	6,6	7,9	-1,3	0,0	-17,8	-14,9	-5,9	3,0	-10,2	-2,2	-10,1	2,1
2010 Feb	2,1	4,0	-1,6	-0,3	-7,3	-7,6	-0,5	0,8	1,7	-6,5	0,9	7,2
Mar	-1,2	-1,1	0,0	-0,1	17,7	19,2	-1,8	0,2	-5,3	0,4	-3,7	-2,0
Abr ^(p)	5,1	4,9	0,2	0,1	18,8	17,5	0,5	0,7	-6,7	-10,5	-0,2	4,0
Tasas de crecimiento												
2008	-3,5	-4,3	-17,8	6,1	10,5	5,5	13,5	22,0	9,5	6,7	13,9	9,4
2009 IV	-13,1	-17,1	14,2	-4,8	4,1	4,3	4,4	3,1	-2,2	-13,1	-1,9	3,8
2010 I	-11,2	-12,5	-13,4	-3,2	-0,1	-0,7	-5,6	5,3	-2,4	-10,6	-4,4	2,7
2010 Feb	-5,5	-4,9	-17,4	-1,7	-0,9	-2,0	-4,2	3,5	-2,4	-12,0	-3,5	3,1
Mar	-11,2	-12,5	-13,4	-3,2	-0,1	-0,7	-5,6	5,3	-2,4	-10,6	-4,4	2,7
Abr ^(p)	-7,5	-8,1	-4,6	-4,7	2,1	3,5	-5,5	4,2	-2,6	-10,9	-4,9	2,6

3. Préstamos a hogares ⁴⁾

	Total	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2008	4.887,8	633,0	138,8	196,2	298,0	3.490,4	17,2	67,5	3.405,7	764,4	155,0	90,4	519,0
2009 IV	4.954,8	632,3	135,6	195,0	301,8	3.550,8	14,8	60,9	3.475,1	771,6	146,2	87,3	538,1
2010 I	4.971,6	619,8	130,5	191,1	298,2	3.574,8	14,8	60,7	3.499,3	777,1	147,0	85,5	544,6
2010 Feb	4.959,4	619,8	130,6	191,2	297,9	3.564,4	14,6	60,8	3.489,0	775,2	146,8	85,6	542,8
Mar	4.971,6	619,8	130,5	191,1	298,2	3.574,8	14,8	60,7	3.499,3	777,1	147,0	85,5	544,6
Abr ^(p)	4.980,6	621,6	130,2	191,5	299,9	3.582,4	14,8	60,6	3.507,0	776,6	145,7	83,9	547,0
Operaciones													
2008	80,2	10,4	1,0	-9,1	18,6	52,6	1,1	-3,8	55,3	17,1	2,5	-5,4	20,0
2009 IV	39,8	0,6	3,0	-1,1	-1,3	34,4	-0,4	-1,6	36,4	4,8	-2,4	0,0	7,2
2010 I	17,9	-8,8	-3,5	-2,6	-2,6	21,4	0,0	0,1	21,4	5,2	0,3	-1,0	6,0
2010 Feb	5,9	-3,8	-3,0	-0,5	-0,3	7,5	-0,1	-0,2	7,8	2,1	0,0	-0,1	2,2
Mar	13,1	1,9	1,0	0,7	0,2	9,3	0,1	0,2	9,0	2,0	0,1	-0,1	2,0
Abr ^(p)	10,0	0,5	-0,3	-0,5	1,3	7,6	0,0	-0,1	7,7	1,9	-1,2	-0,4	3,6
Tasas de crecimiento													
2008	1,7	1,7	0,7	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,2	1,7	2,3	1,7	-5,2	4,0
2009 IV	1,3	-0,1	-0,9	-2,2	1,6	1,5	-15,3	-12,0	1,8	1,6	-5,1	-1,9	4,2
2010 I	2,1	-1,1	-1,7	-2,4	0,1	2,6	-10,4	-7,4	2,8	2,8	-2,2	-1,5	5,0
2010 Feb	1,8	-0,8	-1,9	-2,8	0,9	2,1	-15,2	-9,3	2,4	2,7	-1,8	-1,6	4,7
Mar	2,1	-1,1	-1,7	-2,4	0,1	2,6	-10,4	-7,4	2,8	2,8	-2,2	-1,5	5,0
Abr ^(p)	2,5	-0,3	-0,7	-1,8	0,9	2,9	-7,8	-7,4	3,1	3,0	-1,3	-2,4	5,2

Fuente: BCE.

- Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Incluidos fondos de inversión.
- Incluidas instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM ^{1), 2)}

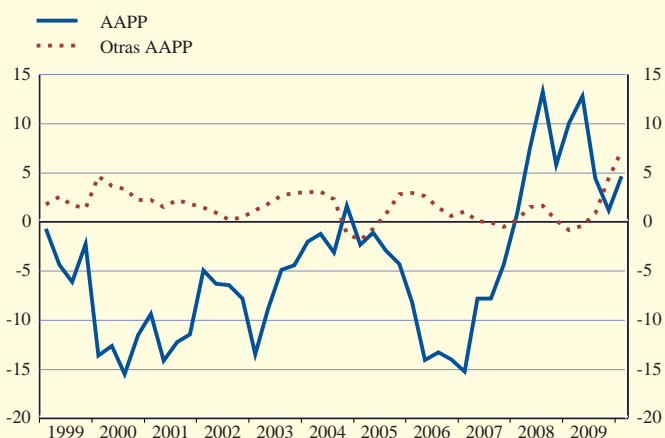
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

4. Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2008	968,4	227,1	210,1	509,0	22,2	3.247,8	2.282,0	965,8	57,8	908,1
2009	1.002,3	229,9	211,0	527,7	33,8	2.826,3	1.917,4	908,9	46,3	862,6
2009 II	999,0	249,4	206,5	514,5	28,6	2.949,2	1.999,9	949,3	57,1	892,2
III	994,7	235,9	209,7	518,3	30,7	2.808,1	1.894,1	914,0	47,7	866,2
IV	1.002,3	229,9	211,0	527,7	33,8	2.826,3	1.917,4	908,9	46,3	862,6
2010 I ⁹⁾	1.033,0	244,0	210,5	543,6	34,9	2.956,1	1.986,9	969,1	47,5	921,6
Operaciones										
2008	13,7	12,4	-8,1	16,5	-7,2	-59,3	-85,8	26,4	0,3	26,1
2009	36,0	2,8	0,9	20,8	11,5	-385,5	-346,8	-39,3	-1,5	-37,8
2009 II	28,0	16,9	0,9	2,6	7,6	-72,3	-78,9	6,9	-1,1	8,1
III	-4,2	-13,4	3,2	3,9	2,1	-75,1	-70,0	-5,1	0,8	-5,9
IV	10,2	-6,2	1,3	12,0	3,1	-4,0	10,6	-15,4	-1,4	-14,0
2010 I ⁹⁾	30,3	13,6	-0,4	16,0	1,2	55,8	26,7	32,1	0,0	32,1
Tasas de crecimiento										
2008	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,5	-1,8	-3,6	2,8	0,5	3,0
2009	3,7	1,2	0,5	4,1	52,0	-11,8	-15,1	-4,1	-3,1	-4,2
2009 II	2,6	12,8	-4,1	3,9	-31,9	-13,8	-16,5	-7,5	-7,8	-7,5
III	1,7	4,5	-0,2	4,4	-32,3	-18,2	-21,9	-9,4	-1,3	-9,9
IV	3,7	1,2	0,5	4,1	52,0	-11,8	-15,1	-4,1	-3,1	-4,2
2010 I ⁹⁾	6,6	4,7	2,4	6,8	66,2	-3,1	-5,3	2,0	-3,5	2,3

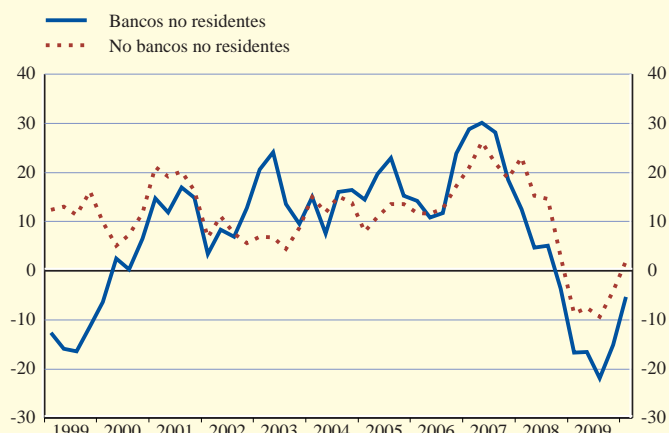
C7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



C8 Préstamos a no residentes en la zona del euro ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) En este cuadro, el término «bancos» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes fuera de la zona del euro.

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM ^{1), 2)}

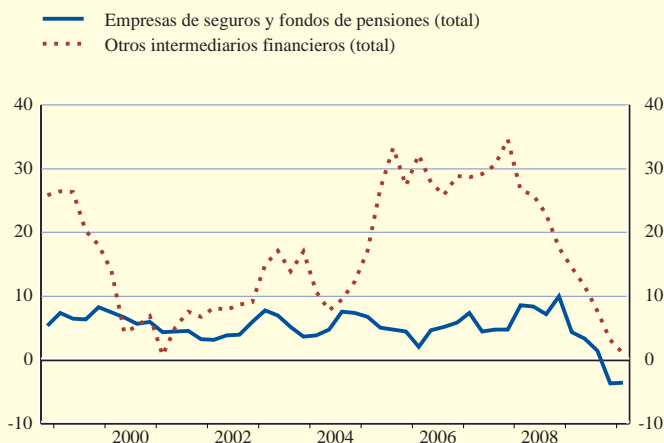
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2007	689,5	70,8	69,6	526,4	0,8	1,1	20,8	1.525,0	311,8	345,5	708,1	12,2	0,3	147,1
2008	761,9	84,4	114,3	537,5	1,1	1,5	23,1	1.803,1	320,3	420,6	852,9	12,3	0,1	197,0
2009 IV	738,3	84,2	87,0	543,3	2,2	1,4	20,2	1.873,1	313,4	335,3	957,6	15,9	0,0	250,9
2010 I	735,8	87,1	84,9	539,7	2,5	1,4	20,2	1.886,8	329,1	311,9	956,7	17,1	0,1	272,0
2010 Ene	743,4	94,0	83,1	540,2	2,3	1,4	22,3	1.877,2	342,4	323,2	960,9	17,0	0,1	233,6
Feb	736,4	90,3	85,6	539,5	2,3	1,4	17,3	1.897,4	334,4	327,4	962,9	17,0	0,2	255,5
Mar	735,8	87,1	84,9	539,7	2,5	1,4	20,2	1.886,8	329,1	311,9	956,7	17,1	0,1	272,0
Abr ^(p)	735,8	88,4	84,5	540,7	2,5	1,4	18,3	1.948,4	367,3	301,8	966,3	18,4	0,2	294,4
Operaciones														
2007	31,3	0,8	10,4	24,7	-0,3	-0,3	-4,1	394,9	33,9	98,7	236,3	1,7	0,1	24,1
2008	69,4	12,4	42,8	12,3	-0,3	0,1	2,2	268,9	4,5	71,8	142,3	-0,3	-0,3	51,0
2009 IV	-4,6	0,6	0,8	-7,3	0,3	0,0	1,1	-17,1	-1,9	-4,3	-9,8	1,4	-0,1	-2,4
2010 I	-3,8	2,7	-3,1	-3,7	0,3	0,0	0,0	-3,0	13,4	-30,2	-8,3	1,1	0,1	20,9
2010 Ene	4,8	9,7	-4,0	-3,1	0,2	0,0	2,1	-0,3	27,9	-13,1	1,2	1,1	0,0	-17,4
Feb	-7,2	-3,8	2,4	-0,7	0,0	0,0	-5,0	9,2	-8,8	-0,9	-2,9	-0,1	0,1	21,8
Mar	-1,4	-3,2	-1,5	0,2	0,2	0,0	3,0	-12,0	-5,7	-16,2	-6,6	0,0	0,0	16,5
Abr ^(p)	-0,1	1,3	-0,5	0,9	0,0	0,0	-1,9	58,3	37,4	-11,7	8,8	1,3	0,0	22,4
Tasas de crecimiento														
2007	4,8	1,1	17,5	4,9	-25,3	-	-16,4	34,5	12,0	39,7	49,5	16,4	-	19,1
2008	10,0	17,3	60,0	2,3	-23,4	-	10,5	17,6	1,4	20,9	20,0	-2,5	-	34,6
2009 IV	-3,6	-1,1	-26,5	1,0	96,8	-	-12,3	3,1	2,0	-22,0	10,0	30,0	-	27,4
2010 I	-3,5	-4,7	-16,4	-1,1	53,8	-	-5,6	1,1	2,7	-15,2	3,0	18,1	-	15,9
2010 Ene	-3,3	-7,7	-17,9	-0,5	89,2	-	10,8	3,5	4,2	-13,1	7,4	33,6	-	14,1
Feb	-3,2	-3,1	-14,6	-0,8	64,7	-	-18,9	3,1	2,1	-13,0	5,7	21,7	-	20,6
Mar	-3,5	-4,7	-16,4	-1,1	53,8	-	-5,6	1,1	2,7	-15,2	3,0	18,1	-	15,9
Abr ^(p)	-3,6	-2,1	-15,7	-1,6	42,3	-	-12,1	2,7	11,3	-20,0	3,2	22,0	-	23,7

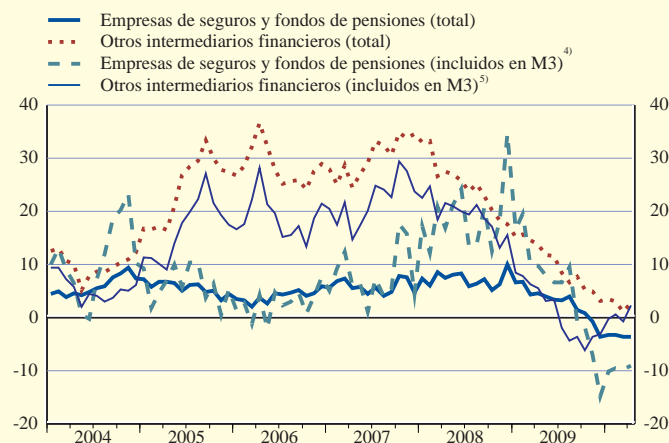
C9 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C10 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) Incluye fondos de pensiones.

4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

5) Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM ^{1),2)}

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

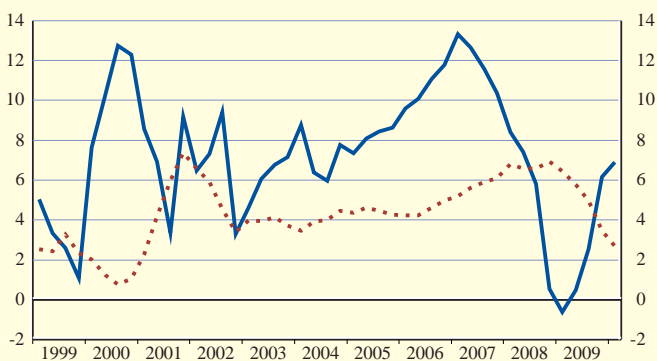
2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	12	13	14	15	
Saldos vivos														
2007	1.477,2	884,0	479,4	59,5	29,3	1,4	23,7	4.989,0	1.777,4	993,3	561,5	1.458,6	111,1	87,1
2008	1.502,8	883,4	502,2	64,4	27,9	1,3	23,7	5.368,6	1.813,3	1.350,0	517,9	1.490,2	113,6	83,7
2009 IV	1.603,3	1.001,2	434,7	80,7	68,7	1,7	16,3	5.590,9	2.155,6	988,5	605,6	1.680,2	123,7	37,3
2010 I	1.576,5	982,4	423,8	82,9	72,9	1,8	12,6	5.593,7	2.157,8	925,0	631,6	1.721,5	121,7	36,1
2010 Ene	1.548,0	964,5	418,3	81,6	68,7	1,7	13,2	5.611,5	2.174,1	953,9	615,5	1.708,9	122,2	37,0
Feb	1.534,7	954,1	414,8	81,7	70,7	1,8	11,7	5.611,7	2.176,5	935,8	625,0	1.715,9	121,6	37,0
Mar	1.576,5	982,4	423,8	82,9	72,9	1,8	12,6	5.593,7	2.157,8	925,0	631,6	1.721,5	121,7	36,1
Abr ⁴⁾	1.588,6	995,1	420,3	83,7	73,7	1,9	13,8	5.608,3	2.184,1	909,5	634,6	1.726,3	119,8	33,9
Operaciones														
2007	140,2	34,1	126,8	-8,1	-10,8	-0,7	-1,1	282,9	22,4	320,9	-45,4	-43,2	11,2	17,1
2008	7,8	-5,1	13,3	3,2	-3,4	-0,3	0,0	347,5	28,7	335,5	-43,1	28,1	1,7	-3,4
2009 IV	51,7	49,4	-10,0	2,7	10,4	0,2	-1,1	90,8	102,5	-96,5	45,0	43,3	2,3	-5,8
2010 I	-28,5	-20,3	-11,3	2,5	4,2	0,1	-3,7	0,5	2,2	-64,6	25,8	40,4	-2,0	-1,2
2010 Ene	-57,4	-37,9	-17,2	1,0	0,0	0,0	-3,1	19,1	18,8	-35,3	9,6	27,7	-1,5	-0,3
Feb	-14,2	-11,0	-4,0	0,2	2,0	0,0	-1,4	-0,8	2,1	-18,7	9,5	6,9	-0,6	0,0
Mar	43,0	28,7	9,9	1,3	2,2	0,1	0,9	-17,8	-18,6	-10,7	6,6	5,7	0,1	-0,9
Abr ⁴⁾	11,7	12,7	-3,8	0,7	0,9	0,0	1,2	14,3	26,1	-15,5	2,9	4,7	-1,8	-2,2
Tasas de crecimiento														
2007	10,4	4,0	35,1	-11,8	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008	0,5	-0,6	2,8	5,4	-11,0	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 IV	6,2	12,9	-13,9	23,1	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,3	16,4	12,8	7,5	-55,4
2010 I	6,9	12,7	-10,7	17,8	89,7	37,2	-29,4	2,7	13,6	-27,8	20,5	10,0	5,3	-41,2
2010 Ene	5,1	10,6	-12,9	20,6	115,1	32,9	-33,4	3,3	17,1	-28,4	17,8	11,6	6,3	-51,6
Feb	5,1	11,3	-12,9	18,1	100,9	32,4	-45,1	3,1	15,6	-28,4	19,7	10,8	5,8	-47,1
Mar	6,9	12,7	-10,7	17,8	89,7	37,2	-29,4	2,7	13,6	-27,8	20,5	10,0	5,3	-41,2
Abr ⁴⁾	6,6	13,8	-12,2	16,8	68,0	33,5	-29,9	2,3	11,7	-26,7	20,2	9,0	3,5	-40,3

C11 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

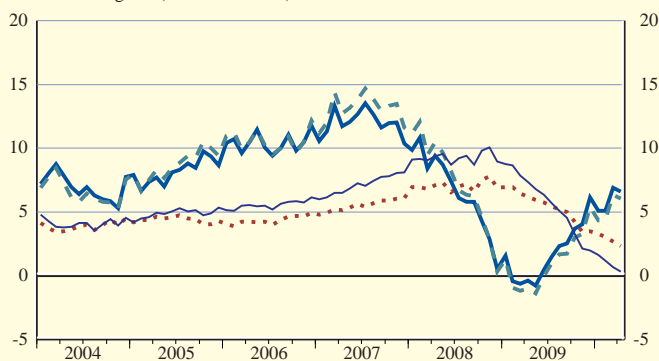
— Sociedades no financieras (total)
 Hogares (total)



C12 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

— Sociedades no financieras (total)
 Hogares (total)
 - - - Sociedades no financieras (incluidos en M3)⁴⁾
 — Hogares (incluidos en M3)⁵⁾



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) Incluye instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

5) Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM ^{1), 2)}

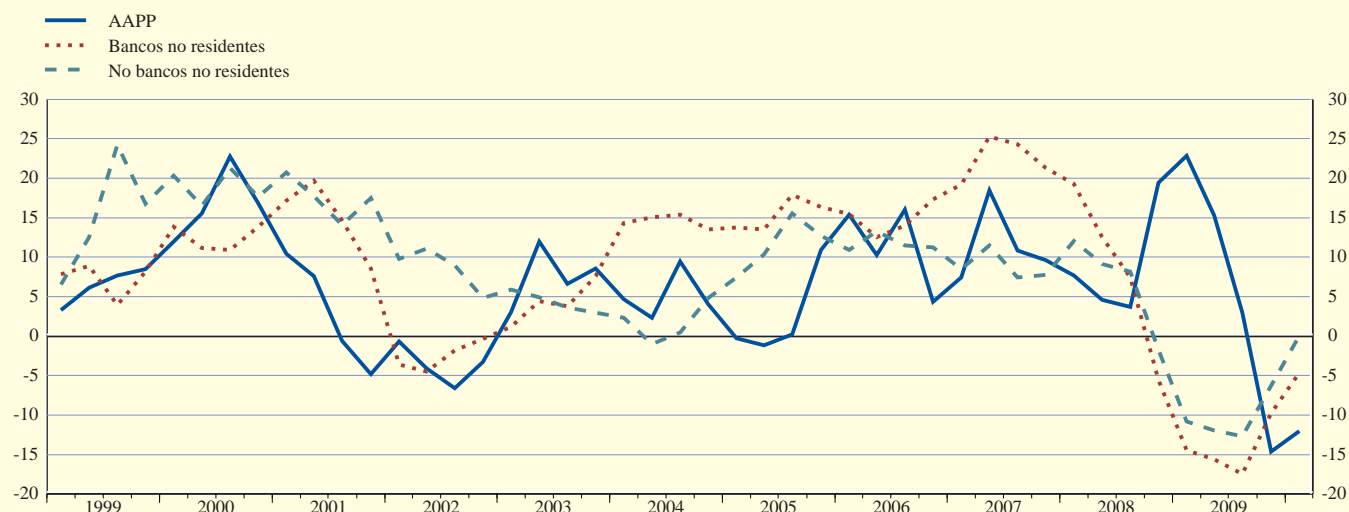
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

3. Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2007	373,7	126,9	59,0	107,6	80,3	3.862,1	2.953,9	908,2	143,3	764,9
2008	445,0	191,0	52,3	115,9	85,8	3.715,5	2.818,1	897,4	65,8	831,7
2009 II	476,6	227,3	48,9	118,9	81,4	3.565,2	2.685,4	879,8	64,3	815,5
III	403,0	157,0	51,2	123,0	71,8	3.422,4	2.564,0	858,5	63,5	795,0
IV	373,1	144,2	45,0	112,7	71,2	3.370,5	2.534,2	836,3	56,9	779,5
2010 I ^(p)	397,7	166,3	51,6	106,5	73,3	3.544,8	2.660,0	884,8	64,7	820,1
Operaciones										
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	609,4	542,6	66,8	20,2	46,6
2008	72,8	63,5	-6,5	8,7	7,1	-183,5	-165,9	-17,6	-36,9	19,3
2009	-64,9	-38,2	-7,2	-4,0	-15,5	-331,6	-275,8	-55,8	-4,5	-51,3
2009 II	11,8	10,9	-1,6	4,5	-2,0	-61,4	-67,8	6,4	0,7	5,7
III	-62,1	-58,9	2,3	4,1	-9,6	-80,1	-73,1	-7,0	-0,2	-6,9
IV	-30,2	-12,8	-6,1	-10,3	-0,9	-80,4	-56,3	-24,1	-2,7	-21,5
2010 I ^(p)	24,6	22,1	6,5	-6,1	2,1	93,6	68,3	25,4	6,8	18,6
Tasas de crecimiento										
2007	9,7	-2,4	29,9	10,7	16,9	17,9	21,3	7,7	15,8	6,3
2008	19,5	49,9	-11,0	8,1	8,8	-4,6	-5,6	-1,8	-25,6	2,7
2009 II	15,3	43,7	-13,0	5,3	-4,9	-14,7	-15,6	-11,9	-21,9	-10,4
III	2,9	18,6	-16,6	8,2	-15,4	-16,3	-17,4	-12,7	-27,0	-10,3
IV	-14,6	-20,1	-13,8	-3,4	-17,9	-8,9	-9,8	-6,2	-6,9	-6,2
2010 I ^(p)	-12,1	-17,5	2,0	-6,9	-12,5	-3,5	-4,7	0,1	8,1	-0,5

C13 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) En este cuadro, el término «bancos» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes fuera de la zona del euro.

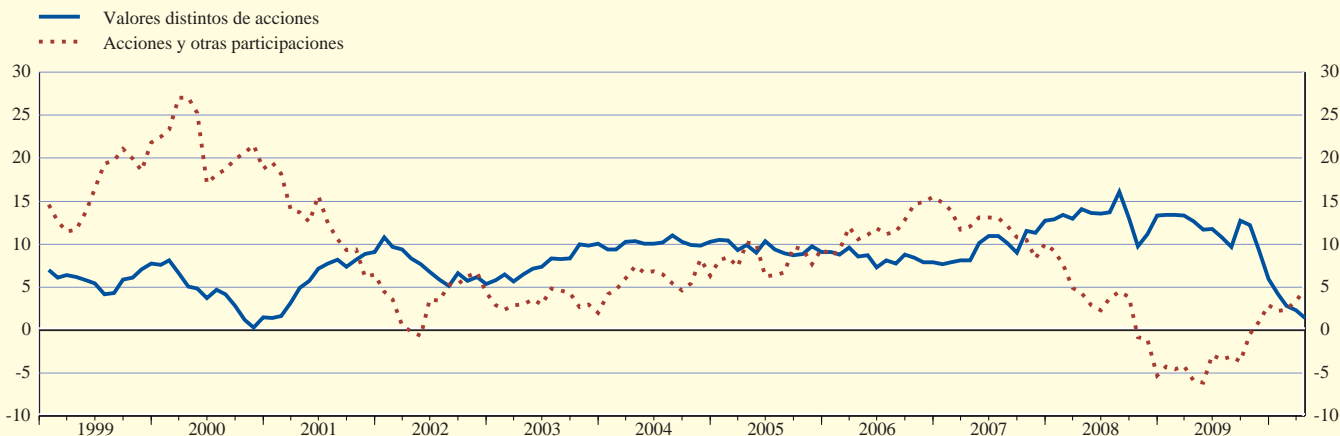
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2007	5.185,3	1.656,4	84,0	1.180,5	16,6	979,9	33,3	1.234,7	1.636,5	424,5	869,3	342,7
2008	5.857,6	1.884,9	92,4	1.226,6	19,3	1.355,6	51,2	1.227,5	1.473,3	421,7	774,4	277,2
2009 IV	6.209,6	1.971,7	109,2	1.467,9	16,1	1.457,3	39,4	1.148,0	1.515,9	434,7	800,2	281,0
2010 I	6.302,7	1.980,9	114,0	1.534,9	16,7	1.442,1	40,0	1.174,2	1.515,6	445,7	781,9	288,0
2010 Ene	6.248,9	1.976,3	111,0	1.477,4	19,1	1.452,0	41,2	1.171,9	1.531,9	445,9	804,3	281,7
Feb	6.275,5	1.964,1	109,6	1.507,4	16,3	1.456,8	40,6	1.180,7	1.516,0	442,6	790,1	283,2
Mar	6.302,7	1.980,9	114,0	1.534,9	16,7	1.442,1	40,0	1.174,2	1.515,6	445,7	781,9	288,0
Abr ^(p)	6.326,2	1.968,8	115,2	1.547,4	17,1	1.451,5	39,9	1.186,3	1.561,4	456,8	814,0	290,5
Operaciones												
2007	592,4	136,0	18,1	-86,2	1,5	318,3	9,5	195,2	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	696,1	214,4	5,9	38,3	1,9	389,7	19,0	26,9	-84,8	22,4	-56,5	-50,7
2009 IV	-97,7	-44,5	4,4	-17,8	-2,2	12,7	-7,3	-43,1	14,8	1,7	8,9	4,2
2010 I	48,4	7,9	-0,3	65,2	-0,3	-17,9	-2,1	-4,2	8,8	12,5	-13,0	9,3
2010 Ene	14,6	4,9	-1,2	10,0	2,4	-7,3	0,5	5,4	18,8	12,8	5,0	1,1
Feb	9,0	-14,3	-2,7	26,4	-3,1	3,8	-1,3	0,3	-15,0	-4,0	-12,1	1,1
Mar	24,7	17,2	3,7	28,8	0,4	-14,4	-1,2	-9,8	5,0	3,7	-5,9	7,2
Abr ^(p)	7,7	-14,5	0,5	11,2	-0,2	9,2	-0,6	2,0	49,4	12,7	34,7	1,9
Tasas de crecimiento												
2007	12,7	8,7	25,4	-6,8	10,7	50,2	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008	13,4	12,8	8,1	3,2	9,9	39,9	57,2	2,2	-5,3	5,3	-6,7	-15,3
2009 IV	6,0	4,4	17,5	18,7	-16,0	7,6	-23,2	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,7
2010 I	2,3	-0,4	7,8	12,0	-19,1	3,0	-23,2	-4,1	3,4	7,3	0,6	5,5
2010 Ene	4,2	1,3	11,7	14,7	-12,6	7,2	-22,5	-4,8	2,2	7,0	0,9	-1,3
Feb	2,8	-0,7	5,4	13,5	-18,5	5,8	-24,8	-5,1	2,4	6,8	0,4	1,3
Mar	2,3	-0,4	7,8	12,0	-19,1	3,0	-23,2	-4,1	3,4	7,3	0,6	5,5
Abr ^(p)	1,4	-2,6	11,6	11,4	-20,2	1,9	-23,9	-3,3	4,7	8,8	2,2	5,5

CI4 Detalle de los valores en poder de las IFM ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM ^{1),2)}

(mm de euros)

1. saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares ³⁾

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,9	-0,8	-2,3	-3,7
2008	-4,6	-1,1	-1,5	-1,9	-2,7	0,0	-0,2	-2,5	-6,7	-1,2	-2,3	-3,2
2009	-7,4	-1,8	-2,2	-3,4	-3,9	-0,1	-0,2	-3,7	-7,4	-1,6	-1,3	-4,5
2009 III	-1,7	-0,3	-0,5	-0,9	-0,8	0,0	0,0	-0,7	-1,6	-0,3	-0,2	-1,0
IV	-2,4	-0,8	-0,7	-0,9	-1,0	0,0	-0,1	-0,9	-2,3	-0,4	-0,6	-1,2
2010 I	-1,9	-1,1	-0,6	-0,2	-0,8	0,0	0,0	-0,7	-2,3	-0,5	-0,3	-1,4
2010 Ene	-0,6	-0,4	0,0	-0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,1	-0,4	-0,2	-0,6
Feb	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4
Mar	-1,0	-0,7	-0,5	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,5
Abr ^(p)	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3

2. saneamiento total o parcial de los préstamos a sociedades no financieras y a no residentes en la zona del euro

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008	-17,8	-4,1	-9,1	-4,6	-6,6	-3,4	-3,2
2009	-35,5	-12,7	-12,5	-10,3	-6,8	-2,6	-4,2
2009 III	-7,0	-2,2	-2,1	-2,7	-1,0	-0,5	-0,5
IV	-15,4	-5,3	-6,3	-3,8	-2,1	-0,5	-1,6
2010 I	-9,4	-7,1	-4,0	1,7	-1,0	-0,4	-0,6
2010 Ene	-3,6	-1,2	-1,1	-1,3	-0,5	-0,4	-0,2
Feb	-1,7	-0,5	-1,0	-0,2	-0,4	0,0	-0,4
Mar	-4,1	-5,4	-2,0	3,2	-0,1	0,0	-0,1
Abr ^(p)	-4,2	-1,1	-2,4	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,4	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-60,5	-12,1	0,0	4,5	0,0	-19,1	-2,2	-31,7	-63,6	-9,2	-46,2	-8,2
2009	4,3	8,2	0,2	-0,8	-0,1	-1,0	0,8	-2,9	1,0	-5,9	3,4	3,5
2009 III	19,5	5,7	0,1	3,9	0,0	4,2	0,2	5,3	14,5	3,3	7,6	3,7
IV	1,1	1,2	0,1	-1,5	-0,1	0,2	-0,1	1,2	-0,4	-1,7	0,6	0,8
2010 I	14,3	3,2	0,3	4,5	0,1	2,4	0,1	3,7	0,4	-1,0	-0,2	1,7
2010 Ene	1,2	-0,1	0,1	-0,5	0,0	0,7	0,1	0,9	-2,7	-1,6	-0,8	-0,3
Feb	7,9	1,6	0,1	3,6	0,1	1,1	0,0	1,4	-0,9	0,7	-2,1	0,4
Mar	5,2	1,7	0,1	1,4	0,0	0,6	0,0	1,4	4,1	-0,1	2,6	1,5
Abr ^(p)	1,3	2,1	-0,7	-1,8	0,3	0,0	0,0	1,4	-3,6	-1,6	-2,6	0,6

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM ^{1) 2)}

(porcentaje del total; saldos vivos en mm de euros; fin de período)

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2007	6.087,5	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	9.054,4	95,8	4,2	2,2	0,4	0,1	0,5
2008	6.858,8	89,7	10,3	7,3	0,4	1,2	0,8	9.881,4	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 II	6.625,7	92,2	7,8	5,1	0,3	1,1	0,8	10.145,9	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,5
III	6.287,5	92,4	7,6	4,8	0,4	1,1	0,8	10.061,2	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
IV	6.287,1	93,0	7,0	4,4	0,3	1,1	0,7	10.178,7	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010 I ^(p)	6.229,1	93,1	6,9	4,1	0,3	1,2	0,8	10.190,6	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
De no residentes en la zona del euro														
2007	2.953,9	47,0	53,0	33,5	2,9	2,4	11,0	908,2	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9
2008	2.818,1	48,3	51,7	33,4	2,8	2,6	10,2	897,4	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009 II	2.685,4	49,0	51,0	33,2	1,6	2,6	10,7	879,8	51,9	48,1	32,5	1,8	1,8	7,8
III	2.564,0	49,1	50,9	34,3	1,5	2,5	9,5	858,5	54,1	45,9	30,6	1,5	1,6	7,7
IV	2.534,2	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,3	53,5	46,5	31,4	1,1	1,8	7,5
2010 I ^(p)	2.660,0	50,4	49,6	33,2	2,0	2,1	9,1	884,8	54,2	45,8	32,2	1,1	1,4	6,3

2. Valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total				
			USD	JPY	CHF	GBP	
	1	2	3	4	5	6	7
2007	4.933,2	81,5	18,5	9,2	1,7	1,9	3,4
2008	5.111,7	83,3	16,7	8,4	2,0	1,9	2,5
2009 II	5.225,1	83,6	16,4	8,3	1,8	1,8	2,7
III	5.203,1	84,0	16,0	8,2	1,8	1,9	2,3
IV	5.179,1	83,3	16,7	8,7	1,7	1,9	2,5
2010 I ^(p)	5.289,1	82,5	17,5	9,4	1,6	1,9	2,5

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) En el caso de no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes en la zona del euro.

4) Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM ^{1) 2)}

(porcentaje del total; saldos vivos en mm de euros; fin de período)

3. Préstamos

	IFM							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2007	5.794,2	-	-	-	-	-	11.098,9	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008	6.312,0	-	-	-	-	-	11.740,6	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
2009 II	6.215,5	-	-	-	-	-	11.835,0	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,5	
III	5.911,3	-	-	-	-	-	11.763,1	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
IV	5.921,1	-	-	-	-	-	11.782,6	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010 I ^(p)	5.913,9	-	-	-	-	-	11.828,4	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,4	
A no residentes en la zona del euro														
2007	2.344,5	48,2	51,8	28,8	2,3	2,4	12,7	955,7	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2
2008	2.282,0	45,8	54,2	31,8	3,0	2,6	11,3	965,8	40,5	59,5	41,9	1,4	4,3	7,4
2009 II	1.999,9	45,2	54,8	29,6	2,8	3,2	13,5	949,3	40,2	59,8	42,5	1,1	3,9	7,6
III	1.894,1	45,5	54,5	29,9	2,7	3,1	12,6	914,0	40,4	59,6	41,9	1,5	3,8	7,6
IV	1.917,4	45,8	54,2	29,4	2,7	2,9	12,6	908,9	40,1	59,9	42,0	1,2	3,7	8,0
2010 I ^(p)	1.986,9	46,4	53,6	29,7	2,5	3,0	11,3	969,1	40,7	59,3	42,2	1,1	3,4	7,4

4. Valores distintos de acciones

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
2007	1.740,3	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.210,3	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008	1.977,4	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.652,7	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009 II	2.123,6	95,0	5,0	2,5	0,5	0,4	1,4	2.961,9	97,7	2,3	1,5	0,2	0,1	0,3
III	2.118,3	95,1	4,9	2,9	0,2	0,3	1,3	2.998,1	97,9	2,1	1,4	0,2	0,1	0,4
IV	2.080,8	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2.980,7	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010 I ^(p)	2.094,8	94,6	5,4	3,3	0,2	0,3	1,4	3.033,7	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2007	582,4	53,9	46,1	27,3	0,7	0,4	14,4	652,3	35,9	64,1	39,3	4,5	0,8	12,6
2008	580,7	54,1	45,9	28,6	0,9	0,5	13,3	646,8	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,0
2009 II	571,0	55,3	44,7	24,6	1,7	1,4	14,6	633,1	33,5	66,5	41,4	4,0	0,9	15,0
III	562,7	56,3	43,7	25,3	0,6	0,5	14,7	618,5	34,8	65,2	39,3	4,2	0,9	15,1
IV	547,2	55,8	44,2	26,3	0,4	0,5	14,8	600,9	34,9	65,1	38,5	4,2	0,9	15,2
2010 I ^(p)	564,0	55,1	44,9	28,0	0,4	0,5	14,9	610,1	32,9	67,1	39,5	4,4	0,9	15,1

Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 3) En el caso de no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes en la zona del euro.
- 4) Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro ¹⁾

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones durante el período)

1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión/fondos del mercado monetario)	Participaciones en fondos de inversión/fondos del mercado monetario	Activos no financieros	Otros activos (incluidos derivados financieros)
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2009 Sep	5.162,5	349,0	1.998,6	1.544,6	680,4	206,0	383,9
Oct	5.175,6	351,2	2.017,7	1.523,4	688,1	207,9	387,2
Nov	5.240,5	340,5	2.043,4	1.562,2	693,6	208,2	392,6
Dic	5.370,4	343,7	2.076,6	1.673,3	709,0	212,6	355,2
2010 Ene	5.454,6	353,7	2.120,0	1.650,4	726,5	215,1	389,0
Feb	5.528,0	356,1	2.146,2	1.670,5	741,3	216,3	397,6
Mar ^(p)	5.776,2	350,9	2.209,5	1.802,5	766,6	233,1	413,7
Operaciones							
2009 III	173,1	-9,0	69,9	112,6	9,1	2,7	-12,1
IV	86,9	-12,0	58,1	42,6	15,5	5,9	-23,4
2010 I ^(p)	181,4	-2,9	65,7	29,7	29,5	17,3	42,0

2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro	Mantenidas por no residentes en la zona del euro		
							Fondos de inversión
1	2	3	4	5	6	7	
Saldos vivos							
2009 Sep	5.162,5	96,8	4.739,2	3.875,9	514,0	863,3	326,6
Oct	5.175,6	97,5	4.746,8	3.874,9	522,9	871,9	331,3
Nov	5.240,5	98,2	4.807,7	3.911,2	528,8	896,5	334,6
Dic	5.370,4	101,2	4.965,0	4.020,0	539,6	945,1	304,2
2010 Ene	5.454,6	100,9	5.016,2	4.042,2	546,5	973,9	337,6
Feb	5.528,0	100,8	5.078,1	4.080,9	559,1	997,1	349,2
Mar ^(p)	5.776,2	112,9	5.290,6	4.219,7	582,3	1.070,9	372,8
Operaciones							
2009 III	173,1	0,8	186,2	94,8	16,7	91,4	-13,9
IV	86,9	4,0	107,4	76,9	15,3	30,6	-24,5
2010 I ^(p)	181,4	5,2	129,9	94,0	21,8	35,9	46,4

3. Participaciones en fondos de inversión según la política de inversión y el tipo de fondo

	Total	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de fondo de inversión		Pro memoria: Fondos del mercado monetario	
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable		Fondos de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2009 Ago	4.648,5	1.516,0	1.292,8	1.139,7	230,5	78,2	391,3	4.580,4	68,1	1.285,2
Sep	4.739,2	1.531,5	1.344,7	1.164,8	227,8	77,4	393,1	4.671,3	67,9	1.253,0
Oct	4.746,8	1.547,8	1.322,9	1.178,7	232,4	78,8	386,2	4.679,0	67,7	1.246,2
Nov	4.807,7	1.561,5	1.349,8	1.194,4	235,0	78,8	388,3	4.740,1	67,6	1.223,7
Dic	4.965,0	1.577,6	1.450,7	1.215,9	240,5	84,4	396,1	4.893,5	71,6	1.201,6
2010 Ene	5.016,2	1.614,4	1.422,1	1.238,1	243,8	93,6	404,1	4.943,8	72,4	1.215,5
Feb	5.078,1	1.639,5	1.441,4	1.248,5	245,6	95,3	407,8	5.005,0	73,0	1.202,0
Mar ^(p)	5.290,6	1.702,1	1.551,3	1.271,5	249,4	97,9	418,4	5.215,7	74,9	1.174,8
Operaciones										
2009 Sep	27,0	4,4	9,7	13,1	0,7	-0,1	-0,8	26,4	0,6	-26,3
Oct	36,4	14,1	5,0	16,8	2,7	1,1	-3,3	36,5	-0,1	-5,2
Nov	19,9	8,6	5,4	4,2	1,2	-0,5	1,0	20,0	-0,1	-18,6
Dic	51,1	4,9	18,8	15,4	7,0	2,7	2,2	47,3	3,7	-36,7
2010 Ene	60,0	20,2	10,7	11,4	6,8	7,3	3,6	59,4	0,6	3,0
Feb	21,8	13,3	4,2	2,9	1,1	0,2	0,0	21,6	0,1	-16,7
Mar ^(p)	48,1	39,4	2,2	-6,5	1,2	3,6	8,2	46,8	1,4	-29,2

Fuente: BCE.

1) Distintos de los fondos del mercado monetario (que figuran en la columna 10 del cuadro 3 de esta sección, titulada Pro memoria. Para más información, véanse las Notas Generales.

2.10 Valores mantenidos por los fondos de inversión ¹⁾ según sus emisores

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones durante el período)

1. Valores distintos de acciones

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2009 II	1.872,9	1.293,8	357,9	635,7	173,3	4,0	122,9	579,1	161,9	234,6	21,8
III	1.998,6	1.384,6	388,6	669,0	186,0	4,9	136,2	614,0	180,2	234,4	21,8
IV	2.076,6	1.413,3	387,7	689,0	186,8	5,5	144,3	663,3	198,8	252,0	15,9
2010 I ^(p)	2.209,5	1.462,9	392,5	710,0	199,5	5,9	155,0	746,5	211,4	290,2	15,3
Operaciones											
2009 III	69,9	47,6	10,6	20,9	6,1	0,3	9,7	22,2	11,2	3,5	-1,0
IV	58,1	23,9	-2,9	18,9	0,2	0,5	7,2	34,3	15,9	13,3	-6,2
2010 I ^(p)	65,7	24,2	0,3	8,9	8,2	0,0	6,8	41,5	10,7	16,4	-1,6

2. Acciones y otras participaciones (distintas de participaciones en fondos de inversión y en fondos del mercado monetario)

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2009 II	1.251,3	565,6	69,5	-	28,7	16,8	450,4	685,8	110,8	210,9	59,7
III	1.544,6	701,4	97,2	-	35,8	24,8	543,4	843,2	127,0	265,1	61,8
IV	1.673,3	723,1	97,5	-	36,1	23,8	565,5	950,2	138,4	295,5	65,8
2010 I ^(p)	1.802,5	741,7	92,9	-	36,9	28,3	583,5	1.060,8	147,2	327,9	75,3
Operaciones											
2009 III	112,6	34,6	7,5	-	4,1	2,3	20,6	78,0	2,4	34,0	1,4
IV	42,6	3,2	4,6	-	1,0	-0,7	-1,6	39,4	3,2	7,5	3,5
2010 I ^(p)	29,7	8,1	-0,1	-	-0,2	1,8	6,5	21,6	0,2	1,7	0,9

3. Participaciones en fondos de inversión/fondos del mercado monetario

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM ²⁾	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2009 II	628,0	540,2	82,9	-	457,3	-	-	87,9	12,9	16,2	0,4
III	680,4	592,0	78,1	-	514,0	-	-	88,4	14,5	18,9	0,3
IV	709,0	614,0	74,4	-	539,6	-	-	95,0	15,7	19,0	0,3
2010 I ^(p)	766,6	653,8	71,5	-	582,3	-	-	112,8	18,2	33,5	0,5
Operaciones											
2009 III	9,1	10,5	-6,2	-	16,7	-	-	-1,5	0,9	-0,3	0,0
IV	15,5	10,9	-4,4	-	15,3	-	-	4,6	0,9	-0,4	0,1
2010 I ^(p)	29,5	18,1	-3,7	-	21,8	-	-	11,5	1,3	12,2	0,2

Fuente: BCE.

1) Distintos de los fondos del mercado monetario. Para más información, véanse las Notas Generales.

2) Las participaciones en fondos de inversión (distintas de las participaciones en fondos del mercado monetario) son emitidas por los otros intermediarios financieros. Las participaciones en fondos del mercado monetario son emitidas por las IFM.



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2009 IV						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						471,4
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-29,2
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.189,9	120,7	743,2	60,5	265,5	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	31,1	7,2	13,4	5,0	5,5	
Consumo de capital fijo	351,2	96,8	196,9	11,4	46,1	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	526,2	277,2	225,5	26,0	-2,5	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,9
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	635,6	34,6	233,5	307,5	59,9	91,4
Intereses	366,0	31,6	59,1	215,4	59,9	52,3
Otra renta de la propiedad	269,6	3,0	174,5	92,1	0,0	39,1
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.991,6	1.646,1	83,6	22,2	239,7	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	293,6	244,3	42,1	6,8	0,3	1,4
Cotizaciones sociales	448,9	448,9				1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	471,1	1,5	16,1	33,5	420,0	0,8
Otras transferencias corrientes	208,4	75,1	27,3	47,9	58,2	9,1
Primas netas de seguros no vida	45,0	32,1	11,2	1,0	0,7	1,3
Indemnizaciones de seguros no vida	45,3			45,3		0,6
Otras	118,1	43,0	16,0	1,6	57,4	7,2
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.959,2	1.443,6	26,8	29,0	459,8	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.865,1	1.321,2			544,0	
Gasto en consumo individual	1.647,3	1.321,2			326,1	
Gasto en consumo colectivo	217,9				217,9	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	14,8	0,1	0,2	14,6	0,0	0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	94,0	137,1	26,6	14,4	-84,1	-7,0
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	438,3	138,7	207,4	13,1	79,1	
Formación bruta de capital fijo	461,6	137,9	231,6	12,9	79,1	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-23,3	0,8	-24,2	0,1	0,0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-0,2	-1,8	0,8	0,1	0,7	0,2
Transferencias de capital	60,9	13,9	1,2	1,3	44,4	5,4
Impuestos sobre el capital	10,9	10,6	0,3	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	49,9	3,4	0,9	1,3	44,4	5,4
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	10,5	97,1	46,3	14,3	-147,2	-10,5
Discrepancia estadística	0,0	2,3	-2,3	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más detalles sobre el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2009 IV						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						442,2
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.098,4	501,9	1.179,0	102,9	314,6	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	234,2					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.332,6					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	526,2	277,2	225,5	26,0	-2,5	
Remuneración de los asalariados	1.191,3	1.191,3				3,6
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	279,9				279,9	-14,6
Renta de la propiedad	629,8	212,2	91,6	303,8	22,1	97,2
Intereses	354,5	53,9	36,4	255,6	8,7	63,7
Otra renta de la propiedad	275,2	158,4	55,3	48,2	13,4	33,5
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.991,6	1.646,1	83,6	22,2	239,7	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	294,2				294,2	0,8
Cotizaciones sociales	448,9	1,3	16,9	48,5	382,2	1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	469,1	469,1				2,8
Otras transferencias corrientes	177,4	97,0	11,7	46,4	22,2	40,2
Primas netas de seguros no vida	45,3			45,3		1,1
Indemnizaciones de seguros no vida	44,4	34,2	9,2	0,7	0,3	1,4
Otras	87,7	62,9	2,5	0,4	21,9	37,7
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.959,2	1.443,6	26,8	29,0	459,8	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	14,8	14,8				0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	94,0	137,1	26,6	14,4	-84,1	-7,0
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	351,2	96,8	196,9	11,4	46,1	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	64,2	14,0	32,3	2,9	15,1	2,0
Impuestos sobre el capital	10,9				10,9	0,0
Otras transferencias de capital	53,3	14,0	32,3	2,9	4,1	2,0
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Díscapacidad estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (es decir, impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		17.858,5	15.622,3	32.292,6	12.592,4	6.270,2	3.434,4	15.134,1
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				285,9				
Efectivo y depósitos		6.305,3	1.732,0	9.325,4	1.988,5	845,7	707,7	3.700,9
Valores distintos de acciones, corto plazo		34,3	134,5	632,4	318,3	360,4	24,6	874,5
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.445,0	176,8	6.408,4	2.006,3	2.045,7	372,8	3.137,6
Préstamos		75,4	2.917,0	12.705,3	3.034,2	419,3	469,8	1.740,6
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		58,0	1.614,3	9.776,9	2.526,4	312,1	360,1	.
Acciones y otras participaciones		4.144,0	7.146,8	2.050,7	4.996,7	2.147,3	1.265,6	5.137,5
Acciones cotizadas		720,2	1.212,4	522,9	1.716,2	409,7	295,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.047,0	5.550,1	1.179,4	2.631,3	437,7	824,2	.
Participaciones en fondos de inversión		1.376,7	384,3	348,4	649,2	1.299,8	146,2	.
Reservas técnicas de seguro		5.383,6	145,0	1,9	0,0	191,3	3,2	140,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		471,0	3.370,3	882,5	248,4	260,6	590,6	402,5
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		161,6	154,0	28,5	196,7	78,9	-46,2	91,1
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				1,0				-1,0
Efectivo y depósitos		111,9	54,4	62,4	-29,1	-1,5	-51,2	-97,1
Valores distintos de acciones, corto plazo		-21,9	3,7	-20,4	-10,6	21,5	7,2	-20,7
Valores distintos de acciones, largo plazo		-17,0	17,3	-55,5	85,6	10,5	-19,4	68,9
Préstamos		-0,3	24,8	-8,3	1,6	0,0	-15,0	24,0
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-0,5	9,1	65,8	4,1	3,5	3,1	.
Acciones y otras participaciones		0,0	-27,3	-18,3	138,9	48,6	3,2	110,9
Acciones cotizadas		-6,9	-18,3	13,6	69,0	-1,3	3,8	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,7	8,3	-3,9	56,2	1,1	-4,0	.
Participaciones en fondos de inversión		0,3	-17,2	-28,1	13,7	48,9	3,4	.
Reservas técnicas de seguro		73,5	-0,4	0,1	0,0	0,8	0,0	6,6
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		15,5	81,4	67,6	10,3	-1,1	28,8	-0,6
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		53,5	233,9	42,1	39,0	71,6	27,1	115,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				30,0				
Efectivo y depósitos		0,6	-2,0	35,9	12,3	2,6	-0,9	30,0
Valores distintos de acciones, corto plazo		-0,9	-0,3	3,0	-6,7	6,2	0,0	-12,9
Valores distintos de acciones, largo plazo		2,1	12,9	-16,6	15,3	29,2	-2,4	-0,5
Préstamos		0,0	-0,5	-0,7	-12,3	-0,8	-1,5	4,6
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0,0	-5,3	-13,9	-13,5	-0,8	4,7	.
Acciones y otras participaciones		30,3	261,8	-6,7	21,8	34,7	12,7	74,6
Acciones cotizadas		18,1	115,9	-23,1	20,3	8,3	-11,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0,4	142,5	3,8	-13,5	-0,2	26,2	.
Participaciones en fondos de inversión		11,9	3,4	12,6	14,9	26,6	-2,4	.
Reservas técnicas de seguro		21,5	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	5,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-0,2	-38,1	-2,8	8,6	-0,3	19,3	14,6
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		18.073,6	16.010,2	32.363,2	12.828,2	6.420,6	3.415,3	15.341,7
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				316,9				
Efectivo y depósitos		6.417,9	1.784,4	9.423,6	1.971,8	846,7	655,7	3.633,8
Valores distintos de acciones, corto plazo		11,5	137,9	615,0	301,0	388,2	31,8	841,0
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.430,1	207,0	6.336,3	2.107,2	2.085,4	351,0	3.206,0
Préstamos		75,0	2.941,3	12.696,4	3.023,5	418,5	453,4	1.769,2
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		57,4	1.618,2	9.828,7	2.517,0	314,9	367,9	.
Acciones y otras participaciones		4.174,3	7.381,3	2.025,7	5.157,3	2.230,6	1.281,5	5.323,0
Acciones cotizadas		731,3	1.310,0	513,5	1.805,5	416,7	287,8	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.054,1	5.700,8	1.179,4	2.674,0	438,7	846,5	.
Participaciones en fondos de inversión		1.388,9	370,5	332,9	677,8	1.375,3	147,1	.
Reservas técnicas de seguro		5.478,6	144,7	2,0	0,0	192,1	3,2	152,2
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		486,3	3.413,5	947,4	267,3	259,2	638,8	416,6
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		6.431,3	24.377,8	31.527,4	12.565,9	6.419,4	8.158,4	13.438,4
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			29,5	21.916,5	27,2	0,0	223,4	2.409,0
Valores distintos de acciones, corto plazo			326,2	680,2	63,5	9,2	1.051,0	248,8
Valores distintos de acciones, largo plazo			490,7	4.599,3	2.564,9	39,4	5.129,0	2.769,3
Préstamos		5.762,9	8.308,5		2.780,9	256,6	1.345,8	2.907,0
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.403,6	5.892,6		1.796,3	99,5	1.132,5	.
Acciones y otras participaciones			11.849,0	3.008,5	6.905,8	489,2	5,4	4.624,0
Acciones cotizadas			3.299,0	595,0	189,7	176,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,6	8.549,9	1.160,7	2.157,7	312,3	5,4	.
Participaciones en fondos de inversión				1.252,7	4.558,4			.
Reservas técnicas de seguro		33,9	332,2	67,3	0,8	5.430,7	0,4	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		627,9	3.041,6	1.255,6	222,7	194,4	403,5	480,3
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.409,7	11.427,3	-8.755,5	765,2	26,6	-149,3	-4.724,0	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		62,2	109,9	48,7	180,9	60,2	101,0	101,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			-0,1	35,6	-3,4	0,0	10,7	7,1
Valores distintos de acciones, corto plazo			-12,6	5,2	9,8	-0,7	-44,0	1,2
Valores distintos de acciones, largo plazo			22,0	-39,8	30,1	0,7	71,0	6,4
Préstamos		45,4	19,4		-10,8	-18,5	4,2	-12,9
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		45,6	38,6		-2,3	-2,4	32,8	.
Acciones y otras participaciones			30,5	-30,3	143,7	3,0	1,6	107,6
Acciones cotizadas			9,5	14,5	8,7	2,7	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0,0	21,0	15,7	38,3	0,2	1,6	.
Participaciones en fondos de inversión				-60,5	96,7			.
Reservas técnicas de seguro		0,1	0,1	1,8	0,0	78,7	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		16,7	50,7	76,2	11,5	-3,0	57,5	-7,8
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	10,5	99,3	44,1	-20,2	15,8	18,7	-147,2	-10,5
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		1,4	261,3	19,9	101,4	27,7	-40,4	181,4
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	58,1	0,0	0,0	0,0	20,2
Valores distintos de acciones, corto plazo			-9,5	2,4	-1,4	1,1	1,1	-5,1
Valores distintos de acciones, largo plazo			4,3	14,8	14,7	0,5	-33,3	39,0
Préstamos		-3,5	-15,1		14,6	-1,7	-0,2	-5,3
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-2,2	-3,1		5,0	-1,2	-0,1	.
Acciones y otras participaciones			283,6	-42,7	88,7	-3,9	-0,6	104,0
Acciones cotizadas			121,1	-36,2	-6,3	-6,9	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0,1	162,5	-15,6	-8,3	3,0	-0,6	.
Participaciones en fondos de inversión				9,1	103,3			.
Reservas técnicas de seguro		0,2	0,0	0,0	0,0	26,7	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		4,6	-1,9	-12,6	-15,1	5,2	-7,5	28,5
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	95,8	52,1	-27,4	22,2	-62,4	43,8	67,6	-65,8
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		6.494,9	24.749,0	31.596,0	12.848,2	6.507,3	8.219,0	13.721,4
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			29,4	22.010,3	23,8	0,0	234,0	2.436,3
Valores distintos de acciones, corto plazo			304,1	687,7	71,9	9,6	1.008,1	244,9
Valores distintos de acciones, largo plazo			517,0	4.574,3	2.609,8	40,6	5.166,7	2.814,7
Préstamos		5.804,8	8.312,8		2.784,7	236,3	1.349,9	2.888,8
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.447,0	5.928,1		1.799,0	95,8	1.165,2	.
Acciones y otras participaciones			12.163,0	2.935,4	7.138,2	488,3	6,4	4.835,7
Acciones cotizadas			3.429,7	573,4	192,1	171,9	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,7	8.733,4	1.160,8	2.187,7	315,5	6,4	.
Participaciones en fondos de inversión				1.201,3	4.758,3			.
Reservas técnicas de seguro		34,1	332,3	69,1	0,8	5.536,0	0,4	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		649,3	3.090,4	1.319,2	219,1	196,6	453,5	501,0
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.303,4	11.578,7	-8.738,9	767,2	-20,0	-86,7	-4.803,7	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2005	2006	2007	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.906,8	4.069,0	4.256,9	4.433,7	4.439,5	4.437,3	4.428,8	4.420,4
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	129,8	129,3	137,1	131,7	128,7	121,8	116,5	109,2
Consumo de capital fijo	1.190,3	1.250,6	1.318,1	1.381,5	1.391,8	1.398,7	1.403,5	1.407,4
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	2.067,3	2.183,2	2.328,7	2.342,6	2.277,8	2.197,2	2.152,2	2.141,6
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Renta de la propiedad	2.585,5	3.013,8	3.580,0	3.864,4	3.740,9	3.495,6	3.224,1	2.985,4
Intereses	1.344,6	1.643,3	2.058,0	2.306,8	2.211,9	2.051,3	1.836,2	1.640,7
Otra renta de la propiedad	1.240,9	1.370,5	1.522,0	1.557,6	1.528,9	1.444,3	1.387,8	1.344,7
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	6.967,8	7.321,7	7.703,1	7.787,9	7.703,1	7.610,2	7.547,1	7.532,9
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	935,9	1.028,2	1.111,7	1.122,8	1.111,6	1.074,4	1.044,6	1.017,7
Cotizaciones sociales	1.477,9	1.539,8	1.595,2	1.660,9	1.668,4	1.668,3	1.670,5	1.672,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.505,5	1.553,4	1.598,9	1.665,6	1.690,0	1.721,3	1.752,3	1.781,5
Otras transferencias corrientes	712,0	723,3	752,8	792,0	786,8	779,0	770,3	767,7
Primas netas de seguros no vida	179,6	179,9	184,3	189,8	187,0	183,5	179,0	175,0
Derechos de seguros no vida	180,5	180,2	184,1	190,9	188,0	184,2	179,6	175,4
Otras	351,9	363,2	384,4	411,3	411,8	411,2	411,7	417,3
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	6.881,4	7.229,5	7.608,5	7.682,5	7.597,5	7.503,6	7.438,5	7.422,9
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.355,4	6.631,8	6.893,4	7.161,8	7.169,8	7.164,5	7.158,9	7.174,5
Gasto en consumo individual	5.690,5	5.946,6	6.181,8	6.410,6	6.407,8	6.394,9	6.382,4	6.392,8
Gasto en consumo colectivo	664,9	685,3	711,6	751,2	762,0	769,6	776,5	781,7
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	60,8	62,9	60,1	64,9	64,7	63,0	60,9	59,5
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	526,4	597,9	715,2	520,7	427,7	339,1	279,6	248,5
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.716,7	1.875,4	2.019,9	2.058,1	1.991,4	1.891,8	1.808,9	1.738,0
Formación bruta de capital fijo	1.709,9	1.853,4	1.992,6	2.022,5	1.970,7	1.899,7	1.839,0	1.795,7
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	6,8	22,1	27,4	35,6	20,7	-7,9	-30,0	-57,6
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-0,4	-0,4	-1,1	0,7	1,1	0,7	0,4	0,2
Transferencias de capital	183,7	169,9	151,5	160,8	159,1	170,1	172,2	179,0
Impuestos sobre el capital	24,4	22,5	24,3	23,8	23,6	28,6	29,0	33,9
Otras transferencias de capital	159,3	147,4	127,2	137,0	135,5	141,6	143,3	145,2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	13,5	-12,0	29,3	-145,7	-164,5	-145,9	-117,1	-73,1

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más detalles sobre el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro (cont.)

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Recursos	2005	2006	2007	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.294,3	7.632,1	8.040,8	8.289,6	8.237,8	8.155,0	8.101,1	8.078,5
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	845,3	914,0	959,5	946,5	930,2	913,7	902,7	895,1
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	8.139,6	8.546,1	9.000,4	9.236,1	9.168,0	9.068,7	9.003,8	8.973,6
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta	2.067,3	2.183,2	2.328,7	2.342,6	2.277,8	2.197,2	2.152,2	2.141,6
Remuneración de los asalariados	3.914,1	4.076,5	4.264,9	4.442,1	4.447,7	4.445,4	4.436,6	4.427,4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	988,2	1.054,7	1.103,6	1.084,3	1.064,6	1.042,3	1.027,6	1.019,7
Renta de la propiedad	2.583,8	3.021,0	3.585,9	3.783,4	3.654,0	3.420,9	3.154,7	2.929,7
Intereses	1.319,0	1.613,7	2.016,4	2.245,4	2.146,8	1.984,9	1.767,3	1.574,4
Otra renta de la propiedad	1.264,8	1.407,3	1.569,5	1.538,0	1.507,2	1.436,0	1.387,5	1.355,2
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.967,8	7.321,7	7.703,1	7.787,9	7.703,1	7.610,2	7.547,1	7.532,9
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	939,5	1.032,9	1.119,1	1.131,0	1.119,6	1.080,7	1.050,1	1.023,4
Cotizaciones sociales	1.477,2	1.539,0	1.594,4	1.660,3	1.667,5	1.667,2	1.669,5	1.671,2
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.497,9	1.545,4	1.590,0	1.657,5	1.681,9	1.713,4	1.744,6	1.773,7
Otras transferencias corrientes	630,5	635,3	660,5	687,2	682,1	675,1	664,8	660,5
Primas netas de seguros no vida	180,5	180,2	184,1	190,9	188,0	184,2	179,6	175,4
Derechos de seguros no vida	178,3	177,1	181,5	187,3	184,3	180,8	176,1	172,1
Otras	271,6	277,9	294,9	309,1	309,8	310,1	309,1	313,0
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.881,4	7.229,5	7.608,5	7.682,5	7.597,5	7.503,6	7.438,5	7.422,9
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61,0	63,1	60,3	64,9	64,7	63,0	60,9	59,5
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	526,4	597,9	715,2	520,7	427,7	339,1	279,6	248,5
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.190,3	1.250,6	1.318,1	1.381,5	1.391,8	1.398,7	1.403,5	1.407,4
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	196,8	184,4	166,2	171,7	167,5	178,9	181,3	188,4
Impuestos sobre el capital	24,4	22,5	24,3	23,8	23,6	28,6	29,0	33,9
Otras transferencias de capital	172,3	161,9	142,0	147,9	144,0	150,4	152,3	154,5
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (es decir, impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

3.3 Hogares

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2005	2006	2007	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.914,1	4.076,5	4.264,9	4.442,1	4.447,7	4.445,4	4.436,6	4.427,4
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.338,9	1.415,3	1.499,4	1.550,8	1.543,7	1.531,4	1.520,4	1.515,9
Intereses, recursos (+)	225,4	261,6	304,9	336,6	321,9	296,2	263,5	235,4
Intereses, empleos (-)	130,5	163,4	209,1	233,7	217,4	192,6	164,0	139,8
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	702,7	747,7	790,2	795,4	787,3	762,1	745,1	736,3
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,5	9,8	10,0	10,1	10,2	10,3	10,3	10,2
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	741,7	794,3	851,7	892,3	890,3	877,8	871,8	860,8
Cotizaciones sociales netas (-)	1.474,0	1.535,7	1.591,0	1.656,5	1.664,0	1.663,7	1.665,9	1.667,2
Prestaciones sociales netas (+)	1.492,6	1.539,9	1.584,3	1.651,7	1.676,0	1.707,5	1.738,7	1.767,8
Transferencias corrientes netas (+)	66,4	66,7	69,4	72,1	73,6	76,7	79,8	82,1
= Renta disponible bruta	5.384,4	5.604,3	5.851,5	6.056,1	6.068,3	6.074,9	6.072,1	6.086,9
Gasto en consumo final (-)	4.690,6	4.897,9	5.088,5	5.267,0	5.249,0	5.225,1	5.198,6	5.197,8
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	60,6	62,7	59,8	64,6	64,3	62,7	60,6	59,2
= Ahorro bruto	754,4	769,2	822,8	853,7	883,6	912,4	934,0	948,3
Consumo de capital fijo (-)	326,0	345,2	366,0	384,1	386,5	388,2	389,4	389,8
Transferencias de capital netas (+)	24,0	18,7	12,0	13,5	13,1	14,3	15,7	10,9
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	565,8	523,4	62,3	-1.689,2	-1.330,9	-722,3	56,9	524,0
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	1.018,1	966,1	531,1	-1.206,1	-820,7	-183,8	617,2	1.093,4
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	552,6	605,3	644,7	642,3	623,0	598,2	575,1	557,2
Consumo de capital fijo (-)	326,0	345,2	366,0	384,1	386,5	388,2	389,4	389,8
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	205,4	308,1	423,2	427,4	381,2	290,4	194,7	33,6
Efectivo y depósitos	246,8	284,1	349,8	439,0	398,4	335,6	256,3	121,8
Participaciones en fondos del mercado monetario	-21,4	1,4	38,3	-13,1	1,8	-17,1	-22,0	-43,1
Valores distintos de acciones ²⁾	-20,0	22,6	35,1	1,5	-19,0	-28,0	-39,5	-45,1
Activos a largo plazo	412,8	336,8	153,0	39,4	72,8	171,7	302,9	449,7
Depósitos	-7,6	1,9	-31,1	-27,4	-13,7	15,7	55,1	88,1
Valores distintos de acciones	-2,6	56,1	45,4	56,2	43,2	25,6	27,4	14,8
Acciones y otras participaciones	130,2	-19,4	-83,4	-115,9	-90,2	-33,5	28,1	96,1
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	63,2	-4,5	-4,5	12,1	25,2	39,0	47,5	42,7
Participaciones en fondos de inversión	67,0	-14,9	-78,8	-128,0	-115,4	-72,5	-19,4	53,4
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	292,7	298,2	222,2	126,6	133,5	163,8	192,3	250,7
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	398,9	395,2	356,9	206,1	154,8	126,0	98,5	98,3
de los cuales: de IFM de la zona del euro	358,5	349,0	283,7	82,8	20,1	10,3	-15,8	63,1
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	473,3	468,3	55,6	-1.407,7	-1.069,6	-628,3	-61,1	335,5
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	109,5	46,7	25,1	-252,6	-201,2	-99,6	55,5	152,9
Otros flujos netos (+)	-10,5	-58,6	-47,7	-64,7	-85,7	-2,0	38,0	52,6
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	1.018,1	966,1	531,1	-1.206,1	-820,7	-183,8	617,2	1.093,4
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.478,6	4.744,5	5.199,8	5.698,3	5.772,1	5.787,1	5.745,9	5.731,7
Efectivo y depósitos	4.173,7	4.453,9	4.842,8	5.314,4	5.375,7	5.431,0	5.397,6	5.468,3
Participaciones en fondos del mercado monetario	291,2	252,7	289,4	317,2	342,3	310,9	307,6	243,6
Valores distintos de acciones ²⁾	13,6	37,9	67,6	66,7	54,0	45,2	40,7	19,8
Activos a largo plazo	11.075,6	11.988,0	12.168,2	10.452,6	10.184,5	10.638,6	11.225,5	11.439,1
Depósitos	998,8	1.009,8	943,4	883,7	859,4	878,4	907,7	949,5
Valores distintos de acciones	1.238,8	1.306,6	1.332,1	1.366,7	1.337,7	1.372,7	1.438,6	1.421,7
Acciones y otras participaciones	4.570,6	5.059,3	5.033,1	3.468,6	3.243,7	3.507,9	3.836,4	3.930,7
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.234,3	3.641,6	3.674,1	2.488,1	2.309,3	2.497,0	2.767,2	2.785,4
Participaciones en fondos de inversión	1.336,2	1.417,7	1.359,1	980,5	934,4	1.010,9	1.069,2	1.145,3
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.267,4	4.612,3	4.859,6	4.733,6	4.743,8	4.879,6	5.042,8	5.137,1
Otros activos netos (+)	270,8	241,9	211,7	228,5	211,1	238,3	218,7	212,6
Pasivos (-)								
Préstamos	4.766,1	5.165,6	5.510,9	5.708,0	5.701,9	5.739,4	5.762,9	5.804,8
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.201,0	4.553,1	4.825,5	4.901,1	4.878,7	4.899,0	4.916,2	4.956,0
= Riqueza financiera neta	11.058,9	11.808,8	12.068,8	10.671,4	10.465,8	10.924,5	11.427,3	11.578,7

Fuentes: BCE y Eurostat.

- 1) Excluidas las variaciones del patrimonio neto como consecuencia de las variaciones de los activos no financieros, como, por ejemplo, por revalorización de los inmuebles residenciales.
- 2) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

3.4 Sociedades no financieras

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2005	2006	2007	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.163,1	4.369,3	4.620,3	4.750,3	4.693,1	4.612,1	4.556,3	4.528,4
Remuneración de los asalariados (-)	2.471,3	2.583,9	2.713,6	2.831,9	2.828,1	2.818,6	2.802,5	2.787,2
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	72,8	75,4	80,3	76,1	74,0	68,9	64,2	59,1
= Excedente bruto de explotación (+)	1.619,0	1.710,0	1.826,4	1.842,2	1.791,0	1.724,6	1.689,6	1.682,1
Consumo de capital fijo (-)	670,5	701,9	738,6	774,2	780,2	783,6	786,2	788,6
= Excedente neto de explotación (+)	948,4	1.008,1	1.087,8	1.068,1	1.010,8	941,0	903,4	893,5
Renta de la propiedad, recursos (+)	433,8	506,0	574,0	594,1	570,8	536,6	507,7	478,6
Intereses, recursos	141,3	169,7	198,9	223,8	211,8	194,9	174,3	157,0
Otra renta de la propiedad, recursos	292,5	336,3	375,1	370,3	358,9	341,6	333,4	321,7
Intereses y otras rentas, empleos (-)	236,1	284,0	345,7	400,1	381,4	350,5	310,7	274,2
= Renta empresarial neta (+)	1.146,1	1.230,1	1.316,1	1.262,1	1.200,2	1.127,0	1.100,5	1.097,9
Renta distribuida (-)	857,5	926,2	987,4	1.030,3	1.018,2	976,1	941,3	917,2
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	149,1	189,8	211,9	193,5	186,5	165,8	144,8	131,6
Cotizaciones sociales, recursos (+)	72,8	74,9	63,7	66,0	65,6	65,6	65,5	65,6
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,7	60,6	62,0	63,5	63,7	64,0	64,3	64,4
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	61,4	65,8	56,6	58,9	58,3	58,5	59,5	60,4
= Ahorro neto	90,1	62,5	62,0	-18,2	-60,9	-71,8	-43,9	-10,1
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	253,0	311,7	363,9	354,3	298,2	212,9	149,8	95,4
Formación bruta de capital fijo (+)	915,9	989,9	1.077,1	1.095,1	1.059,7	1.006,9	967,6	942,2
Consumo de capital fijo (-)	670,5	701,9	738,6	774,2	780,2	783,6	786,2	788,6
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	7,7	23,8	25,4	33,4	18,7	-10,3	-31,6	-58,2
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	128,5	159,8	168,4	61,7	3,7	35,0	81,0	114,5
Efectivo y depósitos	113,8	146,1	154,4	13,7	-6,4	10,2	37,7	90,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	7,4	2,3	-19,2	28,7	29,1	36,4	41,9	42,6
Valores distintos de acciones ¹⁾	7,4	11,5	33,2	19,3	-19,0	-11,5	1,3	-18,1
Activos a largo plazo	390,4	517,6	736,0	663,1	685,5	561,3	413,4	207,2
Depósitos	31,8	24,0	-25,6	22,6	36,5	39,7	11,9	-2,1
Valores distintos de acciones	-34,4	14,0	-32,4	-71,5	-3,0	17,2	-6,4	-6,2
Acciones y otras participaciones	234,2	285,4	446,9	365,7	376,1	340,8	283,7	137,5
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	158,8	194,3	347,2	346,2	275,9	163,6	124,2	78,1
Otros activos netos (+)	87,8	117,4	110,1	53,2	-102,6	-75,8	-76,6	-54,4
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	432,7	732,4	843,0	760,7	575,7	405,7	230,4	82,5
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	276,7	449,0	544,2	392,6	252,0	98,2	-35,0	-151,4
de la cual: valores distintos de acciones	14,0	40,0	33,5	62,6	67,5	79,2	92,2	76,9
Acciones y otras participaciones	275,9	238,8	404,7	311,1	287,6	317,3	297,5	206,2
Acciones cotizadas	101,7	38,1	70,4	2,5	13,2	47,1	57,9	58,6
Acciones no cotizadas y otras participaciones	174,2	200,7	334,2	308,5	274,4	270,2	239,5	147,6
Transferencias netas de capital, recursos (-)	60,6	72,3	69,8	76,3	78,8	77,4	78,3	81,0
= Ahorro neto	90,1	62,5	62,0	-18,2	-60,9	-71,8	-43,9	-10,1
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.509,3	1.675,1	1.827,7	1.889,0	1.876,5	1.908,3	1.957,9	1.999,2
Efectivo y depósitos	1.229,6	1.367,3	1.507,7	1.537,6	1.510,0	1.551,2	1.579,5	1.634,1
Participaciones en fondos del mercado monetario	173,4	181,4	157,4	182,2	208,1	213,6	220,4	206,5
Valores distintos de acciones ¹⁾	106,3	126,4	162,6	169,2	158,4	143,6	158,0	158,6
Activos a largo plazo	8.809,7	10.197,0	11.102,2	9.365,6	9.098,1	9.494,4	10.149,1	10.452,8
Depósitos	107,9	151,8	156,0	173,6	173,9	162,4	152,6	150,3
Valores distintos de acciones	282,4	296,9	262,7	177,5	181,9	157,7	153,2	186,3
Acciones y otras participaciones	6.432,5	7.564,1	8.178,4	6.160,1	5.838,3	6.280,5	6.926,4	7.174,9
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	1.986,9	2.184,1	2.505,2	2.854,4	2.904,0	2.893,9	2.917,0	2.941,3
Otros activos netos (+)	335,8	352,9	385,2	461,1	448,8	479,6	503,2	497,2
Pasivos								
Deuda	7.195,5	7.892,8	8.633,5	9.381,1	9.414,3	9.450,5	9.457,7	9.466,3
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	3.524,3	3.981,9	4.507,1	4.895,6	4.859,3	4.825,9	4.759,4	4.708,9
de la cual: valores distintos de acciones	667,1	686,4	684,1	739,6	736,6	771,2	816,9	821,1
Acciones y otras participaciones	11.206,7	13.218,6	14.408,5	10.616,8	9.955,0	10.688,9	11.849,0	12.163,0
Acciones cotizadas	3.721,5	4.533,5	5.023,9	2.850,0	2.483,7	2.827,6	3.299,0	3.429,7
Acciones no cotizadas y otras participaciones	7.485,1	8.685,0	9.384,6	7.766,9	7.471,3	7.861,3	8.549,9	8.733,4

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos)

	2005	2006	2007	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	22,9	64,4	69,2	116,5	69,7	54,6	41,8	22,6
Efectivo y depósitos	7,2	11,0	6,5	57,0	18,4	11,8	-0,7	-33,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	-0,9	3,4	2,8	20,7	18,6	12,1	7,0	9,0
Valores distintos de acciones ¹⁾	16,6	49,9	59,9	38,8	32,7	30,6	35,5	46,7
Activos a largo plazo	290,8	293,7	169,9	67,8	49,7	81,6	112,1	178,4
Depósitos	16,7	68,4	48,8	-4,7	8,0	9,1	17,2	15,2
Valores distintos de acciones	132,9	111,5	48,8	33,5	52,8	7,6	12,8	49,1
Préstamos	-0,5	-1,3	-15,6	21,8	-2,1	10,3	7,9	5,3
Acciones cotizadas	31,3	-2,5	-0,4	-15,2	-20,2	-22,7	-96,9	-84,0
Acciones no cotizadas y otras participaciones	19,0	29,5	22,0	23,3	16,1	11,1	2,4	-5,8
Participaciones en fondos de inversión	91,5	88,2	66,4	9,2	-4,9	66,3	168,8	198,6
Otros activos netos (+)	-0,7	9,6	-11,5	19,6	8,3	31,2	30,4	32,6
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	-0,4	5,7	3,0	11,7	13,8	9,9	10,0	0,8
Préstamos	12,8	44,9	-5,3	24,3	-2,3	12,3	5,9	-28,3
Acciones y otras participaciones	10,5	9,2	1,7	0,1	1,5	2,3	4,4	4,3
Reservas técnicas de seguro	340,4	307,5	242,3	133,1	117,8	147,8	174,0	258,9
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	296,4	301,0	239,1	129,5	122,5	151,7	178,4	250,1
Reservas para primas y para siniestros	44,0	6,5	3,2	3,6	-4,6	-3,9	-4,4	8,8
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-50,3	0,5	-14,2	34,6	-3,1	-4,9	-10,0	-2,2
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	197,7	178,8	17,6	-564,7	-433,5	-280,2	-57,6	176,3
Otros activos netos	60,9	-39,8	-39,7	35,8	30,0	51,5	95,4	91,2
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	123,0	41,4	-33,3	-179,1	-187,8	-123,2	-53,4	14,2
Reservas técnicas de seguro	144,7	55,1	27,6	-248,8	-203,9	-97,6	65,9	163,2
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	153,8	51,3	27,7	-249,3	-197,9	-93,9	65,5	166,3
Reservas para primas y para siniestros	-9,1	3,8	-0,1	0,5	-6,0	-3,7	0,3	-3,1
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	-9,2	42,5	-16,5	-101,0	-11,9	-7,9	25,4	90,1
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	430,4	503,0	566,2	688,4	709,9	709,1	695,7	720,2
Efectivo y depósitos	146,6	157,1	163,6	224,5	213,2	196,1	190,3	195,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	74,3	80,1	80,7	98,8	112,3	104,2	103,2	99,1
Valores distintos de acciones ¹⁾	209,5	265,8	321,9	365,2	384,4	408,8	402,2	425,9
Activos a largo plazo	4.715,6	5.125,4	5.273,9	4.796,8	4.749,6	4.909,8	5.122,6	5.249,1
Depósitos	519,8	589,8	638,8	636,1	649,4	651,6	655,4	651,5
Valores distintos de acciones	1.801,1	1.853,9	1.859,5	1.909,3	1.948,1	1.928,2	2.003,9	2.047,6
Préstamos	411,4	406,9	393,1	413,8	414,6	419,5	419,3	418,5
Acciones cotizadas	634,5	718,1	713,2	417,1	374,9	436,9	409,7	416,7
Acciones no cotizadas y otras participaciones	414,4	487,8	527,2	445,4	417,2	416,1	437,7	438,7
Participaciones en fondos de inversión	934,4	1.068,9	1.142,2	975,1	945,5	1.057,4	1.196,6	1.276,1
Otros activos netos (+)	182,6	212,6	193,1	235,5	236,6	250,7	257,5	254,8
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	21,3	35,9	29,3	46,0	44,9	44,8	48,7	50,2
Préstamos	201,1	242,8	233,9	265,7	268,4	268,2	256,6	236,3
Acciones y otras participaciones	629,8	680,3	648,7	469,8	410,3	436,3	489,2	488,3
Reservas técnicas de seguro	4.597,0	4.959,6	5.229,5	5.113,8	5.116,7	5.260,4	5.430,7	5.536,0
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.910,9	4.263,2	4.530,0	4.410,2	4.417,1	4.557,4	4.724,2	4.826,6
Reservas para primas y para siniestros	686,1	696,3	699,5	703,6	699,6	703,0	706,5	709,4
= Riqueza financiera neta	-120,6	-77,6	-108,3	-174,6	-144,3	-140,1	-149,3	-86,7

Fuente: BCE.

1) Valores hasta dos años emitidos por IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

MERCADOS FINANCIEROS

4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

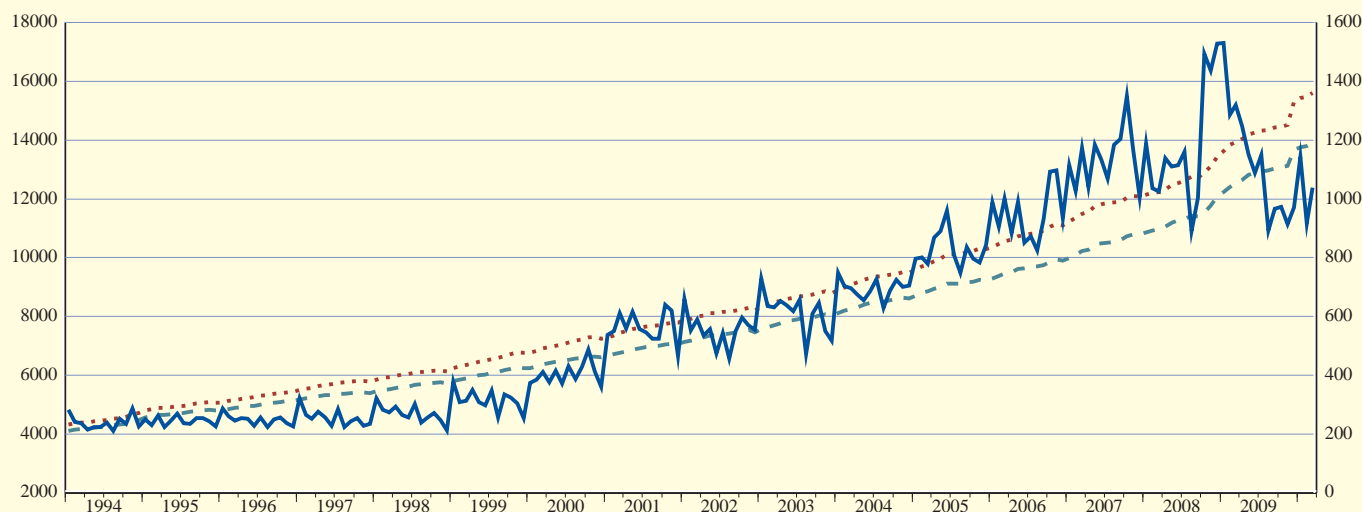
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
	Total											
2009 Mar	14.763,4	1.318,2	165,5	12.539,7	1.230,0	129,6	13.937,2	1.318,8	147,8	11,7	133,1	14,8
Abr	14.841,1	1.233,9	79,6	12.640,5	1.167,6	102,8	14.048,4	1.248,1	107,1	11,9	89,9	14,2
May	15.050,4	1.160,1	208,7	12.815,8	1.070,8	174,8	14.191,5	1.151,3	176,9	11,9	116,5	12,7
Jun	15.141,7	1.090,0	90,4	12.877,5	1.007,8	60,4	14.263,0	1.088,0	74,7	11,7	92,9	10,5
Jul	15.173,5	1.124,2	32,3	12.933,4	1.069,5	56,5	14.330,7	1.148,7	69,0	11,6	104,3	10,4
Ago	15.224,6	883,1	50,0	12.965,6	827,3	31,2	14.352,0	893,4	24,1	10,8	63,7	8,9
Sep	15.330,0	965,6	106,1	13.044,1	882,4	79,2	14.421,3	966,2	84,7	11,8	149,9	9,1
Oct	15.331,6	951,3	1,7	13.074,4	901,7	30,4	14.457,0	973,1	38,5	10,9	10,6	7,8
Nov	15.384,1	889,8	51,9	13.129,2	847,6	54,0	14.515,7	913,4	63,7	9,6	38,7	6,6
Dic	15.921,4	936,7	-48,6	13.668,3	883,2	-46,8	15.300,4	970,6	-50,5	8,1	21,4	5,3
2010 Ene	16.004,6	1.089,8	82,6	13.753,8	1.027,2	84,8	15.432,2	1.143,6	105,2	7,6	80,8	4,9
Feb	16.042,2	870,8	39,0	13.792,9	822,0	40,6	15.479,6	916,5	34,8	6,3	-17,6	3,7
Mar	16.197,3	1.030,4	153,5	13.906,0	926,5	111,5	15.606,4	1.038,5	119,9	6,0	110,7	3,0
	A largo plazo											
2009 Mar	13.154,8	320,0	145,0	11.074,2	280,4	134,9	12.273,7	302,1	138,9	10,1	137,1	12,8
Abr	13.231,2	292,6	78,8	11.142,8	257,8	71,2	12.350,8	276,6	72,4	10,1	69,8	13,5
May	13.435,4	339,3	204,9	11.314,1	281,4	172,0	12.502,0	301,9	179,4	10,4	116,1	12,9
Jun	13.557,3	314,2	119,6	11.424,0	275,6	107,4	12.634,0	309,5	130,2	10,6	102,5	11,7
Jul	13.584,4	269,2	27,4	11.457,7	247,8	33,9	12.677,6	272,7	44,2	10,6	87,1	11,0
Ago	13.644,7	131,5	59,9	11.502,8	108,9	44,8	12.720,1	121,8	48,8	10,3	98,6	10,3
Sep	13.716,8	223,7	71,7	11.577,2	197,1	74,0	12.782,4	222,6	75,3	11,3	124,4	10,0
Oct	13.783,1	245,1	64,2	11.639,5	216,7	60,1	12.845,8	236,1	66,7	11,6	61,6	9,8
Nov	13.867,0	200,9	81,9	11.719,2	180,1	77,8	12.921,9	195,3	81,1	10,7	46,3	8,5
Dic	14.387,1	169,5	-20,8	12.249,3	154,0	-11,0	13.675,7	166,0	-20,9	9,1	-24,1	6,1
2010 Ene	14.467,3	309,2	81,2	12.322,9	277,7	74,5	13.791,3	315,5	92,4	9,0	138,6	6,8
Feb	14.523,3	211,4	57,5	12.385,3	192,9	64,0	13.863,5	210,8	60,2	7,9	18,3	5,4
Mar	14.669,3	308,3	144,7	12.506,3	248,3	119,7	13.995,1	279,6	126,5	7,7	132,4	5,4

C15 Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro

(mm de euros)

- Emisión bruta total (escala derecha)
- ... Saldo vivo total (escala izquierda)
- - Saldo vivo en euros (escala izquierda)



Fuentes: BCE y BPI (en el caso de emisiones realizadas por no residentes en la zona del euro).

1) Emisión total de valores distintos de acciones denominados en euros realizadas por residentes y no residentes en la zona del euro.

2) Para más detalles sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2008	13.429	5.272	2.170	709	4.938	340	1.177	817	75	100	162	24
2009	15.300	5.379	3.225	814	5.510	373	1.124	738	58	85	221	22
2009 II	14.263	5.438	2.355	769	5.349	351	1.162	750	62	90	241	20
III	14.421	5.432	2.379	799	5.452	358	1.003	652	43	84	212	12
IV	15.300	5.379	3.225	814	5.510	373	952	628	49	73	182	20
2010 I	15.606	5.471	3.238	853	5.656	388	1.033	653	57	73	230	20
2009 Dic	15.300	5.379	3.225	814	5.510	373	971	695	67	69	121	18
2010 Ene	15.432	5.433	3.260	823	5.549	368	1.144	722	80	69	259	14
Feb	15.480	5.418	3.234	841	5.612	375	916	574	35	71	215	22
Mar	15.606	5.471	3.238	853	5.656	388	1.038	663	56	80	215	25
	A corto plazo											
2008	1.595	822	66	116	566	25	961	722	27	92	101	19
2009	1.625	733	75	71	725	21	874	639	14	68	137	15
2009 II	1.629	785	44	86	699	16	866	631	14	69	139	13
III	1.639	751	35	83	752	19	797	569	10	71	139	8
IV	1.625	733	75	71	725	21	753	550	14	60	116	13
2010 I	1.611	747	63	77	708	17	764	547	24	60	123	10
2009 Dic	1.625	733	75	71	725	21	805	621	20	59	93	12
2010 Ene	1.641	737	75	74	741	13	828	598	20	61	144	6
Feb	1.616	734	65	78	723	16	706	499	25	54	115	12
Mar	1.611	747	63	77	708	17	759	545	26	66	111	12
	A largo plazo²⁾											
2008	11.834	4.450	2.104	593	4.371	315	216	95	48	8	61	4
2009	13.676	4.646	3.150	743	4.784	353	250	99	44	16	84	6
2009 II	12.634	4.653	2.311	684	4.650	335	296	119	48	21	102	7
III	12.782	4.681	2.344	717	4.701	339	206	83	33	14	72	4
IV	13.676	4.646	3.150	743	4.784	353	199	79	35	13	66	6
2010 I	13.995	4.724	3.175	776	4.948	371	269	106	33	13	107	10
2009 Dic	13.676	4.646	3.150	743	4.784	353	166	75	47	10	28	7
2010 Ene	13.791	4.696	3.185	748	4.808	355	316	124	60	8	115	8
Feb	13.864	4.684	3.169	763	4.890	358	211	75	10	17	100	10
Mar	13.995	4.724	3.175	776	4.948	371	280	118	30	14	104	13
	<i>del cual: a tipo fijo</i>											
2008	7.720	2.306	754	455	3.955	250	120	49	9	6	53	3
2009	8.839	2.587	1.034	610	4.338	271	172	60	18	16	74	4
2009 II	8.357	2.472	866	548	4.211	260	210	72	23	20	90	5
III	8.491	2.507	892	582	4.251	259	139	49	14	13	61	3
IV	8.839	2.587	1.034	610	4.338	271	132	46	10	12	59	5
2010 I	9.100	2.656	1.047	637	4.482	277	185	61	10	11	95	7
2009 Dic	8.839	2.587	1.034	610	4.338	271	83	33	8	8	27	6
2010 Ene	8.898	2.628	1.043	612	4.347	268	205	81	13	7	100	4
Feb	8.996	2.628	1.038	624	4.435	271	160	41	4	14	93	8
Mar	9.100	2.656	1.047	637	4.482	277	190	61	14	13	93	10
	<i>del cual: a tipo variable</i>											
2008	3.601	1.744	1.302	128	363	64	82	36	38	1	5	1
2009	4.399	1.772	2.050	122	374	81	62	28	25	1	6	2
2009 II	3.738	1.762	1.402	125	374	74	65	31	24	1	7	2
III	3.734	1.747	1.411	125	372	79	49	21	18	1	7	1
IV	4.399	1.772	2.050	122	374	81	58	26	24	1	5	2
2010 I	4.441	1.779	2.059	129	382	93	70	38	20	1	7	3
2009 Dic	4.399	1.772	2.050	122	374	81	75	34	38	2	1	0
2010 Ene	4.445	1.779	2.073	126	382	85	92	34	44	0	8	5
Feb	4.417	1.766	2.062	128	374	86	40	30	3	3	3	2
Mar	4.441	1.779	2.059	129	382	93	77	50	14	1	8	4

Fuente: BCE.

- Los datos mensuales sobre emisiones brutas se refieren a las operaciones realizadas durante el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.
- La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable se debe a los bonos cupón cero y a los efectos de revalorización.

4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

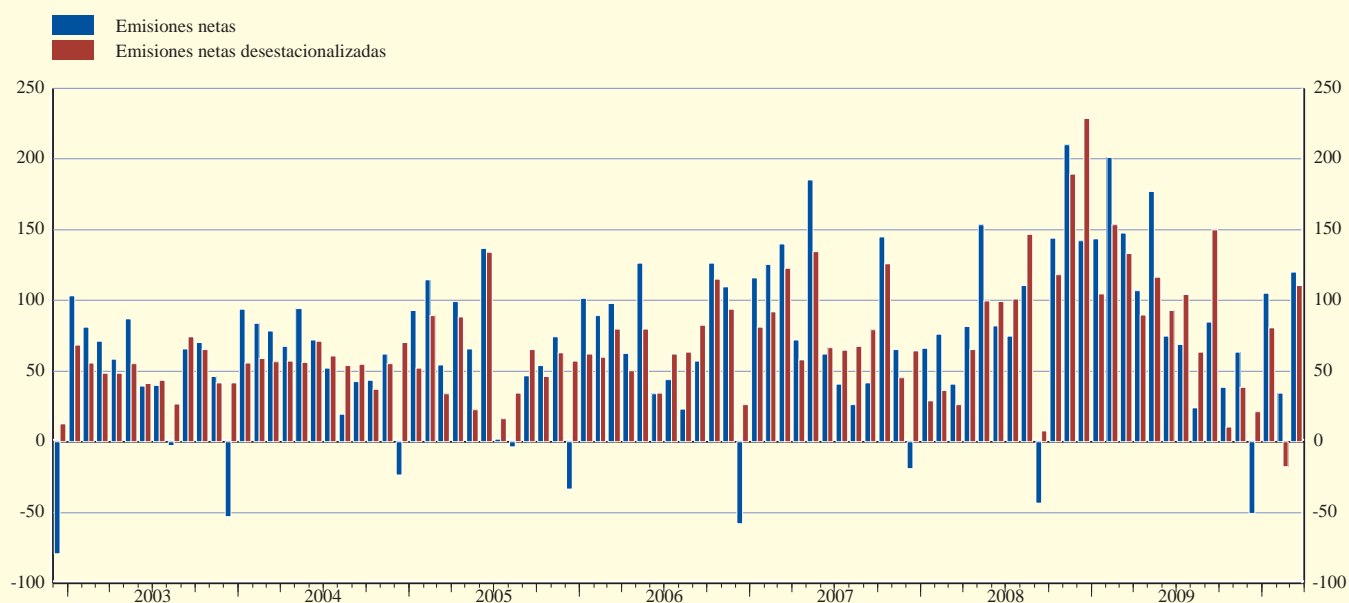
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar ¹⁾						Desestacionalizadas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2008	95,0	22,9	34,9	4,3	31,8	1,1	95,7	23,1	34,1	4,4	33,1	1,0
2009	90,0	10,2	22,1	8,6	46,4	2,8	89,9	9,9	21,6	8,3	47,3	2,8
2009 II	119,6	22,0	28,1	12,8	53,8	2,8	99,8	21,4	27,9	8,7	39,0	2,8
2009 III	59,3	0,3	10,2	11,1	35,4	2,3	105,9	9,8	31,6	13,9	47,1	3,5
2009 IV	17,3	-21,9	18,1	3,4	12,5	5,1	23,6	-12,2	-16,5	5,5	44,3	2,5
2010 I	86,6	25,4	0,0	11,7	46,4	3,1	58,0	7,6	17,6	11,4	17,0	4,5
2009 Dic	-50,5	-28,4	23,1	-2,7	-49,4	7,1	21,4	23,3	-47,3	5,9	36,4	3,2
2010 Ene	105,2	43,3	25,7	6,1	35,7	-5,6	80,8	19,3	69,6	2,2	-8,9	-1,5
2010 Feb	34,8	-21,4	-28,2	17,1	60,7	6,6	-17,6	-47,1	-30,8	18,4	34,6	7,3
2010 Mar	119,9	54,4	2,7	11,7	42,9	8,3	110,7	50,5	13,9	13,5	25,2	7,6
	A largo plazo											
2008	65,5	16,0	32,8	2,8	13,4	0,6	64,8	16,1	32,0	2,9	13,3	0,5
2009	89,5	15,4	24,2	12,3	34,5	3,1	89,1	15,5	23,6	12,3	34,6	3,1
2009 II	127,3	36,4	28,9	17,1	41,3	3,7	96,1	25,7	27,8	13,4	25,7	3,5
2009 III	56,1	12,2	13,1	12,0	17,4	1,4	103,4	22,4	34,8	13,9	29,8	2,5
2009 IV	42,3	-12,6	16,0	7,2	27,3	4,4	27,9	-3,0	-18,4	7,7	38,1	3,5
2010 I	93,0	22,1	4,1	9,7	52,8	4,3	96,5	13,5	21,9	11,4	45,4	4,2
2009 Dic	-20,9	-46,2	23,7	1,7	-5,0	4,9	-24,1	-19,1	-45,4	3,7	30,9	5,7
2010 Ene	92,4	41,2	25,4	2,8	20,9	2,0	138,6	43,7	66,4	4,1	22,7	1,7
2010 Feb	60,2	-18,6	-17,8	13,9	79,5	3,2	18,3	-41,0	-18,0	15,2	57,9	4,3
2010 Mar	126,5	43,7	4,7	12,5	58,1	7,5	132,4	37,7	17,3	15,1	55,6	6,8

C16 Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes, valores nominales)



Fuente: BCE.

1) Los datos mensuales sobre emisiones netas se refieren a las operaciones realizadas durante el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.

4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾

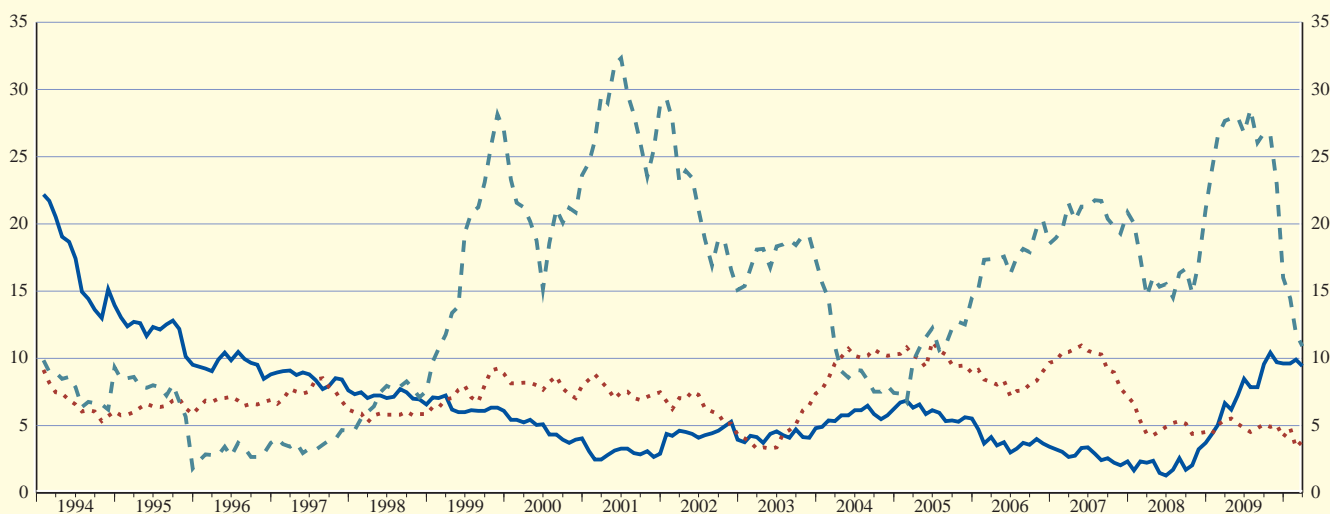
(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2009 Mar	11,7	6,4	31,9	9,1	11,6	7,9	14,8	4,7	35,4	12,9	19,8	10,0
Abr	11,9	6,2	31,6	10,3	11,7	10,6	14,2	5,9	37,9	15,7	15,1	11,3
May	11,9	5,4	31,1	10,4	12,8	9,5	12,7	5,8	31,7	16,4	13,0	11,9
Jun	11,7	4,8	28,0	12,3	13,7	9,6	10,5	4,8	21,0	11,8	12,0	9,6
Jul	11,6	4,2	28,8	14,1	13,5	9,4	10,4	4,8	21,1	15,8	11,0	10,3
Ago	10,8	3,5	25,1	13,8	13,4	9,0	8,9	3,2	16,8	14,4	10,7	10,8
Sep	11,8	4,1	25,4	16,1	14,9	10,6	9,1	3,5	16,4	19,2	10,2	11,3
Oct	10,9	3,0	24,8	17,1	13,6	10,4	7,8	0,2	13,0	18,6	12,1	9,4
Nov	9,6	2,5	20,1	16,9	12,1	10,6	6,6	-0,6	9,6	17,4	11,3	9,3
Dic	8,1	2,3	11,9	14,5	11,3	9,7	5,3	-0,3	3,4	15,9	10,7	10,4
2010 Ene	7,6	2,3	12,1	13,7	10,2	9,1	4,9	0,0	3,6	11,6	9,4	7,8
Feb	6,3	0,6	8,6	15,0	9,8	10,8	3,7	-1,8	0,9	15,6	8,8	11,0
Mar	6,0	1,4	7,2	16,0	8,6	11,6	3,0	-0,5	-1,2	12,9	6,9	11,9
	A largo plazo											
2009 Mar	10,1	5,4	33,3	12,9	6,7	5,8	12,8	3,8	39,7	20,8	11,8	7,3
Abr	10,1	5,5	32,8	14,8	6,0	8,7	13,5	5,0	42,6	26,2	10,0	11,8
May	10,4	5,1	32,4	16,3	7,2	8,5	12,9	5,7	35,5	30,5	9,1	14,2
Jun	10,6	4,8	29,6	19,4	8,5	8,4	11,7	5,7	23,9	29,8	9,8	12,6
Jul	10,6	4,5	31,1	22,0	7,8	8,0	11,0	6,2	22,0	28,1	8,6	12,0
Ago	10,3	4,8	27,8	21,6	7,8	8,0	10,3	6,8	17,9	24,0	8,3	13,2
Sep	11,3	5,1	28,1	24,0	9,6	9,3	10,0	6,4	17,7	27,3	7,5	11,4
Oct	11,6	4,9	27,2	26,0	10,4	10,4	9,8	4,8	13,5	25,9	11,0	9,0
Nov	10,7	5,0	22,0	27,1	9,6	10,8	8,5	4,4	9,9	23,8	10,1	7,6
Dic	9,1	4,1	13,5	24,8	9,5	11,8	6,1	2,5	3,8	20,1	9,0	10,9
2010 Ene	9,0	4,8	12,4	21,7	9,5	11,4	6,8	3,5	3,4	15,6	10,5	10,7
Feb	7,9	3,4	9,2	21,7	9,7	12,3	5,4	0,0	1,0	19,4	11,2	11,4
Mar	7,7	3,8	8,0	21,8	9,2	12,7	5,4	1,3	-0,9	16,6	10,9	14,0

C17 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)

- AA PP
- ... IFM (incluido Eurosistema)
- - - No IFM



Fuente: BCE.

1) Para más detalles sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾ (cont.)

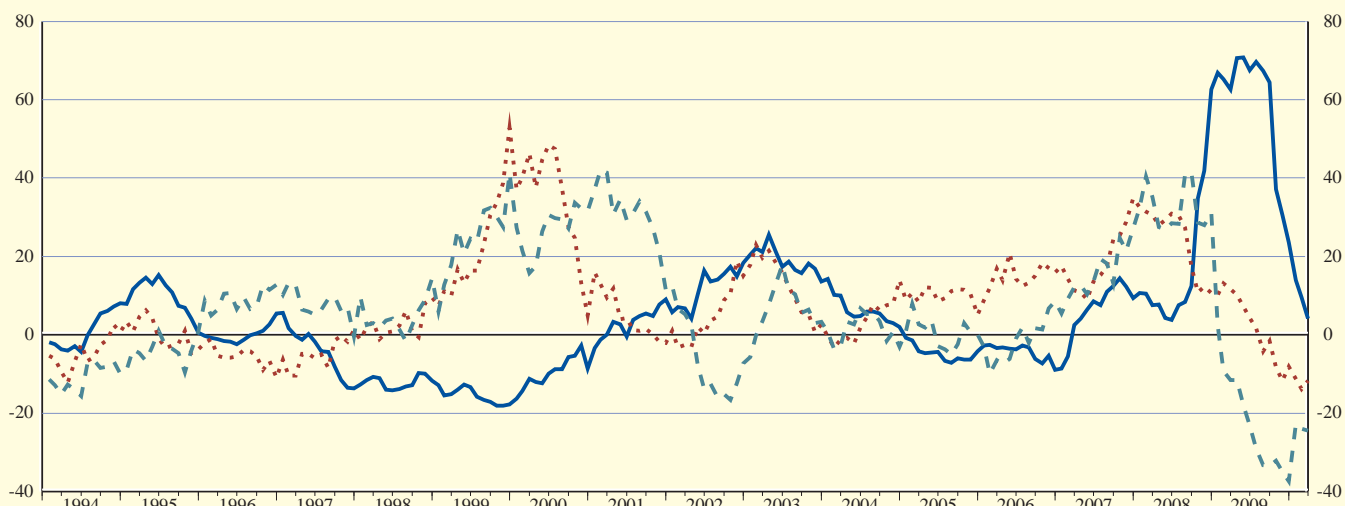
(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2008	3,1	4,9	5,7	4,9	1,5	1,4	12,7	5,4	33,4	7,0	7,6	3,2
2009	9,5	7,0	18,2	24,0	8,1	4,2	12,2	1,9	36,2	-2,0	0,1	20,7
2009 II	8,9	6,8	17,9	21,2	7,5	4,8	14,4	3,1	43,2	-1,1	-0,6	19,9
III	10,5	7,2	21,2	28,2	9,0	3,9	11,4	1,0	35,5	-3,2	-1,6	25,1
IV	12,2	9,0	21,4	33,5	10,3	6,6	7,7	-1,6	24,4	-4,1	2,0	26,2
2010 I	11,1	9,7	14,1	27,9	9,6	8,1	2,4	-3,8	8,6	-2,3	4,6	26,7
2009 Oct	12,5	8,6	22,3	33,8	11,1	6,4	9,3	-1,2	30,3	-4,0	1,3	26,1
Nov	12,4	9,5	21,7	34,9	10,1	7,1	7,0	-1,7	22,5	-3,9	1,7	25,8
Dic	11,9	9,7	19,3	32,3	9,7	8,3	2,8	-3,9	10,8	-4,2	3,0	25,2
2010 Ene	11,5	10,7	16,2	27,7	9,3	7,0	3,5	-3,2	10,1	-3,2	7,3	28,2
Feb	10,8	9,0	11,6	26,8	10,0	8,3	1,6	-4,4	7,4	-1,6	3,2	27,1
Mar	10,4	9,1	10,2	26,4	9,4	9,5	1,4	-3,6	5,9	-0,1	3,5	24,4
En euros												
2008	3,0	4,8	6,1	3,0	1,7	1,3	14,3	6,6	35,1	7,2	7,9	2,0
2009	10,0	8,9	21,4	22,5	8,2	3,6	14,5	3,9	38,7	-2,5	-0,4	21,8
2009 II	9,6	8,8	21,8	19,4	7,7	4,2	17,2	5,4	46,3	-1,8	-0,7	21,7
III	11,2	9,4	24,4	27,2	9,2	3,3	13,7	2,9	38,1	-3,8	-2,4	27,4
IV	12,8	11,3	23,5	33,1	10,4	6,1	9,2	-0,1	25,9	-4,9	0,7	26,8
2010 I	11,4	10,7	15,3	28,7	9,7	7,8	3,0	-3,3	9,4	-2,6	3,2	26,7
2009 Oct	13,2	11,1	24,9	33,3	11,2	5,7	11,2	0,6	31,9	-4,9	0,0	26,9
Nov	12,9	11,9	23,5	34,4	10,2	6,8	8,4	-0,5	23,8	-4,6	0,4	25,9
Dic	12,2	11,2	20,5	33,0	9,8	8,0	3,7	-3,0	11,8	-4,7	1,7	25,1
2010 Ene	11,7	11,7	17,8	28,4	9,3	6,6	4,1	-2,8	11,0	-3,7	5,9	28,3
Feb	11,1	9,9	12,5	27,8	10,1	8,0	2,1	-4,1	8,1	-1,8	1,8	27,0
Mar	10,7	9,7	11,4	27,3	9,4	9,4	1,9	-3,2	6,5	0,2	2,1	24,5

C18 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)

- AA PP
- · · IFM (incluido Eurosistema)
- - - No IFM



Fuente: BCE.

1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período. Para más detalle, véanse las Notas Técnicas.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro ¹⁾

(mm de euros, salvo indicación en contrario; valores de mercado)

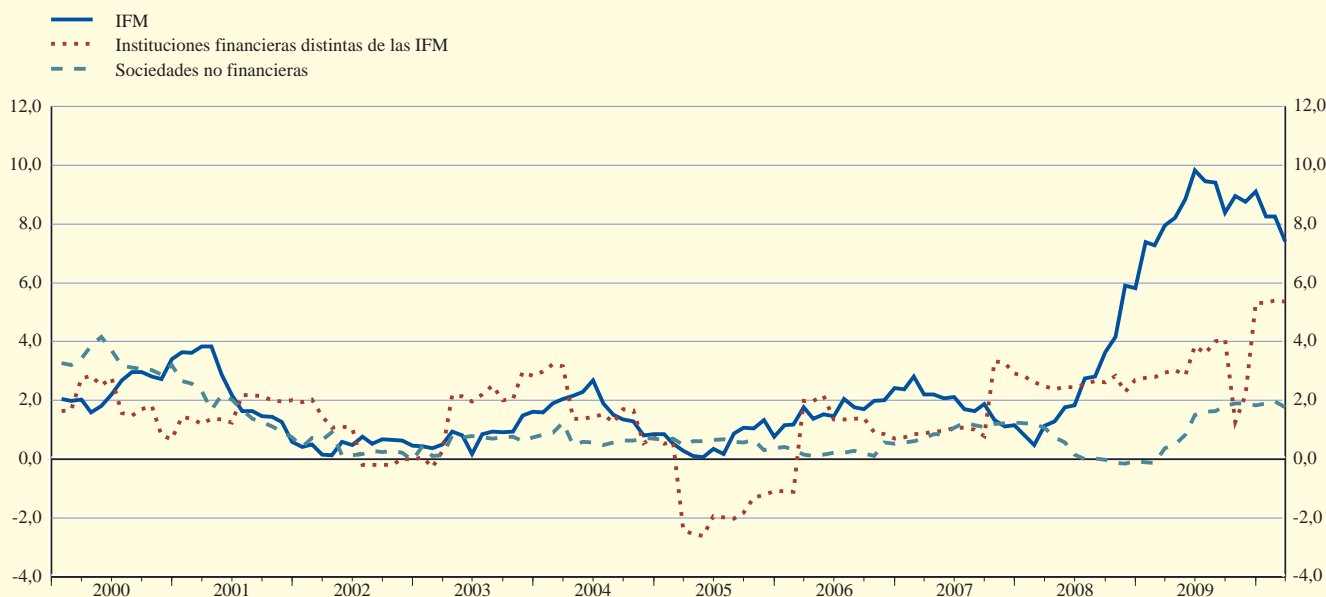
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice: Dic 2001 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 Mar	5.585,3	104,5	1,2	861,7	1,1	501,5	2,5	4.222,2	1,1
Abr	5.766,6	104,5	1,0	838,5	1,3	519,6	2,4	4.408,5	0,7
May	5.747,7	104,5	0,9	772,3	1,8	497,1	2,5	4.478,4	0,6
Jun	5.100,2	104,5	0,6	666,5	1,8	435,8	2,5	3.997,9	0,2
Jul	4.991,5	104,7	0,6	692,8	2,7	428,2	2,5	3.870,5	0,0
Ago	5.017,9	104,6	0,7	666,7	2,8	438,4	2,7	3.912,7	0,0
Sep	4.448,1	104,7	0,7	613,3	3,6	382,3	2,6	3.452,5	0,0
Oct	3.760,0	105,0	0,7	452,9	4,2	280,5	2,8	3.026,6	-0,1
Nov	3.504,9	105,2	0,9	395,6	5,9	265,4	2,3	2.843,9	-0,1
Dic	3.512,7	105,4	1,0	378,1	5,8	282,5	2,7	2.852,1	-0,1
2009 Ene	3.315,7	105,6	1,1	343,7	7,4	259,0	2,8	2.712,9	-0,1
Feb	2.943,5	105,6	1,1	275,9	7,3	206,3	2,8	2.461,3	-0,1
Mar	3.027,4	106,1	1,5	315,5	7,9	223,9	2,9	2.488,0	0,4
Abr	3.461,0	106,2	1,6	413,7	8,2	274,6	3,0	2.772,7	0,5
May	3.609,3	106,5	1,9	454,1	8,9	283,3	2,9	2.871,9	0,8
Jun	3.560,2	107,3	2,7	449,5	9,8	279,4	3,9	2.831,4	1,5
Jul	3.846,1	107,5	2,7	510,4	9,5	301,1	3,6	3.034,6	1,6
Ago	4.044,3	107,5	2,7	573,3	9,4	321,7	4,0	3.149,3	1,6
Sep	4.213,9	107,6	2,8	594,0	8,4	351,6	4,1	3.268,3	1,8
Oct	4.068,7	107,8	2,7	569,0	9,0	326,2	1,3	3.173,6	1,9
Nov	4.082,3	108,1	2,7	568,5	8,8	317,9	2,2	3.195,9	1,9
Dic	4.428,9	108,5	3,0	572,1	9,1	348,8	5,3	3.508,0	1,8
2010 Ene	4.261,5	108,7	2,9	522,5	8,3	338,7	5,3	3.400,3	1,9
Feb	4.179,3	108,7	3,0	503,6	8,2	337,2	5,4	3.338,4	2,0
Mar	4.492,6	109,0	2,8	548,3	7,4	363,3	5,4	3.581,0	1,8

C19 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Para más detalles sobre el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro ¹⁾

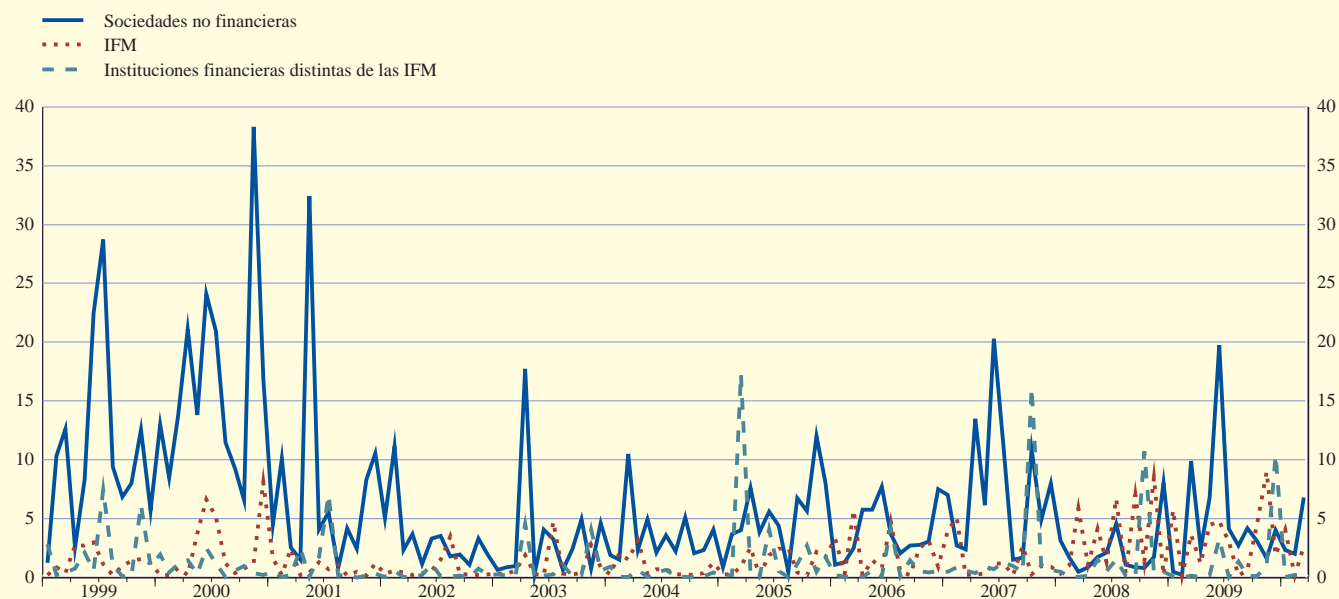
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2008 Mar	6,4	6,0	0,4	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,5	5,6	-5,1
Abr	2,1	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7
May	7,3	6,0	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
Jun	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
Jul	12,7	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,6
Ago	1,6	3,0	-1,4	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,1	3,0	-1,9
Sep	7,8	2,9	5,0	7,0	0,0	7,0	0,0	0,1	-0,1	0,8	2,8	-2,0
Oct	12,9	0,6	12,2	1,4	0,0	1,4	10,7	0,0	10,7	0,8	0,6	0,1
Nov	10,6	2,9	7,7	8,4	0,5	8,0	0,5	2,1	-1,6	1,7	0,3	1,4
Dic	8,5	2,6	6,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,4	8,0	2,5	5,5
2009 Ene	6,3	0,5	5,8	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,0	0,5	0,4	0,1
Feb	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6
Mar	13,7	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,2	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
Abr	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,0	2,4	0,3	2,1
May	11,4	0,3	11,1	4,4	0,0	4,4	0,2	0,0	0,1	6,8	0,3	6,5
Jun	27,8	2,0	25,8	4,8	0,0	4,8	3,3	0,3	3,0	19,7	1,8	18,0
Jul	7,2	0,2	7,0	3,0	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	4,1	0,2	4,0
Ago	4,0	3,3	0,7	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,7	3,3	-0,6
Sep	5,0	0,3	4,7	0,6	0,0	0,6	0,2	0,0	0,1	4,2	0,2	3,9
Oct	7,7	0,3	7,4	4,5	0,0	4,5	0,1	0,0	0,1	3,1	0,2	2,8
Nov	11,6	0,2	11,4	9,0	0,0	9,0	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4
Dic	16,2	0,2	16,1	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,3	4,0	0,1	3,9
2010 Ene	6,4	0,0	6,4	4,1	0,0	4,1	0,1	0,0	0,1	2,3	0,0	2,3
Feb	2,2	0,3	1,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
Mar	9,5	0,2	9,3	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,8	0,2	6,6

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

(mm de euros; operaciones realizadas en el mes; valores de mercado)



Fuente: BCE.

1) Para más detalles sobre el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro ¹⁾

(en porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

1. Tipos de interés aplicados a los depósitos (nuevas operaciones)

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales	
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años		Más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2009 May	0,61	1,89	2,39	2,71	1,99	3,62	0,73	1,08	2,38	3,11	1,02
Jun	0,56	1,86	2,38	2,57	1,95	3,52	0,63	1,04	2,17	2,58	0,93
Jul	0,52	1,86	2,41	2,61	1,86	3,38	0,57	0,82	2,41	2,92	0,68
Ago	0,50	1,72	2,32	2,64	1,64	3,23	0,54	0,71	2,06	2,93	0,57
Sep	0,49	1,61	2,27	2,52	1,60	3,12	0,52	0,69	2,10	2,74	0,58
Oct	0,46	1,68	2,11	2,55	1,55	2,97	0,49	0,66	1,99	2,72	0,56
Nov	0,46	1,67	2,23	2,56	1,52	2,76	0,48	0,70	2,11	2,92	0,58
Dic	0,45	1,67	2,31	2,40	1,53	2,45	0,47	0,77	2,00	2,53	0,64
2010 Ene	0,43	1,74	2,33	2,52	1,47	2,23	0,45	0,72	1,95	2,44	0,53
Feb	0,42	1,75	2,24	2,36	1,45	2,11	0,44	0,73	2,11	2,39	0,53
Mar	0,42	1,90	2,38	2,24	1,45	2,05	0,44	0,80	2,73	2,34	0,50
Abr	0,41	2,02	2,64	2,15	1,42	2,01	0,43	0,78	2,78	2,30	0,58

2. Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2009 May	9,62	7,82	6,44	8,16	8,08	3,22	4,15	4,50	4,58	4,12	3,60	4,71	4,90
Jun	9,55	7,26	6,36	8,03	7,83	3,12	4,12	4,51	4,58	4,07	3,55	4,76	4,95
Jul	9,31	7,63	6,49	8,03	8,02	3,03	4,10	4,54	4,54	4,02	3,35	4,77	4,91
Ago	9,26	7,93	6,54	7,96	8,17	3,00	4,10	4,54	4,45	4,06	3,24	4,74	4,82
Sep	9,26	7,69	6,45	7,91	8,00	2,81	4,05	4,48	4,45	3,92	3,13	4,66	4,74
Oct	9,16	7,32	6,38	7,94	7,87	2,77	4,02	4,45	4,40	3,85	3,21	4,73	4,72
Nov	9,07	7,03	6,29	7,87	7,76	2,71	3,97	4,46	4,32	3,78	3,16	4,57	4,66
Dic	8,99	6,42	6,26	7,56	7,43	2,71	3,96	4,42	4,26	3,81	3,08	4,40	4,35
2010 Ene	8,94	6,83	6,42	8,04	7,86	2,71	3,94	4,38	4,26	3,79	3,13	4,45	4,46
Feb	9,01	6,72	6,25	7,98	7,78	2,68	3,83	4,32	4,18	3,74	3,17	4,48	4,74
Mar	8,82	6,35	6,21	7,94	7,59	2,63	3,72	4,21	4,15	3,66	3,05	4,61	4,55
Abr	8,77	6,83	6,15	7,92	7,69	2,62	3,70	4,18	4,12	3,67	3,06	4,32	4,53

3. Tipos de interés aplicados a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		1	2	3	4	5	6	7
2009 May	4,64	3,73	5,00	4,52	2,48	3,21	3,98
Jun	4,55	3,64	4,85	4,49	2,57	3,08	3,71
Jul	4,34	3,56	4,78	4,32	2,37	2,89	3,90
Ago	4,23	3,42	4,67	4,24	2,30	2,80	3,83
Sep	4,25	3,36	4,54	4,16	2,06	2,89	3,64
Oct	4,18	3,33	4,49	4,18	2,14	2,73	3,64
Nov	4,11	3,34	4,49	4,10	2,22	2,74	3,80
Dic	4,06	3,28	4,22	3,96	2,19	3,15	3,58
2010 Ene	4,05	3,25	4,20	3,99	2,01	2,88	3,65
Feb	4,03	3,25	4,22	4,05	1,94	2,90	3,61
Mar	3,98	3,24	4,21	4,00	1,99	2,54	3,44
Abr	3,97	3,18	4,17	3,90	2,00	2,66	3,45

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.
- Para esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se asignan al sector hogares, ya que, para el conjunto de todos los Estados miembros participantes, el saldo vivo de las sociedades no financieras es insignificante, en comparación con el del sector hogares.
- La tasa anual equivalente es igual al coste total de un préstamo. El coste total comprende no solo un componente de tipos de interés, sino también un componente por los costes relacionados, como costes de información, de administración, de preparación de documentos y de avales.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro¹⁾

(en porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldos vivos)

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 May	0,61	3,38	3,04	1,99	3,62	0,73	2,35	3,70	1,79
Jun	0,56	3,25	3,07	1,95	3,52	0,63	2,19	3,65	1,63
Jul	0,52	3,07	3,03	1,86	3,38	0,57	1,97	3,52	1,53
Ago	0,50	2,94	3,01	1,64	3,23	0,54	1,89	3,39	1,53
Sep	0,49	2,83	3,01	1,60	3,12	0,52	1,80	3,39	1,45
Oct	0,46	2,64	2,96	1,55	2,97	0,49	1,70	3,34	1,35
Nov	0,46	2,50	2,95	1,52	2,76	0,48	1,62	3,37	1,28
Dic	0,45	2,36	2,91	1,53	2,45	0,47	1,56	3,30	1,21
2010 Ene	0,43	2,20	2,80	1,47	2,23	0,45	1,45	3,23	1,20
Feb	0,42	2,15	2,84	1,45	2,11	0,44	1,42	3,31	1,20
Mar	0,42	2,13	2,75	1,45	2,05	0,44	1,38	3,26	1,16
Abr	0,41	2,13	2,75	1,42	2,01	0,43	1,37	3,24	1,13

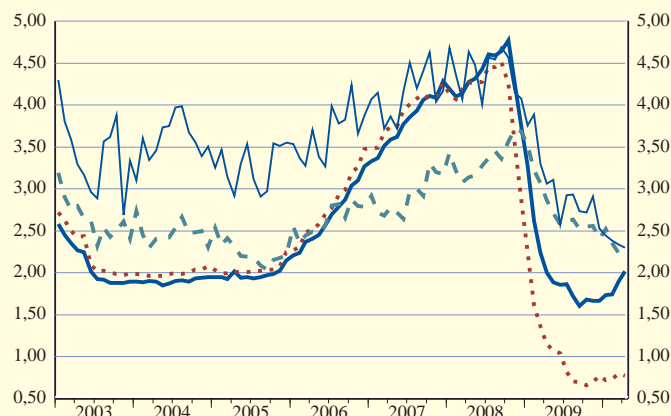
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	Préstamos a hogares					Préstamos a sociedades no financieras			
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo		Detalle por plazo			
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 May	4,59	4,45	4,56	8,09	6,92	5,84	4,00	3,84	4,12
Jun	4,50	4,40	4,46	7,97	6,91	5,79	3,91	3,71	4,00
Jul	4,31	4,31	4,36	7,82	6,79	5,70	3,72	3,59	3,81
Ago	4,23	4,25	4,28	7,82	6,74	5,65	3,65	3,50	3,73
Sep	4,18	4,26	4,25	7,80	6,71	5,63	3,62	3,43	3,68
Oct	4,05	4,19	4,18	7,69	6,66	5,54	3,56	3,37	3,60
Nov	4,01	4,15	4,12	7,56	6,66	5,51	3,53	3,36	3,57
Dic	4,08	4,11	4,07	7,55	6,57	5,43	3,46	3,35	3,50
2010 Ene	3,99	4,05	4,00	7,51	6,52	5,38	3,47	3,31	3,45
Feb	4,04	4,11	4,03	7,49	6,61	5,43	3,45	3,33	3,43
Mar	3,99	4,04	3,98	7,44	6,51	5,35	3,43	3,26	3,37
Abr	3,90	4,01	3,92	7,38	6,50	5,30	3,42	3,21	3,33

C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

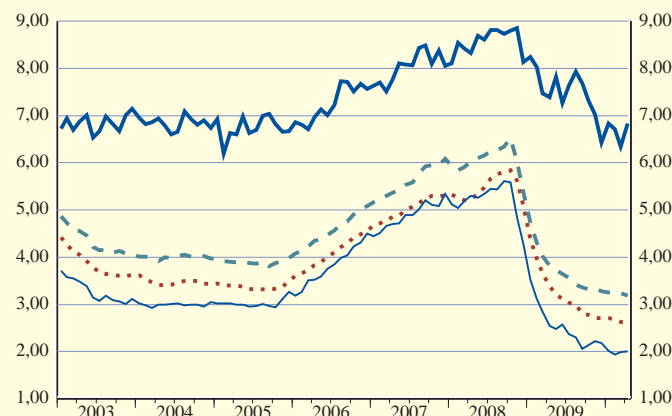
- De los hogares, hasta 1 año
- ... De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - De los hogares, más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



C22 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

- A hogares para consumo
- ... A hogares para adquisición de vivienda
- - A sociedades no financieras, hasta 1 millón de euros
- A sociedades no financieras, más de 1 millón de euros



Fuente: BCE

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

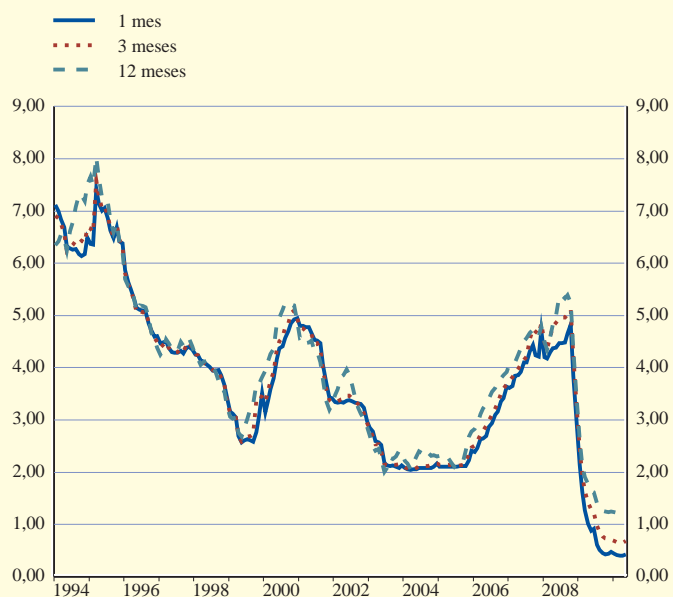
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2009 I	1,37	1,67	2,01	2,11	2,22	1,24	0,67
II	0,77	0,94	1,31	1,51	1,67	0,84	0,53
III	0,36	0,53	0,87	1,13	1,34	0,41	0,40
IV	0,36	0,45	0,72	1,00	1,24	0,27	0,31
2010 I	0,34	0,42	0,66	0,96	1,22	0,26	0,25
2009 May	0,78	0,88	1,28	1,48	1,64	0,82	0,53
Jun	0,70	0,91	1,23	1,44	1,61	0,62	0,49
Jul	0,36	0,61	0,97	1,21	1,41	0,52	0,43
Ago	0,35	0,51	0,86	1,12	1,33	0,42	0,40
Sep	0,36	0,46	0,77	1,04	1,26	0,30	0,36
Oct	0,36	0,43	0,74	1,02	1,24	0,28	0,33
Nov	0,36	0,44	0,72	0,99	1,23	0,27	0,31
Dic	0,35	0,48	0,71	1,00	1,24	0,25	0,28
2010 Ene	0,34	0,44	0,68	0,98	1,23	0,25	0,26
Feb	0,34	0,42	0,66	0,96	1,23	0,25	0,25
Mar	0,35	0,41	0,64	0,95	1,22	0,27	0,25
Abr	0,35	0,40	0,64	0,96	1,23	0,31	0,24
May	0,34	0,42	0,69	0,98	1,25	0,46	0,24

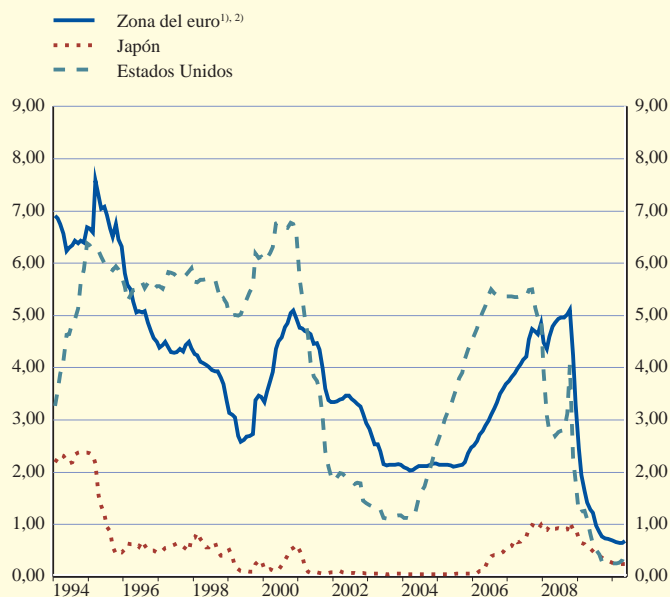
C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro^{1),2)}

(medias mensuales; en porcentaje)



C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Para más información, véanse las Notas Generales.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro ¹⁾

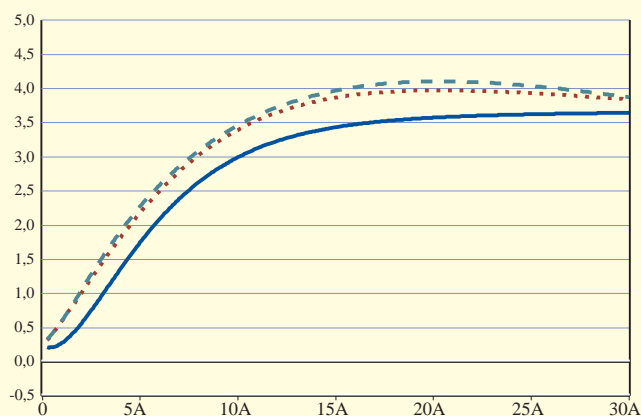
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2009 I	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
II	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
III	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96
IV	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010 I	0,33	0,60	1,05	2,28	2,86	3,46	3,13	2,41	1,02	1,98	3,96	5,02
2009 May	0,79	0,93	1,53	3,00	3,60	4,18	3,39	2,65	1,43	2,77	4,81	5,61
Jun	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
Jul	0,49	0,74	1,43	2,68	3,21	3,74	3,26	2,31	1,49	2,62	4,21	5,13
Ago	0,44	0,74	1,46	2,69	3,19	3,68	3,24	2,22	1,55	2,66	4,16	4,95
Sep	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96
Oct	0,50	0,81	1,43	2,61	3,13	3,68	3,18	2,25	1,49	2,50	4,12	5,11
Nov	0,44	0,80	1,34	2,49	3,01	3,57	3,13	2,23	1,38	2,32	4,00	5,04
Dic	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010 Ene	0,28	0,71	1,25	2,48	3,06	3,66	3,38	2,42	1,28	2,25	4,15	5,23
Feb	0,30	0,54	1,02	2,29	2,88	3,49	3,19	2,46	0,98	2,01	3,99	5,08
Mar	0,33	0,60	1,05	2,28	2,86	3,46	3,13	2,41	1,02	1,98	3,96	5,02
Abr	0,32	0,60	1,01	2,18	2,78	3,40	3,07	2,39	1,00	1,85	3,89	4,94
May	0,21	0,28	0,57	1,75	2,39	3,00	2,78	2,43	0,47	1,28	3,58	4,46

C25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)

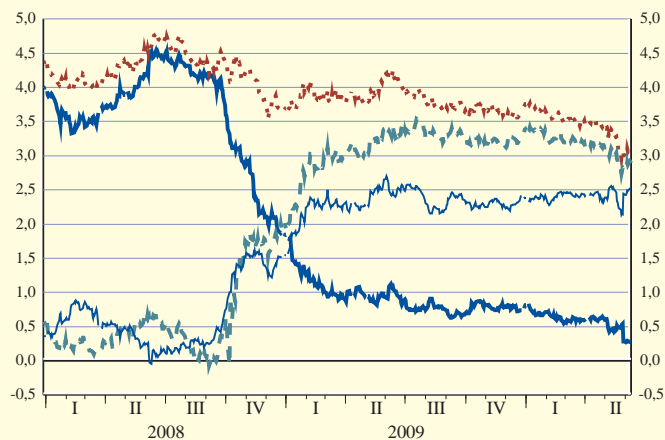
- Mayo 2010
- ... Abril 2010
- - - Marzo 2010



C26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro

(datos diarios; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

- Tipo a un año (escala izquierda)
- ... Tipo a diez años (escala izquierda)
- - - Diferencial entre los tipos a diez años y a tres meses (escala derecha)
- Diferencial entre los tipos a diez años y a dos años (escala derecha)



Fuentes: Cálculos del BCE, basados en datos proporcionados por EuroMTS y calificaciones crediticias de Fitch Ratings.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

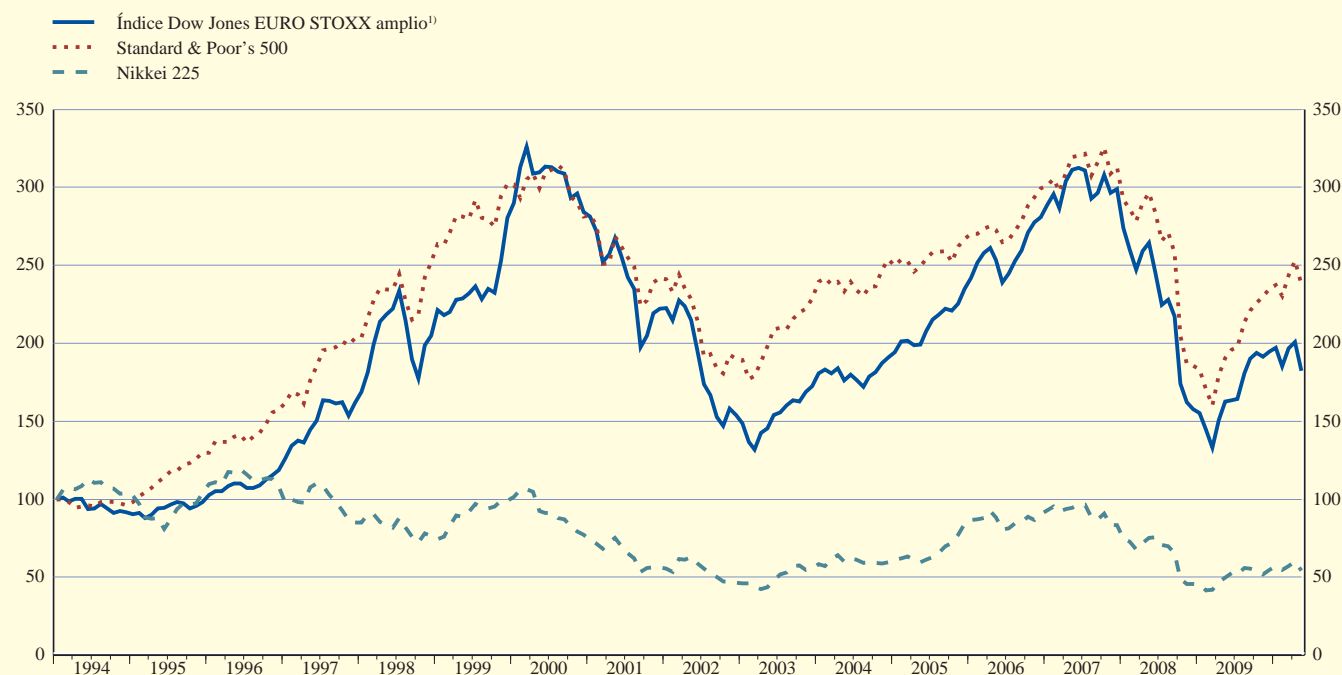
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2009 I	200,2	2.166,4	293,6	131,6	207,9	272,5	126,3	223,0	175,7	340,6	367,2	345,7	810,1	7.968,8
II	220,5	2.376,6	326,9	136,6	229,5	287,3	158,6	251,0	201,1	337,7	351,5	343,8	892,0	9.274,8
III	247,2	2.660,6	369,0	142,0	257,1	296,8	192,7	286,0	211,3	361,1	386,0	365,1	994,2	10.117,3
IV	268,1	2.872,7	422,1	151,5	282,8	316,9	209,7	317,7	214,1	375,3	416,5	399,3	1.088,7	9.969,2
2010 I	268,0	2.849,0	445,0	159,3	294,9	320,0	195,5	326,7	229,9	372,4	398,8	426,3	1.123,6	10.511,2
2009 May	225,7	2.426,7	331,6	140,1	233,8	296,0	164,5	259,8	203,1	346,3	348,0	346,7	901,7	9.257,7
Jun	226,7	2.449,0	341,0	135,3	235,9	298,3	166,8	255,5	204,3	343,8	349,6	357,0	926,1	9.810,3
Jul	228,0	2.462,1	337,9	134,8	243,7	288,6	170,6	256,8	198,8	334,7	364,8	352,9	934,1	9.678,3
Ago	250,7	2.702,7	377,6	142,1	261,8	293,2	198,6	290,3	208,5	365,7	387,2	364,1	1.009,7	10.430,4
Sep	264,0	2.827,9	393,3	149,5	266,5	308,7	210,2	312,5	227,2	384,4	407,0	378,8	1.044,6	10.302,9
Oct	268,7	2.865,5	403,7	150,1	277,5	314,2	216,0	318,4	221,3	375,4	415,0	393,6	1.067,7	10.066,2
Nov	265,4	2.843,8	415,4	149,5	280,0	315,3	208,7	313,6	209,9	369,8	414,5	391,5	1.088,1	9.641,0
Dic	270,1	2.907,6	447,0	155,0	290,9	321,1	204,3	321,0	211,0	380,5	419,8	412,4	1.110,4	10.169,0
2010 Ene	273,5	2.922,7	449,4	158,9	295,7	329,8	204,6	331,6	223,1	384,1	407,4	425,5	1.123,6	10.661,6
Feb	257,0	2.727,5	427,9	154,3	285,3	309,8	183,9	312,3	222,7	360,9	386,8	415,0	1.089,2	10.175,1
Mar	272,6	2.890,5	456,0	164,0	302,4	320,3	197,7	335,0	242,2	372,2	401,9	436,8	1.152,0	10.671,5
Abr	278,6	2.937,3	470,9	171,7	313,8	328,6	199,7	349,0	248,8	378,9	396,7	430,0	1.197,3	11.139,8
May	252,7	2.642,1	431,4	159,6	305,2	295,4	170,8	324,8	221,9	341,7	360,0	401,0	1.125,1	10.104,0

C27 Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo ¹⁾

% del total ³⁾	Total					Total (d.; variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice: 2005 = 100	Total	Total, excl. alimentos no elaborados y energía	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
	100,0	100,0	83,1	58,0	42,0	100,0	11,9	7,3	29,3	9,6	42,0	88,9	11,1
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,3
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,7
2009 I	107,4	1,0	1,6	0,1	2,2	-0,2	0,0	0,3	0,1	-4,9	0,5	0,7	2,9
II	108,3	0,2	1,5	-1,2	2,2	0,2	0,1	-0,9	0,1	0,7	0,4	0,0	1,8
III	108,0	-0,4	1,2	-1,9	1,8	0,2	0,3	-0,9	0,0	0,8	0,4	-0,6	1,2
IV	108,6	0,4	1,0	-0,4	1,7	0,2	0,1	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	0,8
2010 I	108,6	1,1	0,9	0,9	1,5	0,5	0,0	0,9	0,0	3,0	0,3	1,2	0,4
2009 Dic	108,9	0,9	1,0	0,5	1,6	0,0	0,2	-0,1	0,1	-0,5	0,1	0,9	0,8
2010 Ene	108,1	1,0	0,9	0,7	1,4	0,2	-0,1	0,3	-0,1	2,1	0,0	1,1	0,4
Feb	108,4	0,9	0,8	0,6	1,3	0,1	0,0	0,5	0,0	-0,1	0,1	1,0	0,4
Mar	109,4	1,4	0,9	1,3	1,6	0,4	0,0	0,8	0,0	2,6	0,3	1,6	0,4
Abr	109,9	1,5	0,7	1,8	1,2	0,2	0,1	0,3	0,1	2,0	-0,1	1,6	1,2
May ⁴⁾	.	1,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

% del total ³⁾	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						Alquileres
	19,2	11,9	7,3	38,9	29,3	9,6	10,2	6,0	6,6	3,3	14,9	7,1
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2009 I	2,4	2,1	2,8	-1,1	0,7	-6,1	2,0	1,7	3,6	-1,7	2,7	2,1
II	1,0	1,1	0,8	-2,3	0,7	-10,7	2,1	1,8	3,1	-1,2	2,7	2,0
III	-0,1	0,6	-1,2	-2,8	0,5	-11,9	2,0	1,8	2,5	-0,6	1,8	2,1
IV	-0,2	0,5	-1,5	-0,5	0,3	-3,2	1,9	1,7	2,5	-0,6	1,4	2,2
2010 I	0,0	0,6	-0,8	1,3	0,1	4,8	1,9	1,6	2,5	-0,5	1,1	1,6
2009 Nov	-0,1	0,5	-1,3	-0,4	0,3	-2,4	1,9	1,7	2,4	-0,7	1,3	2,2
Dic	-0,2	0,7	-1,6	0,8	0,4	1,8	1,9	1,7	2,5	-0,8	1,2	2,2
2010 Ene	-0,1	0,6	-1,3	1,1	0,1	4,0	1,9	1,7	2,6	-0,9	1,0	1,6
Feb	-0,1	0,6	-1,2	0,9	0,1	3,3	1,9	1,6	2,2	-0,4	0,9	1,6
Mar	0,3	0,5	-0,1	1,8	0,1	7,2	1,9	1,6	2,7	-0,3	1,4	1,5
Abr	0,7	0,6	0,7	2,3	0,2	9,1	1,9	1,5	2,4	-0,6	0,4	1,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>.
- Ponderaciones para 2010.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales, que abarcan habitualmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre los precios de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles residenciales

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	
	Total (índice: 2005 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía											Energía
		Total	Industria manufacturera	Bienes intermedios			Bienes de capital	Bienes de consumo					
				Total	Bienes intermedios	Bienes de capital		Total	Duradero	No duradero			
% del total ³⁾	100,0	100,0	83,0	75,8	30,1	21,9	23,7	2,7	21,0	24,2			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	105,1	5,1	3,5	2,7	4,6	1,6	1,5	1,4	1,4	13,5	4,6	6,6	
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,5	2,2	1,2	4,1	4,5	
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,1	3,8	1,5	
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,8	-5,3	0,4	-2,0	1,2	-2,4	-11,5	0,1	-3,1	
2009 I	109,8	-2,0	-4,3	-1,1	-2,7	1,8	-1,0	1,8	-1,4	-4,4	2,6	-	
II	108,3	-5,7	-6,8	-3,0	-5,8	0,7	-2,0	1,5	-2,5	-13,4	-0,2	-3,1 ⁴⁾	
III	108,0	-7,8	-7,4	-4,1	-7,5	-0,1	-2,6	1,0	-3,1	-18,0	-1,7	-	
IV	108,4	-4,6	-3,0	-3,1	-5,0	-0,6	-2,4	0,5	-2,8	-9,5	-0,2	-3,1 ⁴⁾	
2010 I	109,6	-0,2	1,7	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	0,3	-0,7	0,1	-	-	
2009 Nov	108,4	-4,4	-2,8	-3,0	-4,9	-0,6	-2,4	0,5	-2,7	-8,7	-	-	
Dic	108,5	-2,9	-0,8	-2,3	-3,5	-0,5	-2,0	0,5	-2,3	-5,1	-	-	
2010 Ene	109,3	-1,0	0,9	-1,0	-1,6	-0,6	-0,7	0,5	-0,8	-1,6	-	-	
Feb	109,4	-0,4	1,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	0,3	-0,6	-0,8	-	-	
Mar	110,1	0,9	2,7	0,1	0,8	-0,4	-0,4	0,3	-0,5	2,9	-	-	
Abr	111,1	2,8	3,7	1,0	2,7	-0,1	-0,3	0,4	-0,4	7,7	-	-	

3. Precios de las materias primas y deflatores del producto interior bruto¹⁾

	Precios del petróleo ⁵⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Deflatores del PIB								
		Ponderados ⁶⁾ por las importaciones			Ponderados ⁷⁾ por el destino			Total (d.: índice: 2000 = 100)	Total	Demanda interna				Expor- taciones ⁸⁾	Impor- taciones ⁸⁾	
		Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios	Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
																Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo
% del total		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2006	52,9	27,7	5,8	37,9	24,5	5,9	38,2	113,8	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,6	3,8	
2007	52,8	7,8	14,3	5,5	5,3	9,4	2,9	116,5	2,4	2,3	2,3	1,7	2,7	1,7	1,4	
2008	65,9	2,0	18,5	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	119,1	2,2	2,7	2,9	2,6	2,3	2,6	3,7	
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,1	-18,0	-11,5	-22,8	120,2	1,0	0,1	-0,2	1,9	-0,8	-3,1	-5,6	
2009 I	35,1	-29,3	-15,0	-36,1	-28,7	-17,7	-36,9	120,2	1,8	1,0	0,3	2,5	0,6	-1,9	-4,1	
II	43,8	-24,5	-11,2	-30,9	-22,5	-10,0	-31,4	120,1	1,0	-0,1	-0,4	1,4	-0,9	-3,5	-6,6	
III	48,1	-18,7	-12,7	-21,5	-18,9	-15,3	-21,4	120,2	0,9	-0,6	-0,8	2,3	-1,7	-4,3	-7,9	
IV	51,2	3,2	5,8	1,9	2,5	-0,9	5,1	120,3	0,2	0,0	0,2	1,4	-1,3	-2,7	-3,6	
2010 I	56,0	29,0	7,5	42,7	27,4	7,5	46,6	120,8	0,5	0,1	1,4	1,0	-0,7	2,1	1,0	
2009 Dic	51,6	19,2	16,2	20,9	19,8	11,0	27,2	-	-	-	-	-	-	-	-	
2010 Ene	54,0	27,3	8,5	39,2	25,7	7,7	43,1	-	-	-	-	-	-	-	-	
Feb	54,5	25,4	5,0	38,4	25,0	7,1	42,3	-	-	-	-	-	-	-	-	
Mar	59,1	34,5	8,9	50,5	31,5	7,7	54,5	-	-	-	-	-	-	-	-	
Abr	64,0	51,9	8,1	78,7	43,8	8,8	76,2	-	-	-	-	-	-	-	-	
May	61,6	51,9	10,6	77,9	43,4	11,4	73,9	-	-	-	-	-	-	-	-	

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 7 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 8-15 del cuadro 3 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream (columna 1 del cuadro 3 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 2-7 del cuadro 3 de la sección 5.1).

1) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.

2) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más detalles, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

3) En el año 2005.

4) Los datos trimestrales para el segundo y cuarto trimestre se refieren a las medidas semestrales de la primera y segunda mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales solo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semestrales es menor que la de los datos anuales.

5) Brent (para entrega en un mes).

6) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.

7) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la demanda interna de la zona del euro (producción interna más importaciones menos exportaciones) en el período 2004-2006. Datos experimentales (para más detalles, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

8) Los deflatores de las importaciones y de las exportaciones se refieren a bienes y servicios e incluyen el comercio dentro de la zona del euro.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

4. Costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad del trabajo

(datos desestacionalizados)

	Total (índice: 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	8
			Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			7
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios ¹⁾									
2006	110,0	1,0	1,4	-0,5	3,4	0,6	2,2	2,0	
2007	111,7	1,6	2,0	0,7	4,1	0,7	2,4	1,6	
2008	115,5	3,4	-0,2	3,7	3,2	3,2	3,2	2,9	
2009	119,9	3,8	-0,7	10,1	1,5	5,0	0,8	2,4	
2008 IV	118,2	4,8	-0,7	10,0	3,1	5,3	2,4	2,9	
2009 I	120,2	5,9	-0,7	16,4	2,3	7,4	0,7	3,1	
II	120,3	4,7	-0,3	14,1	1,2	6,1	1,3	1,6	
III	119,8	3,4	-1,6	8,7	0,6	3,8	0,4	3,3	
IV	119,7	1,3	-1,1	1,4	1,6	2,4	0,7	1,7	
Remuneración por asalariado									
2006	114,9	2,3	3,2	3,4	3,5	1,7	2,3	1,7	
2007	117,8	2,5	3,9	2,9	2,7	2,1	2,4	2,5	
2008	121,6	3,2	2,8	3,0	4,5	2,7	2,4	3,7	
2009	123,4	1,5	3,2	0,4	2,8	1,5	1,3	2,2	
2008 IV	122,6	2,9	1,9	2,8	4,3	2,9	1,8	3,3	
2009 I	122,6	1,8	3,0	0,5	2,9	2,4	0,6	2,9	
II	123,1	1,4	3,4	0,1	3,3	2,1	1,8	1,5	
III	123,7	1,4	3,4	0,4	2,8	0,5	1,3	2,8	
IV	124,1	1,2	2,8	0,5	2,4	1,1	1,9	1,7	
Productividad del trabajo ²⁾									
2006	104,5	1,3	1,8	4,0	0,1	1,1	0,1	-0,4	
2007	105,5	1,0	1,9	2,2	-1,4	1,4	0,0	0,9	
2008	105,3	-0,2	3,1	-0,7	1,3	-0,5	-0,8	0,7	
2009	102,9	-2,3	3,9	-8,9	1,3	-3,3	0,6	-0,2	
2008 IV	103,7	-1,8	2,6	-6,5	1,2	-2,3	-0,6	0,4	
2009 I	101,9	-3,9	3,8	-13,7	0,5	-4,7	-0,2	-0,2	
II	102,4	-3,1	3,8	-12,3	2,1	-3,7	0,4	-0,1	
III	103,3	-2,0	5,1	-7,6	2,2	-3,2	0,9	-0,4	
IV	103,7	0,0	4,0	-0,9	0,7	-1,3	1,2	0,0	

5. Costes laborales por hora³⁾

	Total (d.; índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁴⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	
2006	94,3	2,3	2,3	2,2	3,4	1,3	1,8	2,3
2007	96,6	2,5	2,8	1,4	2,2	2,7	2,6	2,1
2008	100,0	3,5	3,5	3,3	3,9	4,2	3,1	3,2
2009	103,3	3,3	3,1	3,9	4,1	3,7	2,8	2,6
2009 I	102,2	3,6	3,4	4,6	5,0	3,5	2,8	3,2
II	103,2	4,3	4,1	4,7	5,5	4,5	3,6	2,8
III	103,5	3,0	2,8	3,5	4,4	3,0	2,2	2,3
IV	104,1	2,2	2,0	2,7	1,4	3,7	2,4	2,1
2010 I	.	.	.	.	.	.	.	1,7

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1 y columna 7 del cuadro 5 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5 de la sección 5.1).

- 1) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por el valor añadido (en términos reales) por ocupado.
- 2) Valor añadido (en términos reales) por ocupado.
- 3) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, puede que las estimaciones de los datos de los componentes no concuerden con el total.
- 4) Datos experimentales (para más detalles, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).
- 5) En el año 2008.

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna				Saldo exterior ¹⁾			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)								
2006	8.557,6	8.460,1	4.869,8	1.733,3	1.832,2	24,8	97,5	3.451,7	3.354,2
2007	9.007,6	8.867,2	5.063,0	1.802,9	1.968,5	32,7	140,4	3.733,6	3.593,2
2008	9.252,9	9.152,9	5.225,1	1.891,9	1.997,5	38,4	100,0	3.861,6	3.761,6
2009	8.964,5	8.845,9	5.156,4	1.979,3	1.766,6	-56,4	118,6	3.247,2	3.128,6
2009 I	2.237,4	2.220,9	1.284,7	488,3	453,4	-5,5	16,5	807,6	791,1
II	2.233,2	2.203,4	1.286,6	493,4	443,5	-20,1	29,8	791,6	761,8
III	2.244,8	2.211,7	1.287,5	499,7	437,6	-13,2	33,1	814,5	781,5
IV	2.249,1	2.209,9	1.297,6	497,8	432,1	-17,5	39,2	833,4	794,3
2010 I	2.261,8	2.229,7	1.302,5	503,2	427,4	-3,3	32,1	873,9	841,7
	<i>porcentaje del PIB</i>								
2009	100,0	98,7	57,5	22,1	19,7	-0,6	1,3	-	-
	Volumenes encadenados (precios del año anterior; desestacionalizados) ³⁾								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2009 I	-2,5	-2,4	-0,6	0,7	-5,1	-	-	-8,4	-8,1
II	-0,1	-0,7	0,1	0,7	-1,7	-	-	-1,1	-2,7
III	0,4	0,4	-0,2	0,7	-1,0	-	-	2,8	2,8
IV	0,1	-0,1	0,2	0,0	-1,3	-	-	1,7	1,2
2010 I	0,2	0,7	-0,1	0,6	-1,1	-	-	2,5	4,0
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2006	3,0	2,9	2,0	2,1	5,4	-	-	8,5	8,5
2007	2,8	2,4	1,6	2,3	4,7	-	-	6,3	5,5
2008	0,6	0,6	0,3	2,2	-0,6	-	-	1,0	1,0
2009	-4,1	-3,5	-1,2	2,6	-10,9	-	-	-13,3	-12,0
2009 I	-5,2	-3,7	-1,7	2,8	-11,4	-	-	-16,4	-13,3
II	-4,9	-3,8	-1,2	2,8	-11,6	-	-	-17,0	-14,7
III	-4,1	-3,5	-1,3	3,0	-11,4	-	-	-13,6	-12,5
IV	-2,1	-2,8	-0,5	2,1	-8,9	-	-	-5,2	-7,0
2010 I	0,6	0,3	0,0	2,0	-5,0	-	-	6,0	5,3
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>								
2009 I	-2,5	-2,4	-0,4	0,1	-1,1	-1,1	-0,1	-	-
II	-0,1	-0,7	0,0	0,2	-0,4	-0,6	0,6	-	-
III	0,4	0,4	-0,1	0,1	-0,2	0,5	0,0	-	-
IV	0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,3	0,1	0,2	-	-
2010 I	0,2	0,7	-0,1	0,1	-0,2	0,8	-0,5	-	-
	<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>								
2006	3,0	2,8	1,2	0,4	1,1	0,1	0,1	-	-
2007	2,8	2,4	0,9	0,5	1,0	0,0	0,4	-	-
2008	0,6	0,6	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
2009	-4,1	-3,4	-0,7	0,5	-2,4	-0,9	-0,7	-	-
2009 I	-5,2	-3,6	-0,9	0,6	-2,5	-0,8	-1,5	-	-
II	-4,9	-3,7	-0,6	0,6	-2,5	-1,1	-1,2	-	-
III	-4,1	-3,4	-0,7	0,6	-2,5	-0,8	-0,6	-	-
IV	-2,1	-2,8	-0,3	0,4	-1,9	-1,1	0,7	-	-
2010 I	0,6	0,3	0,0	0,4	-1,0	0,9	0,3	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no se corresponden totalmente con la sección 3.1; el cuadro 1 de la sección 7.1; el cuadro 3 de la sección 7.2; o los cuadros 1 o 3 de la sección 7.5.
- 2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.
- 3) Los datos anuales no están ajustados por días laborables.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)								
2006	7.643,7	140,7	1.564,8	477,3	1.593,9	2.135,9	1.731,1	913,9
2007	8.049,0	150,9	1.643,2	510,3	1.668,2	2.271,8	1.804,6	958,6
2008	8.307,2	146,6	1.655,7	533,3	1.727,9	2.359,7	1.884,0	945,7
2009	8.072,1	129,8	1.431,5	515,1	1.667,7	2.369,3	1.958,7	892,4
2009 I	2.014,6	33,9	357,0	131,1	416,6	591,5	484,5	222,8
II	2.011,9	32,6	353,5	129,4	416,6	591,9	487,8	221,3
III	2.021,2	31,5	359,9	128,2	417,5	592,1	492,0	223,6
IV	2.024,4	31,8	361,0	126,3	417,0	593,8	494,4	224,7
2010 I	2.041,2	32,9	368,9	123,6	418,2	600,0	497,6	220,7
<i>porcentaje del valor añadido</i>								
2009	100,0	1,6	17,7	6,4	20,7	29,4	24,3	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior; desestacionalizados)¹⁾								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2009 I	-2,6	0,9	-8,3	-1,3	-3,3	-1,0	0,1	-1,7
II	-0,2	0,2	-1,1	-1,1	-0,1	-0,1	0,6	0,3
III	0,3	0,7	2,1	-1,3	0,1	-0,2	0,1	1,0
IV	0,1	-0,4	0,3	-1,3	0,0	0,1	0,3	0,4
2010 I	0,5	0,0	2,2	-2,7	-0,1	0,6	0,5	-2,3
<i>tasas de variación interanual</i>								
2006	2,9	0,0	3,6	2,8	2,7	4,1	1,4	3,3
2007	3,0	0,4	2,5	2,3	3,4	4,1	2,1	0,9
2008	0,8	1,7	-0,7	-0,9	0,8	1,4	1,7	-1,3
2009	-4,3	1,2	-13,6	-5,7	-5,0	-1,6	1,3	-2,7
2009 I	-5,2	1,2	-16,6	-6,6	-5,9	-1,6	1,2	-4,9
II	-5,1	1,3	-16,7	-5,6	-5,6	-1,9	1,5	-3,5
III	-4,3	2,0	-13,3	-5,4	-5,1	-1,9	1,2	-2,5
IV	-2,3	1,4	-7,1	-4,9	-3,2	-1,1	1,2	0,0
2010 I	0,7	0,4	3,5	-6,2	-0,1	0,5	1,6	-0,6
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2009 I	-2,6	0,0	-1,6	-0,1	-0,7	-0,3	0,0	-
II	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
III	0,3	0,0	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	-
IV	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
2010 I	0,5	0,0	0,4	-0,2	0,0	0,2	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2006	2,9	0,0	0,7	0,2	0,6	1,1	0,3	-
2007	3,0	0,0	0,5	0,1	0,7	1,2	0,5	-
2008	0,8	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,4	-
2009	-4,3	0,0	-2,7	-0,4	-1,0	-0,5	0,3	-
2009 I	-5,2	0,0	-3,4	-0,4	-1,2	-0,4	0,3	-
II	-5,1	0,0	-3,4	-0,4	-1,2	-0,5	0,3	-
III	-4,3	0,0	-2,6	-0,3	-1,1	-0,5	0,3	-
IV	-2,3	0,0	-1,3	-0,3	-0,7	-0,3	0,3	-
2010 I	0,7	0,0	0,6	-0,4	0,0	0,1	0,4	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos anuales no están ajustados por días laborables.

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total ¹⁾	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
% del total ¹⁾	100,0	78,0	78,0	69,4	68,8	28,2	22,1	18,5	2,6	15,9	9,1	22,0
2007	3,2	108,1	3,7	4,1	4,3	3,7	6,6	2,3	1,4	2,5	-0,9	1,2
2008	-2,3	106,1	-1,7	-1,9	-1,9	-3,4	-0,1	-2,0	-5,7	-1,4	0,3	-4,4
2009	-13,9	90,3	-15,1	-16,1	-16,5	-19,2	-21,3	-5,0	-17,5	-3,0	-5,7	-8,2
2009 II	-16,9	88,8	-18,8	-19,7	-20,1	-24,3	-24,7	-5,9	-21,2	-3,3	-8,9	-7,5
III	-13,8	89,6	-14,5	-15,3	-15,9	-18,3	-21,4	-4,0	-18,4	-1,9	-6,1	-9,1
IV	-7,5	91,5	-7,6	-8,1	-8,6	-6,8	-14,3	-2,6	-10,2	-1,4	-3,8	-6,1
2010 I	1,4	95,1	4,3	4,6	4,5	7,7	2,6	2,3	-0,1	2,6	2,8	-10,7
2009 Oct	-10,5	90,5	-11,3	-11,9	-12,5	-12,3	-17,7	-4,8	-14,4	-3,2	-4,9	-6,6
Nov	-7,3	91,7	-7,0	-7,2	-7,5	-5,8	-13,4	-1,9	-7,9	-1,0	-5,1	-7,5
Dic	-4,0	92,5	-4,0	-4,4	-4,8	-0,2	-11,5	-0,8	-7,3	0,1	-1,8	-3,8
2010 Ene	-0,8	94,2	1,6	1,7	2,0	4,4	-0,3	0,5	-2,7	0,9	0,8	-10,8
Feb	0,2	94,9	4,0	4,3	4,3	7,0	3,1	1,9	0,9	2,0	2,0	-15,3
Mar	4,4	96,3	7,2	7,5	7,1	11,4	4,6	4,3	1,2	4,8	5,9	-6,4
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>												
2009 Oct	0,3	-	0,3	0,0	-0,3	1,2	-0,6	-1,1	0,1	-1,3	1,5	0,1
Nov	0,8	-	1,3	1,5	1,5	0,8	1,6	1,4	2,0	1,0	-2,4	-1,2
Dic	0,5	-	0,8	0,3	-0,2	-1,2	0,0	0,4	-1,5	0,7	3,1	0,2
2010 Ene	1,2	-	1,9	1,8	2,1	1,2	-0,8	0,5	2,2	0,3	2,8	-2,0
Feb	-1,1	-	0,7	0,7	0,1	1,0	0,6	0,1	0,4	0,1	-0,8	-7,0
Mar	2,9	-	1,4	1,6	1,2	0,3	1,5	0,7	-0,2	1,3	0,3	7,0

4. Nuevos pedidos, cifra de negocios, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor, excluido combustible para vehículos de motor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.; miles) ³⁾	Total
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total (d.; índice: 2000 = 100)	Total	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	42,9	57,1	9,9	13,9		
2007	119,8	8,6	115,1	6,5	2,6	104,3	1,8	0,0	3,1	4,0	3,1	968	-0,6
2008	113,1	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,4	-0,8	-1,9	-0,1	-1,8	-1,9	896	-7,0
2009	87,6	-22,8	95,5	-18,5	-2,6	101,7	-1,7	-1,5	-1,9	-1,2	-3,7	925	3,2
2009 II	84,2	-30,6	93,7	-23,4	-3,0	101,8	-2,0	-1,4	-2,4	-2,1	-5,4	942	0,2
III	90,5	-21,4	96,0	-18,9	-3,4	101,5	-1,8	-1,3	-2,4	-2,8	-3,0	962	10,1
IV	92,2	-2,8	97,5	-9,2	-1,5	101,8	-0,5	-0,3	-0,6	0,4	-0,7	968	20,7
2010 I	95,5	13,8	101,0	6,4	0,5	101,9	0,6	1,2	0,5	3,2	0,8	897	7,4
2009 Nov	92,6	-0,4	98,0	-6,9	-2,6	101,4	-1,6	-1,3	-1,7	-3,9	-1,7	970	34,3
Dic	93,9	9,7	97,8	-2,9	-0,4	102,1	0,3	0,9	0,0	1,9	0,3	954	19,8
2010 Ene	92,5	7,5	99,3	1,1	-0,9	101,8	-0,2	0,7	-0,6	2,3	-1,5	863	8,3
Feb	94,3	12,6	100,4	6,1	0,2	101,8	0,4	0,6	0,4	2,0	0,6	884	2,9
Mar	99,6	20,3	103,3	11,0	2,0	102,2	1,7	2,0	1,7	5,3	3,1	944	10,2
Abr	.	.	.	.	0,2	101,0	-1,3	-1,8	-1,1	.	.	830	-10,1
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>													
2009 Dic	-	1,3	-	-0,2	0,9	-	0,8	0,7	0,7	2,3	1,1	-	-1,6
2010 Ene	-	-1,5	-	1,5	-0,3	-	-0,3	-0,2	-0,3	1,3	-1,4	-	-9,6
Feb	-	2,0	-	1,1	0,1	-	0,0	-0,1	0,0	-1,0	0,5	-	2,4
Mar	-	5,5	-	2,9	0,6	-	0,4	0,1	0,5	2,0	1,1	-	6,9
Abr	-	.	-	.	-0,7	-	-1,2	-1,1	-1,1	.	.	-	-12,1

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 del cuadro 4 de la sección 5.2 [que incluye cálculos del BCE basados en datos de la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (ACEA, en sus siglas en inglés)].

1) En el año 2005.

2) Incluye las industrias manufactureras que basan su producción principalmente en pedidos y que representaban el 61,2% del total de las manufacturas en el año 2005.

3) Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales del período de que se trate.

5.2 Producto y demanda

(Saldos netos ¹⁾, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea ²⁾

	Indicador de clima económico ³⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial					Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006	107,2	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	109,2	5	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2008	93,5	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	24	-14
2009	80,8	-28	-56	14	-15	71,1	-25	-7	-26	56	-10
2009 I	71,5	-36	-56	20	-31	72,4	-33	-11	-41	64	-14
II	75,6	-33	-62	18	-20	69,9	-28	-9	-34	59	-11
III	84,1	-26	-58	12	-9	70,3	-21	-5	-20	51	-9
IV	91,9	-19	-50	7	1	71,7	-17	-3	-11	48	-7
2010 I	96,6	-12	-41	2	7	73,9	-17	-4	-11	46	-7
2009 Dic	94,1	-16	-47	5	3	-	-16	-3	-10	46	-5
2010 Ene	96,0	-14	-44	3	5	72,3	-16	-3	-9	46	-6
Feb	95,9	-13	-42	4	7	-	-17	-4	-12	47	-7
Mar	97,9	-10	-39	0	9	-	-17	-5	-12	46	-7
Abr	100,6	-7	-32	-1	9	75,5	-15	-5	-12	36	-8
May	98,4	-6	-28	1	10	-	-18	-7	-21	34	-10

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas de creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-7	7	1	5	15	13	20	16	19	24
2008	-13	-20	-6	-7	-6	17	2	2	-5	4	7
2009	-31	-40	-22	-15	-21	11	-15	-16	-22	-16	-9
2009 I	-31	-36	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18
II	-33	-42	-24	-17	-23	9	-19	-22	-29	-23	-15
III	-31	-41	-22	-14	-19	10	-13	-12	-18	-13	-5
IV	-28	-40	-16	-12	-19	10	-7	-4	-8	-8	3
2010 I	-27	-37	-17	-7	-9	8	-2	0	-4	-2	7
2009 Dic	-28	-40	-17	-10	-15	9	-6	-3	-7	-6	5
2010 Ene	-29	-38	-20	-5	-6	8	-2	-1	-6	-2	5
Feb	-29	-39	-18	-9	-12	9	-5	1	-2	-3	7
Mar	-25	-35	-14	-6	-9	9	-1	1	-3	-1	8
Abr	-25	-37	-13	-1	-1	8	4	6	0	5	11
May	-28	-40	-17	-5	-6	11	1	3	-1	3	8

Fuente: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 2) A partir de mayo de 2010, los datos hacen referencia a la nueva clasificación de actividades económicas en la Unión Europea («NACE Revisión 2»).
- 3) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%; el de confianza de los servicios, del 30%; el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2008.
- 4) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son medias de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo ¹⁾

1. Ocupados

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total Millones (d.)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	85,2	14,8	3,9	17,1	7,5	25,7	16,0	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2006	144,166	1,6	1,8	0,8	-1,8	-0,3	2,7	1,6	4,0	1,8
2007	146,731	1,8	2,0	0,8	-1,5	0,2	3,7	2,0	4,1	1,3
2008	147,804	0,7	0,9	-0,3	-1,4	0,0	-2,1	1,3	2,2	0,9
2009	145,028	-1,9	-1,8	-2,1	-2,6	-5,2	-6,9	-1,8	-2,2	1,5
2008 IV	147,227	-0,1	0,0	-0,8	-1,1	-1,2	-4,9	0,4	0,5	1,2
2009 I	146,077	-1,3	-1,1	-2,1	-2,3	-3,2	-7,1	-1,3	-1,4	1,5
II	145,317	-1,9	-1,9	-2,0	-2,5	-5,0	-7,4	-2,0	-2,3	1,6
III	144,543	-2,3	-2,3	-2,2	-3,0	-6,4	-7,5	-1,9	-2,8	1,6
IV	144,173	-2,1	-2,0	-2,2	-2,5	-6,2	-5,6	-2,0	-2,2	1,2
	<i>tasa de variación intertrimestral (d.)</i>									
2008 IV	-0,542	-0,4	-0,4	-0,3	0,0	-1,1	-2,3	-0,4	-0,5	0,6
2009 I	-1,150	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-1,6	-2,3	-0,8	-0,9	0,2
II	-0,759	-0,5	-0,5	-0,5	-0,9	-1,8	-1,3	-0,5	-0,8	0,6
III	-0,775	-0,5	-0,5	-0,7	-1,2	-1,7	-1,7	-0,2	-0,5	0,2
IV	-0,370	-0,3	-0,3	-0,2	0,5	-1,1	-0,4	-0,5	-0,1	0,2

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		78,4		21,6		53,8		46,2	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2006	12,877	8,3	10,053	7,3	2,824	16,4	6,390	7,5	6,487	9,4
2007	11,679	7,5	9,126	6,6	2,553	14,9	5,737	6,7	5,942	8,5
2008	11,893	7,6	9,268	6,6	2,625	15,4	5,999	6,9	5,894	8,3
2009	14,854	9,4	11,640	8,2	3,214	19,4	7,990	9,2	6,864	9,6
2009 I	13,892	8,8	10,794	7,7	3,097	18,4	7,348	8,5	6,544	9,2
II	14,763	9,3	11,524	8,2	3,240	19,4	7,954	9,2	6,810	9,5
III	15,253	9,7	11,974	8,5	3,279	19,9	8,234	9,5	7,019	9,8
IV	15,508	9,8	12,269	8,7	3,240	19,9	8,425	9,8	7,083	9,9
2010 I	15,744	10,0	12,536	8,9	3,209	19,9	8,555	9,9	7,190	10,0
2009 Nov	15,496	9,8	12,260	8,7	3,236	19,9	8,436	9,8	7,060	9,9
Dic	15,548	9,9	12,339	8,7	3,209	19,7	8,446	9,8	7,102	9,9
2010 Ene	15,657	9,9	12,459	8,8	3,198	19,8	8,524	9,9	7,133	10,0
Feb	15,741	10,0	12,520	8,8	3,222	20,0	8,570	10,0	7,172	10,0
Mar	15,835	10,0	12,628	8,9	3,208	19,9	8,570	10,0	7,265	10,1
Abr	15,860	10,1	12,642	8,9	3,219	20,0	8,561	10,0	7,299	10,2

Fuente: Eurostat.

1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

2) En el año 2009.

3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.

FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos

	Total		Recursos corrientes								Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾	
	1	2	Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital		
														3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,8	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,0	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,7
2005	44,8	44,3	11,5	8,8	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,3	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,4	45,2	12,4	9,1	3,2	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,6
2008	44,9	44,7	12,2	9,3	2,8	13,3	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,2	0,3	41,0
2009	44,5	44,2	11,4	9,2	2,0	13,1	0,3	15,7	8,3	4,5	2,2	0,3	0,4	40,5

2. Zona del euro – Empleos

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾		
	1	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
													2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,8	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,0	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2006	46,7	42,9	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,4	21,6	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	46,9	43,1	10,1	5,1	3,0	24,8	22,0	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,9
2009	50,8	46,6	10,8	5,6	2,8	27,3	24,2	1,9	0,5	4,2	2,8	1,4	0,0	48,0

3. Zona del euro – Déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2
2007	-0,6	-1,1	0,0	-0,1	0,5	2,3	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-2,0	-2,0	-0,2	-0,2	0,4	1,0	20,5	10,1	5,1	5,3	1,9	2,1	8,1	12,4
2009	-6,2	-5,0	-0,5	-0,3	-0,4	-3,4	22,1	10,8	5,6	5,8	2,0	2,2	8,8	13,3

4. Países de la zona del euro – Déficit (-)/superávit (+) ⁵⁾

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2006	0,3	-1,6	3,0	-3,6	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,4	-2,6	0,5	-1,5	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	0,2	0,1	-5,1	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,6	-2,2	0,2	-0,4	-2,6	0,0	-1,9	5,2
2008	-1,2	0,0	-7,3	-7,7	-4,1	-3,3	-2,7	0,9	2,9	-4,5	0,7	-0,4	-2,8	-1,7	-2,3	4,2
2009	-6,0	-3,3	-14,3	-13,6	-11,2	-7,5	-5,3	-6,1	-0,7	-3,8	-5,3	-3,4	-9,4	-5,5	-6,8	-2,2

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

- Los datos se refieren al Euro-16. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las Administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de *swaps* y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				Otros acreedores ³⁾
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾			Resto de sectores	
						Total	IFM	Otras sociedades financieras		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	43,9	22,1	12,3	9,5	25,4
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,0	10,4	26,2
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	40,5	19,4	10,6	10,5	27,4
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,7	19,6	11,0	9,1	29,3
2004	69,5	2,2	12,0	5,0	50,3	38,2	18,5	10,7	9,0	31,3
2005	70,1	2,4	11,8	4,7	51,1	36,3	17,2	11,1	8,0	33,8
2006	68,2	2,4	11,5	4,1	50,2	34,4	17,4	9,3	7,7	33,8
2007	65,9	2,2	10,8	4,2	48,7	32,6	16,7	8,5	7,3	33,4
2008	69,4	2,3	11,0	6,7	49,4	32,4	16,6	7,9	7,8	37,0
2009	78,8	2,4	11,9	8,6	55,8	36,6	19,7	8,7	8,2	42,2

2. Zona del euro – Por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
2000	69,2	58,2	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,2	13,4	27,8	28,1	67,4	1,8
2001	68,2	57,1	6,0	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,7	1,5
2002	68,0	56,7	6,2	4,7	0,4	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,7	1,3
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,2	0,9
2004	69,5	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,1	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,2	4,6	14,8	25,5	29,7	69,1	1,0
2006	68,2	55,9	6,5	5,3	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,7	0,6
2007	65,9	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,5	4,3	14,6	23,5	27,8	65,4	0,5
2008	69,4	57,2	6,6	5,2	0,4	10,2	59,2	4,4	17,8	23,3	28,4	68,6	0,8
2009	78,8	64,9	7,6	5,6	0,6	12,2	66,5	4,5	19,8	26,7	32,2	78,0	0,8

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2006	88,1	67,6	24,9	97,8	39,6	63,7	106,5	64,6	6,5	63,7	47,4	62,2	64,7	26,7	30,5	39,7
2007	84,2	65,0	25,0	95,7	36,2	63,8	103,5	58,3	6,7	61,9	45,5	59,5	63,6	23,4	29,3	35,2
2008	89,8	66,0	43,9	99,2	39,7	67,5	106,1	48,4	13,7	63,7	58,2	62,6	66,3	22,6	27,7	34,2
2009	96,7	73,2	64,0	115,1	53,2	77,6	115,8	56,2	14,5	69,1	60,9	66,5	76,8	35,9	35,7	44,0

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- 1) Los datos se refieren al Euro-16. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de Administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.

6.3 Variaciones de la deuda ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Por origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros			Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁵⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁶⁾
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	1,5	0,0	-0,5	-0,8	1,9
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	0,0	-0,5	-0,1	2,1
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,8	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,1	-0,3	0,1	3,1
2005	3,1	3,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,6	-0,7	0,8	3,6
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	-0,1	1,0	-1,2	1,6
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,2	0,2	-0,3	1,2
2008	5,2	5,1	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	2,0	0,7	0,4	-0,4	4,5
2009	7,1	7,3	-0,2	0,0	0,1	0,6	1,6	4,8	3,1	2,5	0,5	4,0

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-)/superávit (+) ⁷⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁸⁾												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP								Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ⁹⁾
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹⁰⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	1,9	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,1	-2,6	0,5	0,6	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,6	0,4	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,2	-2,0	3,3	3,1	0,8	0,7	0,8	0,8	0,0	0,6	0,1	0,0	0,0	0,1
2009	7,1	-6,2	0,9	1,0	0,4	0,0	0,2	0,4	-0,2	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-16 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
	3	4	5	6	7	8	9	10		
2003 IV	49,2	48,2	13,1	14,1	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,7
2004 I	41,4	40,9	9,5	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
II	44,7	44,0	11,9	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,7
III	42,8	42,4	10,7	12,8	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,2
IV	49,0	48,0	12,9	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,7
2005 I	42,0	41,5	10,0	13,0	15,2	1,7	0,6	0,5	0,3	38,5
II	44,3	43,7	11,5	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,1
III	43,6	42,9	11,1	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,7
IV	49,0	48,3	13,3	14,2	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	43,9
2006 I	42,4	42,0	10,3	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	39,0
II	45,4	44,9	12,2	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,1
III	43,8	43,3	11,6	13,0	15,2	2,0	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	49,3	48,7	14,0	14,3	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,4
2007 I	42,1	41,7	10,2	13,5	14,8	1,7	0,8	0,3	0,3	38,8
II	45,6	45,2	12,7	13,5	15,0	1,8	1,5	0,4	0,3	41,4
III	43,8	43,3	12,2	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
IV	49,8	49,1	14,4	14,1	15,8	3,0	0,9	0,6	0,3	44,6
2008 I	42,4	41,9	10,7	12,9	14,8	1,7	1,0	0,5	0,2	38,6
II	45,1	44,6	12,6	12,8	15,0	1,9	1,5	0,5	0,3	40,7
III	43,3	42,9	11,9	12,4	15,1	1,9	0,8	0,3	0,3	39,7
IV	48,6	48,4	13,6	13,6	16,3	3,0	1,0	0,2	0,3	43,7
2009 I	41,2	41,8	10,2	12,5	15,4	1,8	1,0	-0,6	0,2	38,4
II	43,8	43,9	11,5	12,6	15,5	2,0	1,5	-0,1	0,5	40,1
III	42,8	42,4	10,9	12,3	15,5	2,0	0,8	0,4	0,3	39,1
IV	49,8	47,9	12,7	13,6	16,4	3,2	0,9	1,9	0,5	43,2

2. Zona del euro – Empleos y déficit/superávit (datos trimestrales)

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales		Inversión	Transf. de capital				
						7	8						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 IV	51,1	46,3	11,1	5,7	3,1	26,4	22,8	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,3	43,0	10,3	4,6	3,2	24,9	21,3	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
II	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,7	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,4
III	46,1	42,7	9,9	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,2	-0,1
IV	50,9	45,6	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 I	46,7	43,0	10,2	4,6	3,1	25,1	21,3	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,7
II	46,2	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,3
III	45,8	42,4	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,2	0,7
IV	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,1	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,2
2006 I	45,3	42,1	10,0	4,6	3,0	24,6	21,1	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,1
II	45,4	42,2	10,2	4,9	3,1	24,0	21,0	1,1	3,2	2,3	1,0	-0,1	3,0
III	45,4	42,0	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,4	1,0	-1,5	1,4
IV	50,3	45,0	10,7	5,7	2,7	25,9	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-1,0	1,7
2007 I	44,2	41,1	9,8	4,5	2,9	23,8	20,4	1,2	3,1	2,0	1,1	-2,2	0,8
II	44,6	41,4	9,9	4,8	3,2	23,5	20,5	1,1	3,1	2,3	0,8	1,1	4,3
III	44,6	41,2	9,6	4,8	2,9	24,0	20,7	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,9	2,1
IV	50,4	45,2	10,7	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,2	3,4	1,8	-0,6	2,1
2008 I	44,8	41,4	9,7	4,6	3,0	24,1	20,5	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,4	0,6
II	45,4	41,9	10,1	5,0	3,2	23,7	20,6	1,1	3,5	2,3	1,2	-0,3	2,9
III	45,5	42,0	9,7	4,8	3,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,2	0,8
IV	51,5	46,8	11,0	6,1	2,8	27,0	23,0	1,4	4,7	3,4	1,4	-3,0	-0,2
2009 I	47,6	44,9	10,5	5,2	2,9	26,3	22,4	1,3	2,7	2,2	0,4	-6,4	-3,5
II	49,5	46,1	10,9	5,5	3,2	26,6	23,1	1,3	3,4	2,7	0,6	-5,7	-2,5
III	49,4	45,5	10,4	5,2	2,7	27,1	23,5	1,4	3,9	2,6	1,2	-6,6	-3,9
IV	56,1	49,4	11,4	6,3	2,5	29,2	24,8	1,6	6,7	3,4	3,2	-6,3	-3,7

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

- 1) Los datos se refieren al Euro-16. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- 2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda

1. Zona del euro – Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero ¹⁾

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2007 I	68,4	2,4	11,5	4,7	49,9
II	68,7	2,2	11,2	5,1	50,2
III	67,7	2,1	11,0	5,1	49,3
IV	65,9	2,2	10,8	4,2	48,7
2008 I	67,0	2,1	11,2	5,0	48,7
II	67,3	2,1	11,2	4,9	49,0
III	67,4	2,1	11,1	5,5	48,7
IV	69,4	2,3	11,0	6,7	49,4
2009 I	72,8	2,3	11,3	7,9	51,4
II	76,1	2,4	11,6	8,4	53,7
III	77,9	2,3	11,7	9,2	54,6
IV	78,8	2,4	11,9	8,6	55,8

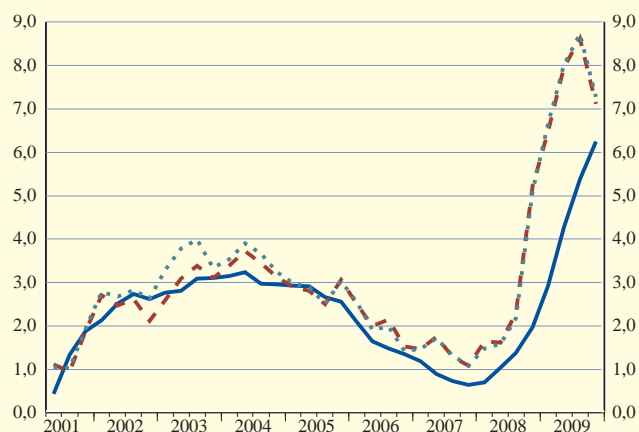
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Deficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7				Acciones y otras participaciones 8
2007 I	4,5	-2,2	2,3	1,8	1,1	0,0	0,6	0,1	-0,7	1,2	5,2
II	4,2	1,1	5,2	4,9	4,1	0,0	0,5	0,3	0,6	-0,3	3,6
III	-0,6	-0,9	-1,4	-1,4	-2,1	0,0	0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,6
IV	-3,5	-0,6	-4,1	-2,9	-2,1	0,0	-0,6	-0,2	0,0	-1,2	-3,4
2008 I	6,6	-2,4	4,2	3,3	2,0	0,0	1,1	0,3	0,0	0,9	6,6
II	4,0	-0,3	3,7	3,9	1,8	0,3	1,3	0,4	0,1	-0,3	3,9
III	2,2	-2,2	0,0	-0,9	-1,6	0,0	0,2	0,5	0,4	0,4	1,8
IV	8,0	-3,0	5,1	5,8	0,8	2,6	0,5	1,9	0,0	-0,8	8,0
2009 I	11,9	-6,4	5,5	6,5	5,1	-0,1	0,9	0,7	-1,3	0,3	13,2
II	9,9	-5,7	4,2	3,3	2,5	-0,6	0,2	1,2	0,6	0,4	9,3
III	4,7	-6,6	-1,9	-2,9	-3,2	0,7	0,0	-0,4	0,2	0,8	4,5
IV	2,2	-6,3	-4,1	-2,6	-2,6	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-1,3	2,4

C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

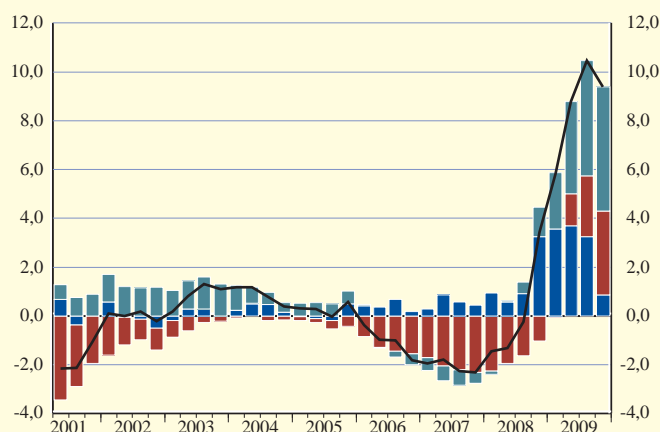
- Déficit
- - - Variaciones de la deuda
- ... Necesidad de financiación



C29 Deuda según los criterios Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

- Ajuste entre déficit y deuda
- Déficit/superávit primario
- Crecimiento/diferencial de tipos de interés
- Variación de la deuda en relación con el PIB



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

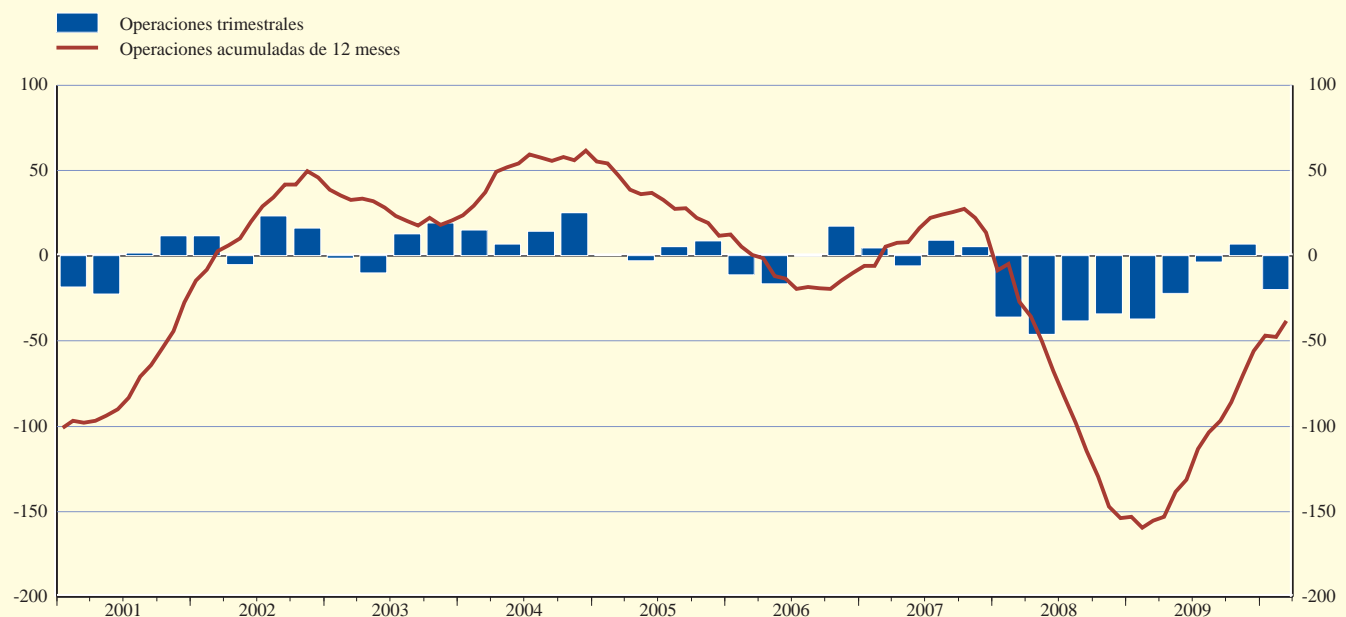
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; operaciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/ necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2007	13,5	48,0	49,6	2,9	-87,0	5,0	18,5	-10,7	-73,7	151,5	-63,7	-19,6	-5,1	-7,8
2008	-153,8	-19,1	41,4	-76,6	-99,5	9,8	-144,0	163,2	-198,7	344,1	-62,5	83,7	-3,4	-19,2
2009	-55,8	39,5	31,4	-38,0	-88,7	8,0	-47,8	45,4	-95,7	317,9	39,9	-221,2	4,5	2,4
2009 I	-37,2	-7,6	1,8	-3,0	-28,4	1,5	-35,8	50,9	-64,6	105,8	15,8	-11,8	5,6	-15,1
II	-22,0	14,0	6,9	-25,5	-17,3	2,2	-19,8	10,9	0,3	70,8	22,9	-81,7	-1,4	8,9
III	-3,6	13,8	12,2	-6,7	-22,8	1,4	-2,2	-12,6	-23,7	78,2	-4,5	-62,9	0,3	14,8
IV	7,0	19,4	10,6	-2,8	-20,2	3,0	9,9	-3,8	-7,8	63,1	5,8	-64,8	-0,1	-6,2
2010 I	-19,6	3,8	4,9	1,1	-29,5	2,7	-16,9	19,9	-27,9	-5,6	4,8	53,3	-4,7	-3,0
2009 Mar	-7,9	2,9	0,6	0,9	-12,3	0,7	-7,2	10,9	-27,6	53,3	5,6	-19,6	-0,9	-3,6
Abr	-9,8	4,1	2,0	-6,6	-9,3	1,6	-8,2	18,1	7,7	-5,3	13,0	1,5	1,2	-9,9
May	-13,7	2,6	3,0	-12,7	-6,7	0,2	-13,5	9,4	17,5	33,8	9,4	-49,1	-2,2	4,1
Jun	1,5	7,3	1,8	-6,2	-1,3	0,3	1,8	-16,6	-24,8	42,3	0,5	-34,2	-0,4	14,8
Jul	8,1	14,1	3,9	-3,0	-6,9	0,9	9,0	-19,4	7,2	-26,5	6,4	-2,9	-3,7	10,4
Ago	-6,1	-1,9	4,1	0,0	-8,3	0,5	-5,5	-10,8	1,7	25,7	-9,8	-29,2	0,8	16,3
Sep	-5,6	1,5	4,1	-3,7	-7,5	0,0	-5,6	17,6	-32,6	78,9	-1,1	-30,8	3,3	-11,9
Oct	-0,2	8,5	4,1	0,5	-13,3	0,2	0,0	1,5	-3,0	8,2	1,8	-4,8	-0,6	-1,5
Nov	-2,4	5,0	1,6	-2,8	-6,1	1,4	-1,0	2,8	-7,4	-6,2	-0,1	15,1	1,4	-1,8
Dic	9,5	5,9	4,9	-0,5	-0,7	1,4	10,9	-8,1	2,7	61,1	4,1	-75,0	-0,8	-2,8
2010 Ene	-14,7	-7,4	0,8	-1,1	-7,1	1,7	-13,0	14,5	-3,1	-0,7	5,1	11,7	1,5	-1,5
Feb	-6,2	5,1	2,0	1,1	-14,3	0,9	-5,3	4,5	0,6	7,5	-0,1	0,1	-3,6	0,7
Mar	1,3	6,1	2,1	1,1	-8,1	0,1	1,4	0,9	-25,4	-12,4	-0,2	41,4	-2,5	-2,3
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2010 Mar	-38,2	51,0	34,5	-33,9	-89,8	9,3	-28,9	14,4	-59,0	206,4	29,0	-156,1	-5,9	14,5

C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros; operaciones)

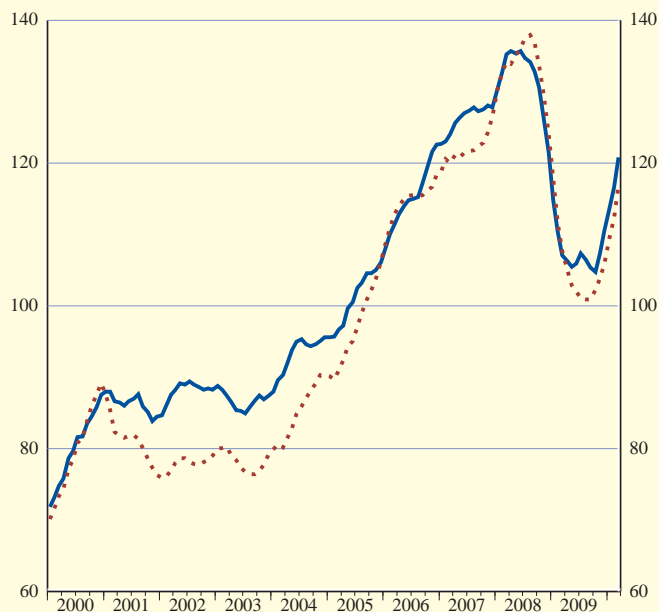
1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes			Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos			Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Remesas de trabajadores	12	Remesas de trabajadores	13	14	15
2007	2.702,7	2.689,2	13,5	1.518,0	1.470,1	494,9	445,3	598,7	595,8	91,0	6,4	178,1	20,7	25,7	20,7
2008	2.732,5	2.886,3	-153,8	1.580,4	1.599,5	517,6	476,2	546,1	622,6	88,5	6,7	188,0	21,4	24,2	14,5
2009	2.274,9	2.330,7	-55,8	1.290,1	1.250,5	471,1	439,7	421,0	459,0	92,8	6,1	181,5	21,6	18,9	10,9
2009 I	557,1	594,4	-37,2	307,5	315,1	110,4	108,6	113,5	116,4	25,8	1,4	54,2	5,0	4,1	2,6
II	559,5	581,4	-22,0	312,5	298,5	114,8	107,9	111,2	136,7	21,0	1,6	38,3	5,4	4,9	2,8
III	556,0	559,6	-3,6	322,5	308,7	124,0	111,9	95,1	101,8	14,3	1,6	37,2	5,5	3,9	2,4
IV	602,3	595,3	7,0	347,6	328,2	121,8	111,3	101,2	104,0	31,7	1,5	51,8	5,7	6,0	3,0
2010 I	573,6	593,3	-19,6	347,6	343,8	107,6	102,7	94,2	93,1	24,2	.	53,7	.	5,3	2,5
2010 Ene	174,3	189,0	-14,7	100,2	107,5	35,1	34,3	28,7	29,9	10,4	.	17,4	.	2,5	0,8
Feb	185,0	191,2	-6,2	111,7	106,6	34,2	32,2	30,3	29,2	8,8	.	23,2	.	1,6	0,7
Mar	214,3	213,0	1,3	135,7	129,6	38,4	36,3	35,2	34,1	5,0	.	13,1	.	1,1	1,0
	Datos desestacionalizados														
2009 I	580,2	610,0	-29,8	321,3	323,0	121,1	113,7	117,1	127,6	20,7	.	45,7	.	.	.
II	566,2	578,8	-12,6	317,6	306,2	116,4	111,0	108,6	116,6	23,6	.	45,0	.	.	.
III	551,7	560,1	-8,4	316,2	302,6	115,2	107,1	98,6	108,1	21,8	.	42,3	.	.	.
IV	573,3	581,0	-7,7	331,6	317,6	118,5	108,2	96,7	107,1	26,5	.	48,1	.	.	.
2010 I	600,3	604,8	-4,5	362,5	351,0	118,0	107,2	97,2	101,9	22,7	.	44,7	.	.	.
2009 Oct	188,0	191,8	-3,8	107,6	103,4	38,7	35,1	33,1	35,3	8,6	.	17,9	.	.	.
Nov	191,9	195,1	-3,2	110,4	105,6	39,0	37,1	31,9	36,0	10,6	.	16,4	.	.	.
Dic	193,4	194,2	-0,7	113,6	108,6	40,8	36,0	31,7	35,8	7,3	.	13,8	.	.	.
2010 Ene	199,5	201,1	-1,7	117,1	114,6	39,3	36,2	31,9	34,1	11,1	.	16,1	.	.	.
Feb	195,1	199,6	-4,5	119,0	113,7	38,7	35,2	32,7	34,2	4,6	.	16,5	.	.	.
Mar	205,8	204,1	1,7	126,4	122,7	39,9	35,9	32,6	33,5	6,9	.	12,0	.	.	.

C31 Bienes

(mm de euros; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)

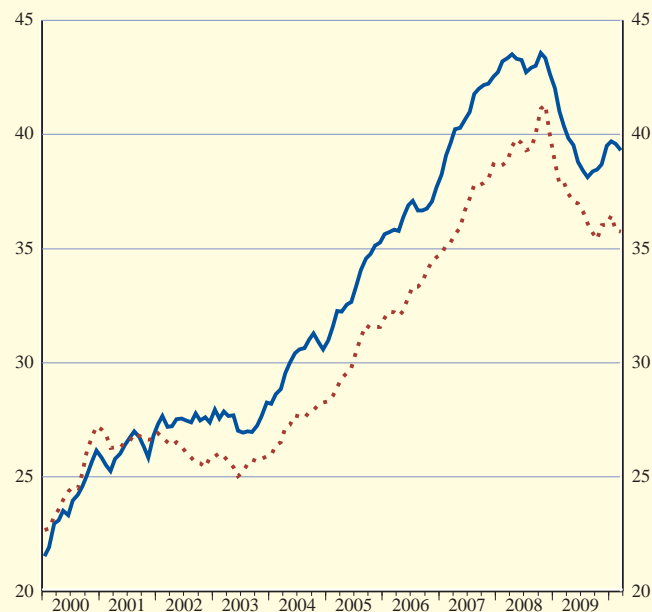
— Exportaciones (ingresos)
..... Importaciones (pagos)



C32 Servicios

(mm de euros; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)

— Exportaciones (ingresos)
..... Importaciones (pagos)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas

(operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones			Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos			Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
			Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2007	18,8	10,3	579,9	585,5	208,7	70,9	137,7	44,2	26,6	25,2	45,3	113,7	118,8	111,1	180,5	197,8
2008	18,9	10,4	527,1	612,2	154,4	17,9	147,0	50,0	29,9	24,8	43,0	119,0	125,2	125,3	174,5	196,1
2009	18,9	11,6	402,0	447,4	131,7	23,2	106,5	37,1	20,3	20,8	31,4	80,0	110,2	141,9	108,5	98,3
2008 IV	4,9	2,7	127,8	142,3	35,9	-1,5	36,5	10,1	8,4	6,0	8,4	19,9	31,6	32,7	43,5	47,1
2009 I	4,7	2,1	108,8	114,4	34,1	7,8	26,7	15,2	5,2	5,1	6,9	13,3	29,4	37,5	33,3	31,9
II	4,6	2,6	106,6	134,2	33,1	1,5	25,6	4,3	5,6	5,9	10,6	38,8	27,5	36,6	29,8	27,2
III	4,6	3,5	90,5	98,4	29,0	7,5	25,1	8,5	4,1	4,7	7,1	13,9	27,4	34,8	22,9	19,9
IV	5,0	3,5	96,2	100,5	35,5	6,3	29,1	9,1	5,4	5,0	6,8	14,1	25,9	33,0	22,5	19,3

3. Desagregación geográfica

(operaciones acumuladas)

I 2009 a IV 2009	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
	1	Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		Ingresos														
Cuenta corriente	2.274,9	803,1	45,9	65,9	393,5	234,0	63,7	34,4	30,6	87,0	29,3	46,7	70,3	167,3	306,4	699,8
Bienes	1.290,1	429,7	27,7	41,2	183,8	176,8	0,2	18,5	15,7	69,1	21,8	28,8	50,2	83,8	153,2	419,3
Servicios	471,1	157,2	11,1	12,1	101,9	26,6	5,5	7,4	6,5	13,0	5,9	10,6	12,8	48,4	70,4	138,9
Renta	421,0	148,5	6,5	11,3	96,1	27,1	7,5	8,1	7,6	4,8	1,5	7,1	7,0	28,1	77,6	130,7
Rentas de la inversión	402,0	141,8	6,4	11,1	94,5	26,5	3,3	8,1	7,5	4,7	1,5	7,1	6,9	20,9	75,7	127,8
Transferencias corrientes	92,8	67,8	0,7	1,3	11,8	3,4	50,6	0,4	0,8	0,2	0,1	0,2	0,3	6,9	5,1	10,9
Cuenta de capital	18,9	14,6	0,0	0,0	0,8	0,2	13,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5	3,3
		Pagos														
Cuenta corriente	2.330,7	749,6	40,6	67,3	336,3	207,7	97,6	-	24,6	-	-	85,9	-	157,0	324,9	-
Bienes	1.250,5	359,7	26,2	37,0	136,4	160,0	0,0	20,1	10,3	153,4	18,0	41,8	78,3	72,1	121,4	375,5
Servicios	439,7	133,8	7,1	10,4	84,4	31,6	0,2	5,7	5,6	9,7	4,4	7,6	7,5	40,3	94,3	130,7
Renta	459,0	145,9	6,4	18,8	103,0	11,7	6,0	-	7,0	-	-	36,1	-	38,6	102,2	-
Rentas de la inversión	447,4	138,5	6,3	18,7	101,4	6,0	6,0	-	6,9	-	-	36,0	-	38,1	101,4	-
Transferencias corrientes	181,5	110,1	0,8	1,1	12,5	4,4	91,4	1,4	1,7	2,9	0,7	0,4	0,5	5,9	6,9	50,9
Cuenta de capital	10,9	2,4	0,1	0,1	0,9	0,2	1,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,8	6,6
		Neto														
Cuenta corriente	-55,8	53,6	5,3	-1,4	57,2	26,2	-33,9	-	6,0	-	-	-39,2	-	10,2	-18,5	-
Bienes	39,5	70,0	1,5	4,2	47,4	16,8	0,2	-1,5	5,4	-84,3	3,8	-13,0	-28,2	11,7	31,8	43,8
Servicios	31,4	23,3	3,9	1,7	17,5	-5,0	5,2	1,7	0,9	3,2	1,6	3,0	5,3	8,1	-23,9	8,2
Renta	-38,0	2,5	0,1	-7,5	-6,9	15,5	1,5	-	0,6	-	-	-29,0	-	-10,5	-24,6	-
Rentas de la inversión	-45,4	3,3	0,1	-7,6	-7,0	20,5	-2,7	-	0,6	-	-	-29,0	-	-17,2	-25,7	-
Transferencias corrientes	-88,7	-42,4	-0,2	0,2	-0,7	-1,0	-40,8	-1,1	-0,9	-2,6	-0,6	-0,1	-0,2	0,9	-1,8	-40,0
Cuenta de capital	8,0	12,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	12,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-3,3

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones y otros flujos durante el período)

1. Resumen de la cuenta financiera

	Total ¹⁾			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2006	12.384,3	13.399,8	-1.015,5	144,8	156,7	-11,9	3.153,4	2.729,4	4.372,1	5.950,0	-20,8	4.553,8	4.720,4	325,8
2007	13.908,5	15.155,8	-1.247,3	154,5	168,3	-13,9	3.572,8	3.130,7	4.631,6	6.556,5	-26,0	5.382,9	5.468,6	347,2
2008	13.315,2	14.949,2	-1.634,0	143,8	161,5	-17,6	3.744,4	3.217,0	3.763,9	6.078,6	-36,2	5.468,8	5.653,6	374,2
2009 II	13.309,9	14.845,3	-1.535,4	146,7	163,6	-16,9	4.012,1	3.302,8	3.898,5	6.304,5	-57,8	5.075,6	5.238,0	381,5
2009 III	13.381,5	14.979,0	-1.597,5	148,7	166,4	-17,7	4.042,1	3.345,1	4.059,8	6.626,7	-60,1	4.908,9	5.007,2	430,8
2009 IV	13.687,5	15.154,8	-1.467,3	152,6	169,0	-16,4	4.138,5	3.386,5	4.209,0	6.816,7	-48,3	4.926,0	4.951,6	462,4
Variaciones de los saldos vivos														
2005	2.209,7	2.070,3	139,3	27,1	25,4	1,7	522,1	209,0	842,5	1.012,3	16,0	790,0	849,1	39,1
2006	1.545,8	1.845,7	-299,9	18,1	21,6	-3,5	362,6	285,1	484,6	892,2	0,6	692,3	668,4	5,7
2007	1.524,2	1.756,0	-231,9	16,9	19,5	-2,6	419,4	401,3	259,5	606,5	-5,2	829,1	748,1	21,4
2008	-593,3	-206,6	-386,6	-6,4	-2,2	-4,2	171,7	86,3	-867,7	-478,0	-10,2	85,9	185,1	27,0
2009 III	71,6	133,7	-62,1	3,2	6,0	-2,8	30,0	42,3	161,2	322,2	-2,3	-166,7	-230,8	49,3
2009 IV	306,0	175,8	130,2	13,1	7,5	5,6	96,4	41,4	149,2	190,0	11,8	17,1	-55,6	31,5
Operaciones														
2006	1.728,6	1.719,1	9,4	20,2	20,1	0,1	417,6	257,4	519,8	708,5	0,6	789,3	753,2	1,3
2007	1.946,6	1.935,9	10,7	21,6	21,5	0,1	476,5	402,9	438,5	589,9	63,7	962,8	943,1	5,1
2008	464,8	628,0	-163,2	5,0	6,8	-1,8	323,8	125,1	-10,2	333,9	62,5	85,3	169,0	3,4
2009	-164,6	-119,3	-45,4	-1,8	-1,3	-0,5	314,4	218,6	74,2	392,1	-39,9	-508,8	-729,9	-4,5
2009 III	20,8	8,1	12,6	0,9	0,4	0,6	62,0	38,2	45,6	123,7	4,5	-91,0	-153,8	-0,3
2009 IV	55,9	52,2	3,8	2,4	2,2	0,2	62,8	55,0	38,0	101,1	-5,8	-39,1	-103,9	0,1
2010 I	174,9	194,8	-19,9	7,9	8,8	-0,9	53,1	25,2	70,0	64,4	-4,8	51,9	105,2	4,7
2009 Nov	44,0	46,8	-2,8	.	.	.	16,7	9,3	19,5	13,3	0,1	9,1	24,2	-1,4
2009 Dic	-77,5	-85,6	8,1	.	.	.	15,3	17,9	-6,4	54,7	-4,1	-83,1	-158,2	0,8
2010 Ene	79,6	94,0	-14,5	.	.	.	5,8	2,6	30,9	30,2	-5,1	49,5	61,2	-1,5
2010 Feb	42,6	47,2	-4,5	.	.	.	14,4	15,0	9,0	16,5	0,1	15,5	15,7	3,6
2010 Mar	52,7	53,6	-0,9	.	.	.	33,0	7,6	30,1	17,7	0,2	-13,1	28,3	2,5
Otros flujos														
2005	851,4	749,6	101,7	10,5	9,2	1,2	163,7	56,5	426,3	487,7	-1,4	205,7	205,4	57,1
2006	-182,7	126,6	-309,3	-2,1	1,5	-3,6	-55,0	27,7	-35,2	183,7	0,0	-97,0	-84,8	4,4
2007	-422,5	-179,9	-242,5	-4,7	-2,0	-2,7	-57,1	-1,5	-179,0	16,6	-69,0	-133,6	-195,0	16,3
2008	-1.058,0	-834,6	-223,4	-11,4	-9,0	-2,4	-152,1	-38,8	-857,5	-811,8	-72,7	0,6	16,1	23,6
Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio														
2005	394,2	245,0	149,2	4,8	3,0	1,8	89,8	5,7	158,3	101,4	.	129,2	137,9	17,0
2006	-343,3	-228,5	-114,8	-4,0	-2,7	-1,3	-72,1	-4,2	-151,6	-101,1	.	-105,7	-123,2	-13,9
2007	-531,1	-291,5	-239,6	-5,9	-3,2	-2,7	-113,3	-5,9	-219,2	-106,0	.	-185,0	-179,6	-13,7
2008	-40,3	59,3	-99,6	-0,4	0,6	-1,1	-17,3	-0,2	1,8	42,0	.	-34,0	17,5	9,2
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2005	284,5	430,3	-145,8	3,5	5,3	-1,8	45,0	40,8	199,0	389,5	-1,4	.	.	41,9
2006	288,6	298,4	-9,8	3,4	3,5	-0,1	45,4	33,5	226,0	264,9	0,0	.	.	17,1
2007	82,4	124,7	-42,4	0,9	1,4	-0,5	46,5	12,5	75,0	112,2	-69,8	.	.	30,7
2008	-1.013,8	-1.102,1	88,3	-10,9	-11,9	1,0	-155,6	-138,4	-803,6	-963,7	-75,9	.	.	21,2
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2005	172,7	74,3	98,3	2,1	0,9	1,2	29,0	10,0	69,0	-3,1	.	76,5	67,4	-1,8
2006	-128,1	56,7	-184,7	-1,5	0,7	-2,2	-28,3	-1,6	-109,6	19,8	.	8,7	38,4	1,2
2007	30,7	-16,9	47,6	0,3	-0,2	0,5	5,0	-13,6	-33,0	12,4	.	59,5	-15,7	-0,8
2008	-20,9	191,6	-212,5	-0,2	2,1	-2,3	18,0	87,4	-56,9	102,2	.	25,4	2,0	-7,3
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2005	15,2	13,4	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,1	.	18,5	19,5	-5,9
2006	16,1	14,8	-	.	.	.	15,0	10,5	13,6	13,7	.	20,5	18,7	0,3
2007	15,7	14,3	-	.	.	.	15,1	14,7	10,0	9,8	.	21,2	20,0	1,6
2008	3,3	4,2	-	.	.	.	9,2	4,0	-0,5	5,3	.	1,6	3,2	1,0
2009 III	-4,0	-3,0	-	.	.	.	7,9	4,9	-3,0	4,4	.	-12,2	-14,9	-1,1
2009 IV	-1,2	-0,8	-	.	.	.	8,3	6,8	1,9	6,4	.	-9,3	-12,8	-1,2
2010 I	2,1	1,4	-	.	.	.	6,8	6,4	5,6	6,1	.	-3,5	-7,0	1,3

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

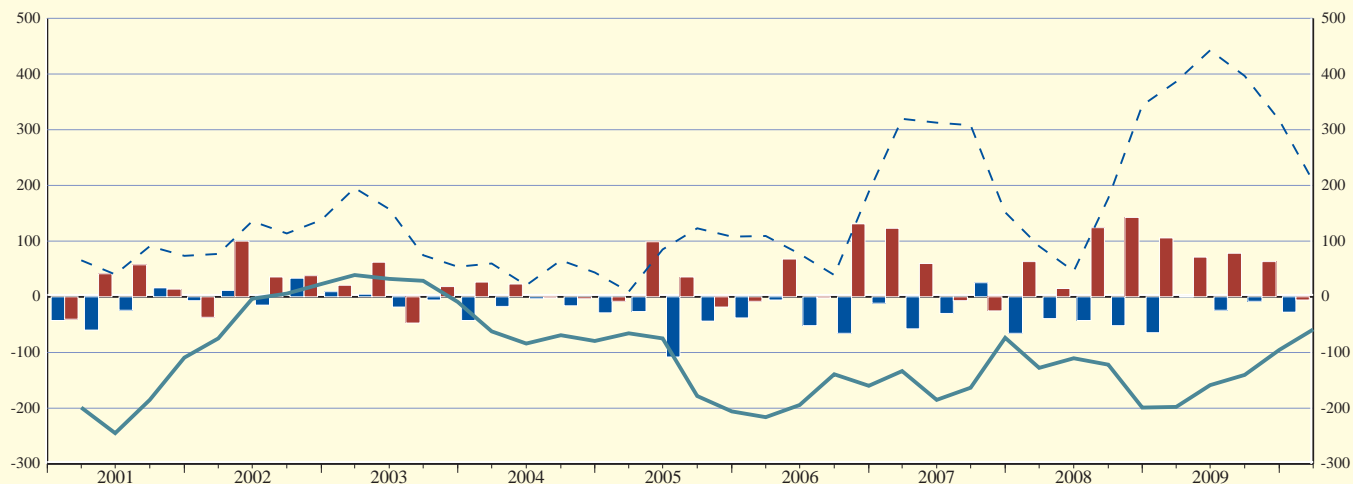
2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro							
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos		Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)		Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)				
		Total	IFM	No IFM	Total		IFM	No IFM	Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2007	3.572,8	2.886,7	240,8	2.645,9	686,1	6,4	679,7	3.130,7	2.401,0	69,5	2.331,5	729,8	15,4	714,4
2008	3.744,4	2.946,9	234,8	2.712,1	797,5	9,3	788,2	3.217,0	2.405,5	77,0	2.328,5	811,6	16,4	795,1
2009 III	4.042,1	3.158,3	259,6	2.898,7	883,8	10,4	873,4	3.345,1	2.517,5	74,7	2.442,8	827,6	15,2	812,4
IV	4.138,5	3.246,9	259,8	2.987,1	891,6	11,0	880,6	3.386,5	2.566,9	76,7	2.490,2	819,6	15,2	804,4
Operaciones														
2007	476,5	368,4	18,9	349,5	108,2	-0,1	108,3	402,9	305,4	5,4	300,1	97,4	1,4	96,0
2008	323,8	195,1	-4,8	199,9	128,7	-0,2	128,9	125,1	93,0	-1,3	94,3	32,1	1,6	30,4
2009	314,4	227,0	22,0	205,0	87,4	3,4	84,0	218,6	212,3	8,1	204,2	6,3	-0,6	6,9
2009 III	62,0	37,0	-1,6	38,7	24,9	0,3	24,6	38,2	35,4	2,4	33,0	2,8	-1,1	3,9
IV	62,8	64,4	-1,2	65,6	-1,6	1,7	-3,3	55,0	60,9	3,0	57,9	-5,9	0,1	-5,9
2010 I	53,1	28,0	5,7	22,3	25,1	0,2	24,8	25,2	15,4	0,3	15,1	9,9	0,5	9,4
2009 Nov	16,7	19,7	0,8	18,9	-3,0	0,2	-3,2	9,3	8,1	-0,9	9,0	1,2	-0,2	1,4
Dic	15,3	15,6	-1,5	17,1	-0,3	1,2	-1,5	17,9	25,4	4,9	20,5	-7,4	0,3	-7,8
2010 Ene	5,8	7,0	0,2	6,8	-1,3	0,0	-1,3	2,6	4,6	0,4	4,2	-2,0	-2,2	0,3
Feb	14,4	7,4	3,9	3,4	7,0	0,2	6,8	15,0	6,1	0,1	6,0	8,9	4,7	4,1
Mar	33,0	13,7	1,6	12,1	19,3	0,0	19,3	7,6	4,6	-0,2	4,9	3,0	-2,0	5,0
Tasas de crecimiento														
2007	15,1	14,4	8,3	15,0	18,5	-55,0	18,7	14,7	14,6	8,8	14,7	15,3	6,3	15,4
2008	9,2	6,8	-2,0	7,6	18,9	-2,0	19,1	4,0	3,9	-1,8	4,1	4,5	9,9	4,4
2009 III	7,9	6,3	8,5	6,1	14,2	13,8	14,2	4,9	7,2	7,1	7,2	-1,9	-5,0	-1,8
IV	8,3	7,6	9,4	7,5	10,9	37,0	10,6	6,8	8,9	11,3	8,8	0,8	-3,7	0,9
2010 I	6,8	6,6	3,9	6,9	7,6	28,0	7,3	6,4	7,7	10,1	7,6	2,5	-1,9	2,5

C33 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)

- Inversiones directas (operaciones trimestrales)
- Inversiones de cartera (operaciones trimestrales)
- Inversiones directas (operaciones acumuladas de 12 meses)
- - - Inversiones de cartera (operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

3. Inversiones de cartera: Activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
		Total	IFM	No IFM		Total	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario						
				Euro-sistema	AAPP		IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM				
								Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema	AAPP	
1	2	3	4	5	6	7	8			9	10					11	12	13	14	15	16
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2007	4.631,6	1.961,8	136,7	2,8	1.825,1	44,6	2.279,7	990,2	16,4	1.289,5	17,2	390,1	297,3	34,6	92,8	0,5
2008	3.763,9	1.162,7	68,4	3,0	1.094,3	27,3	2.179,1	970,9	19,9	1.208,2	18,4	422,1	353,3	61,6	68,8	1,3
2009 III	4.059,8	1.368,1	75,3	3,1	1.292,8	32,0	2.277,7	926,8	16,8	1.351,0	37,9	413,9	341,9	45,0	72,1	1,5
IV	4.209,0	1.482,0	78,2	3,1	1.403,9	34,4	2.344,9	924,3	17,2	1.420,6	37,0	382,0	324,4	44,9	57,7	2,0
Operaciones																
2007	438,5	64,7	26,7	0,0	38,0	8,2	290,5	148,0	4,9	142,4	3,3	83,3	63,3	26,3	20,0	0,8
2008	-10,2	-103,9	-38,4	0,6	-65,6	-0,2	96,7	44,1	3,2	52,6	2,6	-3,0	26,8	15,1	-29,8	0,4
2009	74,2	46,6	-2,9	-0,2	49,5	1,6	29,3	-103,3	-3,5	132,6	17,2	-1,8	5,4	-12,7	-7,2	1,0
2009 III	45,6	39,6	3,7	0,0	35,9	0,2	27,4	-7,0	-0,8	34,4	-1,4	-21,4	-10,1	-11,8	-11,2	-0,1
IV	38,0	35,8	-0,6	-0,2	36,3	0,4	25,1	-14,0	-0,5	39,1	-1,5	-22,9	-17,9	1,3	-5,0	0,8
2010 I	70,0	20,2	7,0	0,0	13,2	.	47,5	2,1	-0,2	45,4	.	2,3	-7,8	-1,4	10,1	.
2009 Nov	19,5	12,7	-2,2	-0,2	14,9	.	19,3	-0,4	-0,2	19,8	.	-12,5	-12,4	3,0	-0,1	.
Dic	-6,4	8,9	1,0	0,1	7,9	.	0,6	-5,6	0,3	6,2	.	-15,9	-11,4	-5,7	-4,4	.
2010 Ene	30,9	-2,9	-0,5	0,0	-2,4	.	14,5	0,4	0,3	14,1	.	19,3	9,8	4,8	9,5	.
Feb	9,0	3,8	1,3	0,0	2,5	.	5,5	-0,4	0,0	5,9	.	-0,3	-1,6	-0,3	1,3	.
Mar	30,1	19,3	6,2	0,0	13,1	.	27,5	2,1	-0,6	25,4	.	-16,6	-15,9	-5,9	-0,7	.
Tasa de crecimiento																
2007	10,0	3,3	22,3	-0,5	2,0	21,3	13,9	16,6	38,9	11,9	23,2	23,9	23,7	272,7	29,4	277,4
2008	-0,5	-6,2	-30,0	24,6	-4,5	-0,5	4,3	4,6	20,4	4,1	15,6	-0,6	9,1	41,9	-32,3	71,6
2009 III	-3,0	-3,0	-8,6	12,4	-2,6	0,5	-2,5	-10,6	-20,1	4,0	96,8	-6,7	-0,2	-30,8	-31,4	69,4
IV	1,9	3,4	-4,5	-7,2	3,9	5,8	1,2	-10,4	-17,7	10,8	93,2	-1,1	0,9	-22,0	-9,8	73,2
2010 I	5,6	8,3	13,6	-6,9	8,0	.	6,0	-5,5	-7,7	15,0	.	-5,6	-7,1	-23,9	3,4	.

4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones								
		Total	IFM	No IFM	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario				
					Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		
							AAPP	Euro-sistema			AAPP	Euro-sistema	
1	2	3	4	5	6	7			8	9			10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2007	6.556,5	3.272,5	594,6	2.677,9	3.041,1	1.143,5	1.897,6	1.118,5	243,0	141,5	101,5	76,1	
2008	6.078,6	2.168,7	640,7	1.528,0	3.466,5	1.263,8	2.202,8	1.357,1	443,3	108,9	334,4	272,9	
2009 III	6.626,7	2.577,5	717,6	1.859,9	3.502,3	1.170,8	2.331,5	1.454,7	546,8	70,4	476,4	420,2	
IV	6.816,7	2.719,4	710,9	2.008,5	3.527,3	1.186,7	2.340,6	1.444,7	570,1	99,4	470,7	414,2	
Operaciones													
2008	333,9	-107,1	94,8	-201,9	236,3	26,3	210,0	196,7	204,7	-20,1	224,8	194,6	
2009	392,1	139,8	6,4	133,4	134,2	-12,4	146,5	137,0	118,1	-2,5	120,6	148,0	
2009 III	123,7	89,5	11,7	77,7	-19,2	-9,1	-10,1	-8,7	53,5	10,0	43,5	59,2	
IV	101,1	50,4	-7,1	57,5	42,4	9,3	33,2	20,4	8,3	14,5	-6,2	-4,0	
2010 I	64,4	40,9	13,1	27,8	27,4	19,8	7,7	.	-3,9	5,5	-9,5	.	
2009 Nov	13,3	8,8	-3,6	12,4	4,8	-4,3	9,1	.	-0,2	-1,6	1,4	.	
Dic	54,7	57,2	-0,7	57,8	6,8	2,7	4,1	.	-9,3	21,9	-31,2	.	
2010 Ene	30,2	18,3	-0,3	18,6	2,1	25,6	-23,6	.	9,8	-4,3	14,1	.	
Feb	16,5	8,8	0,1	8,7	4,6	-13,1	17,7	.	3,1	7,5	-4,4	.	
Mar	17,7	13,8	13,4	0,5	20,8	7,3	13,5	.	-16,9	2,3	-19,2	.	
Tasa de crecimiento													
2007	9,8	5,5	4,4	5,8	13,3	15,5	12,1	13,9	29,6	55,3	10,1	32,0	
2008	5,3	-4,7	16,2	-9,8	7,8	2,3	11,1	17,6	81,5	-13,3	215,6	271,7	
2009 III	4,4	-0,1	4,6	-1,3	1,7	-5,6	6,0	11,6	59,5	-23,2	111,6	168,4	
IV	6,4	6,0	1,0	8,2	3,9	-1,0	6,6	10,1	26,6	3,2	35,7	54,9	
2010 I	6,1	8,0	2,9	10,0	2,5	1,6	3,0	.	22,9	35,7	21,6	.	

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos		
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2007	5.382,9	36,9	35,6	1,4	3.354,4	3.283,2	71,2	107,8	12,7	48,8	13,7	1.883,7	196,2	1.520,0	473,1
2008	5.468,8	28,8	27,7	1,0	3.280,7	3.221,6	59,1	101,0	12,1	40,9	7,2	2.058,3	186,1	1.647,7	461,7
2009 III	4.908,9	22,8	22,5	0,3	2.823,8	2.790,5	33,3	114,8	11,8	54,0	8,9	1.947,5	191,7	1.524,6	407,1
IV	4.926,0	29,7	29,4	0,3	2.842,1	2.811,5	30,6	122,0	11,8	60,5	10,0	1.932,2	190,1	1.492,2	381,2
Operaciones															
2007	962,8	22,0	22,0	0,0	546,7	539,5	7,2	-7,8	-1,4	-7,4	-5,5	401,9	14,1	344,9	54,9
2008	85,3	-9,4	-9,4	0,0	-48,4	-64,8	16,5	-7,0	-1,1	-7,2	-6,0	150,0	2,8	88,3	-41,1
2009	-508,8	-2,4	-2,4	0,0	-414,5	-394,0	-20,5	9,5	-0,3	7,9	1,1	-101,5	1,9	-105,7	-42,8
2009 III	-91,0	-6,7	-6,7	0,0	-83,6	-81,3	-2,3	0,0	-0,3	0,1	-4,0	-0,6	0,4	2,1	14,7
IV	-39,1	5,5	5,5	0,0	-4,4	-2,3	-2,1	6,6	0,0	6,2	1,1	-46,8	-0,6	-47,5	-41,7
2010 I	51,9	-7,1	.	.	58,4	.	.	-7,4	.	.	-3,7	8,0	.	.	1,8
2009 Nov	9,1	-0,1	.	.	17,1	.	.	3,6	.	.	1,5	-11,4	.	.	-13,6
Dic	-83,1	4,1	.	.	-35,6	.	.	3,4	.	.	0,1	-54,9	.	.	-21,6
2010 Ene	49,5	-5,1	.	.	67,7	.	.	-4,1	.	.	-2,9	-9,0	.	.	-5,5
Feb	15,5	-1,7	.	.	6,4	.	.	-1,1	.	.	0,8	12,0	.	.	8,8
Mar	-13,1	-0,3	.	.	-15,6	.	.	-2,2	.	.	-1,6	5,0	.	.	-1,5
Tasa de crecimiento															
2007	21,2	157,3	173,7	-1,7	18,6	18,8	11,3	-6,5	-9,8	-12,6	-28,6	27,2	7,5	29,6	13,9
2008	1,6	-26,2	-26,9	5,0	-1,4	-2,0	23,4	-6,5	-8,9	-14,7	-43,8	8,0	1,4	5,9	-8,9
2009 III	-12,2	-42,5	-43,9	4,1	-18,3	-18,4	-23,1	3,5	-4,7	7,8	-13,4	-1,6	-3,8	-1,6	0,6
IV	-9,3	-10,6	-11,7	0,2	-12,6	-12,2	-36,8	8,9	-2,4	16,2	16,1	-5,0	1,0	-6,6	-10,3
2010 I	-3,5	-4,9	.	.	-3,9	.	.	-3,9	.	.	-67,5	-2,8	.	.	-2,5

6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2007	5.468,6	201,7	201,4	0,2	3.935,1	3.872,6	62,5	52,3	0,0	46,9	5,4	1.279,5	156,9	1.009,7	112,8
2008	5.653,6	482,3	481,9	0,4	3.751,8	3.698,1	53,6	61,9	0,0	58,0	3,9	1.357,6	170,2	1.069,6	117,8
2009 III	5.007,2	264,3	263,8	0,6	3.450,3	3.413,6	36,8	59,5	0,0	56,2	3,3	1.233,1	179,4	943,5	110,2
IV	4.951,6	249,6	249,3	0,3	3.394,6	3.356,3	38,3	57,2	0,0	53,6	3,6	1.250,3	181,1	952,3	116,8
Operaciones															
2007	943,1	89,6	89,6	0,0	625,1	620,4	4,6	-1,0	0,0	-2,0	1,0	229,5	10,0	220,5	-1,1
2008	169,0	280,7	280,6	0,1	-178,9	-190,0	11,1	9,4	0,0	10,8	-1,4	57,8	10,9	47,3	-0,4
2009	-729,9	-231,7	-236,5	4,7	-354,3	-343,0	-11,3	-6,9	0,0	-6,7	-0,2	-137,1	0,9	-113,4	-24,5
2009 III	-153,8	-43,5	-43,7	0,3	-79,5	-80,1	0,6	0,7	0,0	1,2	-0,5	-31,5	1,0	-20,8	-11,7
IV	-103,9	-16,8	-16,5	-0,2	-81,1	-81,9	0,8	-3,9	0,0	-4,4	0,6	-2,1	1,0	4,3	-7,4
2010 I	105,2	-6,0	.	.	98,4	.	.	4,6	.	.	.	8,3	.	.	.
2009 Nov	24,2	-1,3	.	.	16,6	.	.	0,9	.	.	.	8,0	.	.	.
Dic	-158,2	-7,2	.	.	-104,5	.	.	-10,8	.	.	.	-35,7	.	.	.
2010 Ene	61,2	-7,5	.	.	70,5	.	.	-0,1	.	.	.	-1,7	.	.	.
Feb	15,7	3,2	.	.	32,6	.	.	4,7	.	.	.	-24,8	.	.	.
Mar	28,3	-1,8	.	.	-4,7	.	.	0,0	.	.	.	34,8	.	.	.
Tasa de crecimiento															
2007	20,0	68,1	68,2	-6,9	18,0	18,2	9,2	-1,8	27,4	-4,0	20,7	20,9	6,8	26,4	0,5
2008	3,2	141,3	141,4	20,8	-4,5	-4,9	17,8	18,1	-20,1	23,0	-25,1	4,5	6,8	4,6	-0,9
2009 III	-14,9	-27,7	-29,0	935,0	-16,3	-16,4	-13,9	11,8	234,7	13,2	-9,0	-8,0	-3,1	-8,8	-8,7
IV	-12,8	-47,9	-48,8	644,2	-9,4	-9,2	-20,3	-11,0	-148,2	-11,4	-6,3	-9,9	0,2	-10,5	-19,7
2010 I	-7,0	-38,7	.	.	-3,9	.	.	-1,9	.	.	.	-6,1	.	.	.

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

7. Activos de reserva

	Activos de reserva													Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Tenencias de DEG	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles								Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	Asignación de DEG
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																	
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5	5,6
2007	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,3	-38,5	5,3
2008	374,2	217,0	349,190	4,7	7,3	145,1	7,6	8,0	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,1	262,8	-245,7	5,5
2009 II	381,5	229,8	347,546	4,2	11,3	136,2	9,5	6,6	119,9	0,5	99,3	20,0	0,2	0,0	77,6	-65,6	5,4
2009 III	430,8	236,1	347,200	49,8	11,7	133,2	12,7	7,1	113,2	0,5	89,8	22,9	0,2	0,0	56,7	-42,4	50,9
2009 IV	462,4	266,0	347,163	50,8	10,0	135,5	12,3	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,5	51,2
2010 Mar	498,7	287,3	347,176	52,7	12,2	146,5	10,1	10,6	126,1	-	-	-	-0,3	0,0	28,8	-23,0	53,0
2010 Abr	521,6	307,5	347,173	53,0	12,3	148,8	9,7	12,0	127,3	-	-	-	-0,3	0,0	28,0	-22,1	53,4
Operaciones																	
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-	-
2008	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-
2009	-4,5	-2,0	-	0,8	2,7	-5,9	3,7	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2009 III	-0,3	-0,2	-	0,3	0,6	-1,0	2,3	0,3	-3,8	0,0	-7,0	3,2	0,2	0,0	-	-	-
2009 IV	0,1	0,0	-	1,0	-2,0	1,2	-0,5	0,5	1,1	0,0	1,5	-0,4	0,1	0,0	-	-	-
2010 I	4,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tasa de crecimiento																	
2006	0,3	-2,4	-	11,6	-49,0	7,7	-48,4	12,7	13,4	0,0	29,2	-15,3	-	-	-	-	-
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	14,9	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,6	105,3	1,7	67,7	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009 III	-1,1	-1,3	-	-2,9	200,8	-6,2	60,3	-70,1	-2,7	1,3	-8,9	34,6	-	-	-	-	-
2009 IV	-1,2	-0,9	-	-2,0	35,2	-4,0	47,5	-22,6	-7,3	1,0	-12,8	25,6	-	-	-	-	-
2010 I	1,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

8. Deuda externa bruta

	Total	Por instrumentos					Por sectores (excluidas inversiones directas)				
		Préstamos, efectivo y depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Bonos y obligaciones	Créditos comerciales	Otros pasivos en forma de deuda	Inversiones directas: préstamos entre empresas relacionadas	AAPP	Eurosistema	IFM (excluido Eurosistema)	Otros sectores
Saldos vivos (posición de inversión internacional)											
2006	8.683,9	4.425,5	217,5	2.697,9	144,1	150,8	1.048,0	1.115,2	116,3	4.586,8	1.817,5
2007	9.972,8	5.130,6	243,0	3.041,1	157,0	181,0	1.220,2	1.246,8	201,7	5.220,1	2.084,0
2008	10.941,3	5.307,6	443,3	3.466,5	170,2	175,8	1.377,8	1.692,0	482,3	5.124,4	2.264,7
2009 II	10.625,9	4.890,6	493,7	3.503,7	183,1	164,4	1.390,4	1.856,1	313,4	4.853,8	2.212,2
2009 III	10.461,0	4.677,0	546,8	3.502,3	179,4	150,8	1.404,6	1.934,4	264,3	4.691,5	2.166,1
2009 IV	10.457,9	4.611,5	570,1	3.527,3	181,1	159,0	1.408,9	1.916,1	249,6	4.680,6	2.202,6
Saldos vivos en % del PIB											
2006	101,5	51,7	2,5	31,5	1,7	1,8	12,2	13,0	1,4	53,6	21,2
2007	110,7	57,0	2,7	33,8	1,7	2,0	13,5	13,8	2,2	58,0	23,1
2008	118,2	57,4	4,8	37,5	1,8	1,9	14,9	18,3	5,2	55,4	24,5
2009 II	117,0	53,8	5,4	38,6	2,0	1,8	15,3	20,4	3,4	53,4	24,4
2009 III	116,1	51,9	6,1	38,9	2,0	1,7	15,6	21,5	2,9	52,1	24,0
2009 IV	116,7	51,4	6,4	39,3	2,0	1,8	15,7	21,4	2,8	52,2	24,6

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones durante el período)

9. Desagregación geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2008	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
Inversiones directas	527,4	-93,0	-2,1	-30,2	-293,9	233,6	-0,3	41,1	35,2	-9,5	126,2	-68,7	-7,1	-0,2	503,3
En el exterior	3.744,4	1.255,3	34,9	93,9	865,7	260,8	0,0	104,1	38,8	71,7	384,5	734,6	418,5	0,1	736,8
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.946,9	967,5	30,1	60,3	660,1	216,9	0,0	83,3	32,0	53,6	335,3	551,3	386,7	0,0	537,4
Otro capital	797,5	287,9	4,8	33,6	205,7	43,8	0,0	20,7	6,9	18,1	49,2	183,4	31,9	0,0	199,4
En la zona del euro	3.217,0	1.348,3	37,0	124,1	1.159,7	27,1	0,3	63,0	3,6	81,2	258,3	803,3	425,6	0,3	233,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.405,5	1.096,8	28,3	97,4	956,9	13,9	0,2	50,6	0,8	68,7	191,1	590,8	284,1	0,1	122,5
Otro capital	811,6	251,5	8,7	26,7	202,8	13,2	0,1	12,4	2,9	12,5	67,2	212,5	141,6	0,2	110,9
Inversiones de cartera	3.763,9	1.242,2	63,7	122,4	895,5	80,7	80,0	82,8	25,6	213,4	95,4	1.225,8	458,4	30,5	389,8
Acc. y participaciones	1.162,7	228,7	6,4	19,9	191,7	9,8	0,9	18,2	22,8	84,5	81,3	378,8	197,8	2,0	148,6
Valores distintos de acciones	2.601,3	1.013,6	57,3	102,5	703,7	71,0	79,1	64,6	2,9	128,8	14,1	847,0	260,6	28,5	241,3
Bonos y obligaciones	2.179,1	849,1	50,3	81,5	569,1	70,3	77,8	61,6	2,3	61,7	12,6	705,4	238,2	28,4	219,9
Instrum. mercado monetario	422,1	164,5	6,9	21,0	134,6	0,6	1,3	3,0	0,6	67,1	1,5	141,5	22,4	0,1	21,4
Otras inversiones	-184,8	-91,1	51,1	28,0	-110,4	108,8	-168,6	-6,2	-16,0	-10,2	-131,2	-286,3	-0,4	1,8	354,8
Activos	5.468,8	2.419,7	100,9	83,3	2.020,2	201,8	13,4	25,7	34,0	109,4	276,5	852,5	638,2	58,7	1.054,0
AAPP	101,0	15,0	0,7	0,4	3,6	0,7	9,7	0,0	1,8	0,2	0,1	3,4	1,4	40,1	39,1
IFM	3.309,5	1.731,1	83,9	58,3	1.419,1	167,9	1,9	16,8	14,5	79,0	164,5	418,9	367,7	18,2	498,8
Otros sectores	2.058,3	673,5	16,4	24,6	597,5	33,3	1,8	8,9	17,7	30,3	111,9	430,2	269,2	0,5	516,2
Pasivos	5.653,6	2.510,8	49,8	55,3	2.130,6	93,0	182,0	32,0	50,0	119,5	407,7	1.138,8	638,6	57,0	699,2
AAPP	61,9	32,5	0,0	0,1	2,5	0,0	29,7	0,0	0,0	0,6	0,5	7,0	0,3	17,7	3,3
IFM	4.234,1	1.907,6	38,9	33,5	1.664,9	70,0	100,2	24,4	32,1	91,2	328,7	751,1	535,1	36,8	527,2
Otros sectores	1.357,6	570,8	10,8	21,7	463,2	23,0	52,0	7,5	17,9	27,8	78,6	380,8	103,2	2,5	168,7
I 2009 a IV 2009	Operaciones acumuladas														
Inversiones directas	95,7	46,9	0,6	-2,2	37,0	11,5	0,0	-6,0	4,7	-1,9	3,9	-0,8	37,6	-0,2	11,6
En el exterior	314,4	90,7	2,2	10,8	70,4	7,2	0,0	5,5	4,9	-0,4	33,0	66,9	66,9	0,0	46,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	227,0	62,7	1,1	8,9	45,4	7,2	0,0	4,8	3,1	0,6	17,4	56,4	51,6	0,0	30,4
Otro capital	87,4	28,0	1,1	1,9	25,0	0,0	0,0	0,6	1,8	-1,0	15,5	10,6	15,3	0,0	16,6
En la zona del euro	218,6	43,8	1,7	13,0	33,4	-4,3	0,0	11,4	0,2	1,6	29,1	67,7	29,3	0,2	35,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	212,3	59,0	0,7	16,7	45,7	-4,1	0,0	12,3	0,3	2,3	15,7	81,4	21,5	0,2	19,6
Otro capital	6,3	-15,3	0,9	-3,8	-12,3	-0,1	0,0	-0,8	-0,1	-0,7	13,4	-13,7	7,9	0,0	15,7
Inversiones de cartera: Activos	74,2	56,4	14,4	19,9	-5,3	3,8	23,6	1,1	7,8	-28,2	4,9	14,0	-58,5	0,3	76,5
Acc. y participaciones	46,6	16,4	0,9	3,2	10,8	1,3	0,1	3,0	8,8	1,9	4,0	11,2	-30,9	0,0	32,2
Valores distintos de acciones	27,6	40,0	13,5	16,7	-16,1	2,4	23,4	-1,9	-1,0	-30,2	0,8	2,8	-27,6	0,2	44,3
Bonos y obligaciones	29,3	40,8	12,4	18,4	-11,4	1,5	19,9	-1,6	-0,7	-25,5	-1,3	-9,3	-20,8	-0,2	47,9
Instrum. mercado monetario	-1,8	-0,8	1,1	-1,7	-4,7	0,9	3,5	-0,3	-0,3	-4,7	2,1	12,1	-6,8	0,4	-3,6
Otras inversiones	221,2	-11,0	-6,3	-4,1	4,5	-10,8	5,8	4,0	1,0	29,8	25,5	200,5	21,1	11,3	-61,0
Activos	-508,8	-160,6	3,6	0,3	-159,7	-7,4	2,6	-0,5	-1,7	-14,2	-72,7	-144,5	-29,0	-0,3	-85,2
AAPP	9,5	7,4	-0,5	4,7	2,3	0,0	0,8	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	1,2	1,2
IFM	-416,8	-193,6	5,6	-4,4	-186,1	-8,3	-0,3	-1,6	-4,0	-10,8	-49,9	-66,9	-15,2	-1,5	-73,1
Otros sectores	-101,5	25,6	-1,5	0,0	24,1	1,0	2,1	1,1	2,4	-3,3	-22,8	-77,7	-13,5	0,0	-13,3
Pasivos	-729,9	-149,6	9,9	4,4	-164,2	3,5	-3,2	-4,5	-2,7	-44,0	-98,2	-345,0	-50,0	-11,6	-24,3
AAPP	-6,9	-4,3	0,0	0,0	0,6	0,0	-5,0	0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	-2,0	0,3
IFM	-586,0	-127,7	11,4	4,8	-142,3	2,7	-4,2	-3,8	-3,1	-45,0	-98,6	-234,1	-55,0	-9,5	-9,3
Otros sectores	-137,1	-17,6	-1,5	-0,4	-22,5	0,8	6,0	-0,8	0,3	1,2	0,7	-110,5	5,0	-0,1	-15,3

Fuente: BCE.

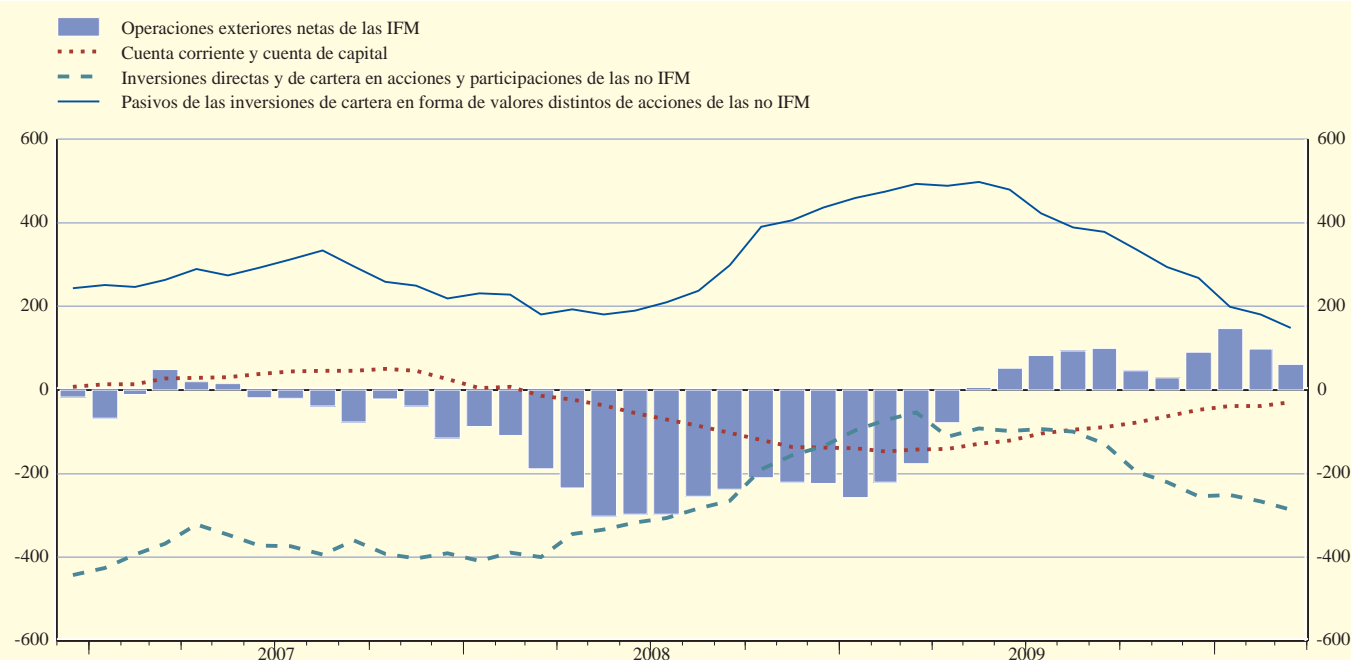
7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: Rúbricas que reflejan las operaciones netas de las IFM											Derivados financieros	Errores y omisiones	
	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de las no IFM								Activos			Pasivos
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones					
	Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos						
			Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2007	-114,3	25,6	-459,4	395,0	-38,8	-162,6	144,5	218,4	-394,3	228,5	-64,0	-7,4		
2008	-224,1	-137,0	-329,3	124,5	65,5	-22,4	-202,2	435,4	-143,8	67,7	-62,4	-20,2		
2009	90,4	-47,8	-289,0	211,1	-49,5	-125,4	133,4	267,1	92,0	-143,9	39,9	2,4		
2009 I	-38,4	-35,8	-83,6	36,5	32,5	4,9	-48,1	116,5	-13,3	-48,8	15,8	-15,1		
II	77,9	-19,8	-79,7	85,7	-9,7	-73,1	46,3	90,2	64,5	-58,3	22,9	8,9		
III	3,5	-2,2	-63,3	36,9	-35,9	-23,2	77,7	33,4	0,7	-30,9	-4,5	14,8		
IV	47,4	9,9	-62,3	52,0	-36,3	-34,1	57,5	27,0	40,2	-6,0	5,8	-6,2		
2010 I	-68,2	-16,9	-47,1	24,5	-13,2	-55,5	27,8	-1,8	-0,6	12,8	4,8	-3,0		
2009 Mar	3,6	-7,2	-37,5	15,3	11,8	10,0	-12,0	25,6	-13,9	9,5	5,6	-3,6		
Abr	18,1	-8,2	-58,8	72,8	5,3	-45,9	-26,0	42,3	-7,5	41,0	13,0	-9,9		
May	6,3	-13,5	-5,3	20,6	-1,9	-33,9	26,5	29,9	83,7	-113,4	9,4	4,1		
Jun	53,6	1,8	-15,7	-7,6	-13,1	6,7	45,8	18,0	-11,8	14,1	0,5	14,8		
Jul	0,6	9,0	-10,8	18,9	-16,5	-21,2	35,3	-33,5	2,2	0,3	6,4	10,4		
Ago	20,4	-5,5	-13,9	17,1	-12,1	-22,1	48,3	5,1	9,4	-12,2	-9,8	16,3		
Sep	-17,5	-5,6	-38,6	0,9	-7,3	20,1	-5,9	61,8	-10,9	-18,9	-1,1	-11,9		
Oct	15,0	0,0	-31,0	28,9	-13,5	-12,7	-12,7	43,5	-19,2	31,5	1,8	-1,5		
Nov	-3,1	-1,0	-15,7	10,4	-14,9	-19,7	12,4	10,5	7,8	8,9	-0,1	-1,8		
Dic	35,5	10,9	-15,6	12,7	-7,9	-1,8	57,8	-27,1	51,6	-46,4	4,1	-2,8		
2010 Ene	-11,1	-13,0	-5,5	4,5	2,4	-23,5	18,6	-9,4	13,1	-1,8	5,1	-1,5		
Feb	-23,4	-5,3	-10,2	10,1	-2,5	-7,3	8,7	13,3	-10,9	-20,1	-0,1	0,7		
Mar	-33,7	1,4	-31,4	9,8	-13,1	-24,7	0,5	-5,7	-2,8	34,8	-0,2	-2,3		
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2010 Mar	60,6	-28,9	-252,5	199,1	-95,1	-185,9	209,3	148,8	104,7	-82,3	29,0	14,5		

C34 Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM ¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, veáanse las Notas Generales.

7.5 Comercio exterior de bienes

1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos ¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)				Importaciones (c.i.f.)							
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total				Pro memoria: Manufacturas	Total				Pro memoria:		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	8		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2008	3,9	8,1	1.561,6	771,0	338,0	414,1	1.304,5	1.611,6	1.019,2	233,1	333,9	1.021,8	293,6	
2009	-18,1	-22,1	1.275,6	625,5	261,6	352,9	1.061,7	1.258,3	725,6	191,7	313,0	838,0	174,5	
2009 II	-22,9	-26,9	310,3	153,4	63,7	85,2	258,3	304,5	173,0	47,4	77,4	204,4	41,7	
III	-19,5	-25,7	319,1	157,2	64,6	88,6	266,3	313,3	179,8	47,5	78,6	207,3	47,6	
IV	-8,6	-14,5	330,2	163,1	67,2	92,5	275,8	320,5	189,3	47,2	77,8	211,3	49,2	
2010 I	12,6	9,2	353,2	.	.	.	291,2	347,6	.	.	.	229,5	.	
2009 Oct	-17,1	-22,3	108,2	53,9	22,4	29,7	91,5	104,8	61,7	15,2	25,7	69,6	15,9	
Nov	-6,0	-13,8	109,8	53,8	21,3	31,9	90,5	106,2	63,4	15,8	25,7	69,9	16,7	
Dic	-0,7	-5,4	112,2	55,3	23,4	30,9	93,8	109,5	64,3	16,3	26,4	71,8	16,6	
2010 Ene	4,2	1,0	112,3	56,4	20,3	31,4	92,0	110,7	66,5	16,2	26,7	73,8	17,3	
Feb	9,9	6,2	116,1	57,6	22,3	32,1	94,4	112,6	67,6	16,1	26,1	74,0	15,9	
Mar	22,2	19,9	124,8	.	.	.	104,8	124,2	.	.	.	81,6	.	
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2008	1,4	0,1	143,4	136,7	154,2	147,0	142,3	127,0	119,2	140,4	144,4	133,3	108,1	
2009	-16,7	-14,6	119,2	114,7	117,6	128,2	115,6	108,7	101,2	114,7	135,0	110,3	97,1	
2009 II	-21,6	-19,3	116,6	113,4	115,0	124,0	112,8	106,0	97,5	111,4	133,8	107,2	97,7	
III	-17,4	-15,9	119,2	115,4	115,9	128,2	116,1	107,1	99,7	115,3	135,5	109,9	95,3	
IV	-6,0	-7,8	123,7	119,8	121,3	134,8	120,9	110,7	104,1	116,5	137,6	114,0	95,5	
2010 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2009 Oct	-14,3	-13,9	122,1	119,6	121,8	129,6	120,7	109,5	104,0	112,5	136,9	113,0	96,5	
Nov	-3,1	-6,2	123,7	118,2	116,1	141,2	119,2	110,5	103,9	117,4	136,5	113,3	95,4	
Dic	1,2	-2,4	125,4	121,7	126,0	133,7	122,9	112,2	104,5	119,6	139,4	115,6	94,6	
2010 Ene	3,7	-3,2	124,4	121,6	110,5	133,9	119,5	110,9	103,5	116,2	136,7	116,4	94,7	
Feb	9,1	1,4	127,5	123,7	120,3	134,3	121,8	111,6	103,2	114,2	134,8	116,5	86,6	
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Precios ²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (f.o.b.) ³⁾							Precios industriales de importación (c.i.f.)						
	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moría: Ind. manufac- turera	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moría: Ind. manufac- turera		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total	100,0	100,0	32,2	46,3	17,7	3,8	99,4	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
2008	103,5	1,6	1,5	-0,4	2,4	25,2	1,5	112,7	6,5	0,2	-3,4	2,4	28,2	0,8
2009	100,9	-2,5	-4,1	0,6	0,5	-26,5	-2,5	102,2	-9,4	-5,8	-0,8	0,2	-26,5	-3,8
2009 III	100,9	-4,0	-6,2	0,7	0,4	-34,0	-3,8	102,3	-13,0	-7,8	-1,0	-0,3	-33,8	-5,2
IV	100,6	-2,0	-5,2	-1,1	-0,5	6,8	-1,9	103,4	-3,3	-4,9	-2,1	-2,9	-2,9	-3,2
2010 I	102,5	1,3	-0,3	-0,2	0,6	37,8	1,4	107,6	6,1	2,5	-1,1	-0,9	26,7	1,5
2009 Nov	100,7	-2,2	-5,4	-1,6	-0,7	10,6	-2,0	103,4	-3,5	-5,5	-2,4	-3,6	-2,3	-3,6
Dic	100,6	-0,2	-3,7	-0,6	0,3	33,1	-0,1	103,9	1,9	-2,0	-1,7	-2,0	15,1	-1,0
2010 Ene	101,8	0,4	-1,7	-0,7	0,4	32,2	0,5	106,1	4,6	0,5	-1,4	-1,3	22,9	0,4
Feb	102,6	1,2	-0,4	-0,1	0,4	36,5	1,3	107,3	5,6	2,0	-1,1	-1,2	25,3	1,1
Mar	103,3	2,3	1,3	0,3	1,1	44,4	2,4	109,3	8,1	5,0	-0,8	-0,3	31,7	2,9
Abr	104,4	3,6	3,7	0,3	1,6	47,5	3,7	111,7	11,1	8,5	-0,1	0,5	40,4	4,6

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en la sección 5.1 del cuadro 3, debido a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las operaciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2008	1.561,6	35,1	53,9	220,4	233,7	78,6	86,7	42,7	186,9	309,4	65,7	33,7	100,1	68,1	145,8
2009	1.275,6	27,5	41,1	174,6	177,0	49,4	78,7	34,4	152,1	282,4	68,0	28,7	91,6	53,9	113,1
2008 IV	362,5	8,0	11,5	48,5	52,3	18,0	21,1	8,4	44,2	74,1	15,8	8,1	24,9	17,2	34,0
2009 I	316,1	7,3	9,9	42,6	43,6	12,6	20,2	7,7	39,3	66,5	15,2	7,1	23,4	13,0	29,8
II	310,3	6,7	9,8	42,7	42,9	12,1	19,1	8,3	38,3	69,6	16,8	7,1	22,6	12,4	25,7
III	319,1	6,8	10,5	44,5	44,8	12,1	19,3	9,0	36,4	71,0	17,4	7,2	22,4	14,0	28,0
IV	330,2	6,7	10,8	44,7	45,6	12,6	20,1	9,3	38,1	75,2	18,6	7,4	23,1	14,4	29,5
2010 I	353,2	.	.	.	.	13,2	21,3	10,8	41,6	81,3	22,2	8,0	24,8	16,7	.
2009 Oct	108,2	2,2	3,6	15,1	15,3	4,1	6,5	3,0	12,5	24,6	6,1	2,4	7,6	4,7	9,1
Nov	109,8	2,2	3,5	14,4	15,0	4,2	6,9	3,1	12,8	24,6	6,3	2,4	7,7	4,8	10,5
Dic	112,2	2,2	3,6	15,3	15,3	4,2	6,7	3,2	12,9	26,1	6,2	2,6	7,8	4,9	9,9
2010 Ene	112,3	2,2	3,7	15,2	15,2	4,2	7,0	3,4	12,8	25,7	7,0	2,6	7,9	4,8	10,2
Feb	116,1	2,2	3,8	14,9	15,5	4,4	6,9	3,6	12,8	26,7	7,4	2,7	8,3	5,8	11,3
Mar	124,8	.	.	.	.	4,6	7,4	3,8	16,0	28,9	7,9	2,8	8,6	6,1	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2009	100,0	2,2	3,2	13,7	13,9	3,9	6,2	2,7	11,9	22,1	5,3	2,3	7,2	4,2	8,9
Importaciones (c.i.f.)															
2008	1.611,6	30,7	52,1	164,7	184,9	122,0	70,0	32,4	135,8	480,5	185,0	57,4	141,2	81,7	115,5
2009	1.258,3	26,4	37,7	125,6	162,1	81,4	64,9	26,3	116,0	376,7	159,0	42,9	93,6	59,1	88,5
2008 IV	373,4	7,3	11,4	36,6	43,0	24,8	17,4	7,1	33,2	114,0	47,4	13,3	30,9	20,2	27,5
2009 I	319,9	6,9	9,5	31,3	38,8	17,8	16,7	6,6	31,8	97,1	41,4	11,5	23,8	14,7	25,0
II	304,5	6,5	8,9	30,6	39,3	18,1	16,1	6,3	30,3	92,2	39,4	10,1	22,9	14,2	19,1
III	313,3	6,7	9,7	31,6	41,1	21,8	16,1	6,6	26,1	93,3	38,9	10,7	22,7	14,8	22,8
IV	320,5	6,4	9,6	32,0	42,9	23,7	16,0	6,8	27,8	94,1	39,2	10,6	24,3	15,4	21,6
2010 I	347,6	.	.	.	.	24,3	16,9	7,3	28,3	108,5	46,1	11,6	26,6	16,3	.
2009 Oct	104,8	2,2	3,1	10,8	14,3	7,8	5,2	2,3	9,1	31,0	12,7	3,5	7,3	4,9	6,7
Nov	106,2	2,1	3,1	10,2	14,0	7,9	5,3	2,3	9,3	31,2	12,9	3,6	8,5	5,2	7,0
Dic	109,5	2,1	3,4	11,0	14,5	7,9	5,5	2,2	9,4	31,9	13,6	3,5	8,5	5,3	7,8
2010 Ene	110,7	2,0	3,2	11,2	14,4	8,2	5,5	2,4	9,5	34,0	13,3	3,8	8,2	5,2	6,8
Feb	112,6	2,0	3,3	11,4	14,8	7,2	5,6	2,4	9,2	34,2	14,2	3,6	8,8	5,4	8,3
Mar	124,2	.	.	.	.	8,9	5,7	2,5	9,6	40,3	18,6	4,2	9,6	5,8	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2009	100,0	2,1	3,0	10,0	12,9	6,5	5,2	2,1	9,2	29,9	12,6	3,4	7,4	4,7	7,0
Saldo															
2008	-49,9	4,4	1,8	55,7	48,8	-43,5	16,8	10,4	51,1	-171,1	-119,3	-23,6	-41,1	-13,6	30,3
2009	17,4	1,0	3,4	49,0	14,9	-32,0	13,8	8,1	36,1	-94,4	-90,9	-14,2	-2,0	-5,2	24,6
2008 IV	-10,9	0,7	0,0	12,0	9,4	-6,9	3,7	1,3	11,0	-39,9	-31,6	-5,2	-6,0	-2,9	6,5
2009 I	-3,9	0,4	0,5	11,3	4,8	-5,2	3,5	1,2	7,5	-30,6	-26,2	-4,4	-0,4	-1,6	4,8
II	5,8	0,2	0,9	12,1	3,6	-6,0	3,0	2,0	7,9	-22,6	-22,6	-3,1	-0,2	-1,7	6,6
III	5,8	0,1	0,8	12,9	3,8	-9,7	3,2	2,5	10,3	-22,2	-21,5	-3,6	-0,2	-0,8	5,2
IV	9,7	0,3	1,2	12,7	2,8	-11,1	4,1	2,5	10,3	-18,9	-20,6	-3,2	-1,2	-1,0	8,0
2010 I	5,6	.	.	.	.	-11,1	4,4	3,5	13,3	-27,2	-23,9	-3,6	-1,8	0,4	.
2009 Oct	3,4	0,0	0,5	4,2	1,0	-3,7	1,2	0,7	3,4	-6,4	-6,6	-1,1	0,3	-0,2	2,4
Nov	3,6	0,1	0,4	4,1	1,0	-3,7	1,6	0,9	3,5	-6,6	-6,6	-1,2	-0,8	-0,4	3,5
Dic	2,7	0,2	0,3	4,3	0,8	-3,7	1,2	1,0	3,4	-5,8	-7,4	-0,9	-0,7	-0,4	2,1
2010 Ene	1,6	0,2	0,5	4,0	0,8	-4,0	1,5	1,0	3,3	-8,3	-6,3	-1,2	-0,3	-0,4	3,3
Feb	3,4	0,2	0,5	3,5	0,7	-2,9	1,2	1,2	3,6	-7,5	-6,8	-1,0	-0,5	0,5	3,0
Mar	0,6	.	.	.	.	-4,3	1,7	1,3	6,4	-11,4	-10,8	-1,4	-1,0	0,4	.

Fuente: Eurostat.

8.1 Tipos de cambio efectivos ¹⁾

(medias del período; índice: 1999 I = 100)

	TCE-21						TCE-41		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2007	106,3	106,8	105,2	102,7	106,9	101,0	113,0	104,2	
2008	110,5	110,1	107,4	105,7	112,8	104,7	118,0	107,0	
2009	111,7	110,6	105,9	106,9	119,0	106,6	120,6	107,8	
2009 I	109,9	109,2	104,7	105,2	116,9	105,1	119,0	106,9	
II	111,1	110,2	105,3	106,5	119,9	106,4	119,8	107,4	
III	112,1	110,9	106,2	107,4	119,0	106,6	121,0	108,1	
IV	113,8	112,2	107,3	108,6	120,2	108,1	122,5	108,8	
2010 I	108,7	106,9	102,2	.	.	.	116,9	103,2	
2009 May	110,8	109,9	105,2	-	-	-	119,5	107,1	
Jun	112,0	111,2	106,2	-	-	-	120,7	108,3	
Jul	111,6	110,5	105,8	-	-	-	120,5	107,7	
Ago	111,7	110,6	106,0	-	-	-	120,6	107,8	
Sep	112,9	111,6	106,9	-	-	-	122,0	108,7	
Oct	114,3	112,8	108,2	-	-	-	123,0	109,5	
Nov	114,0	112,5	107,6	-	-	-	122,9	109,2	
Dic	113,0	111,2	106,2	-	-	-	121,7	107,8	
2010 Ene	110,8	108,9	104,0	-	-	-	119,1	105,3	
Feb	108,0	106,1	101,6	-	-	-	116,2	102,5	
Mar	107,4	105,7	101,1	-	-	-	115,2	101,8	
Abr	106,1	104,4	100,1	-	-	-	113,5	100,2	
May	102,8	101,2	97,2	-	-	-	109,9	97,0	
	% variación sobre el mes anterior								
2010 May	-3,1	-3,1	-2,9	-	-	-	-3,2	-3,2	
	% variación sobre el año anterior								
2010 May	-7,2	-8,0	-7,6	-	-	-	-8,0	-9,5	

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: 1999 I = 100)

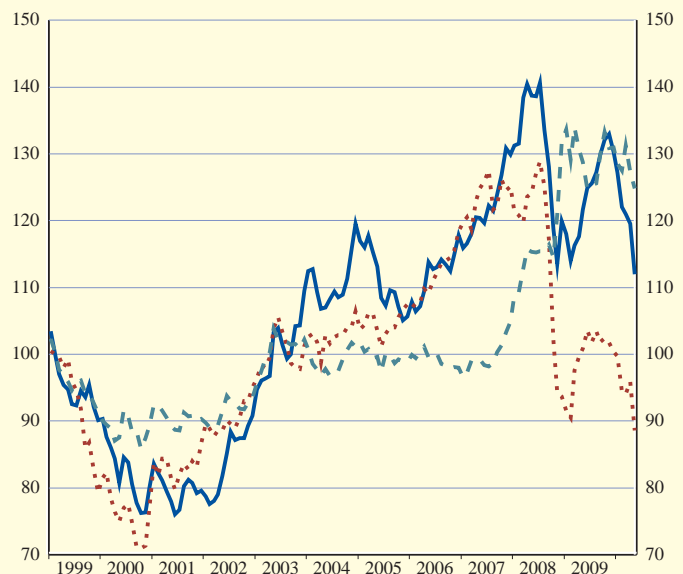
- TCE-21 nominal
- TCE-21 real deflactado por el IPC



C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: 1999 I = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Won sur-coreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1.606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2009	7,4462	10,6191	0,89094	1,3948	130,34	1,5100	1.772,90	10,8114	2,0241	1,5850	8,7278	1,7727
2009 III	7,4442	10,4241	0,87161	1,4303	133,82	1,5195	1.772,14	11,0854	2,0570	1,5704	8,7397	1,7169
IV	7,4424	10,3509	0,90483	1,4779	132,69	1,5088	1.725,91	11,4555	2,0604	1,5604	8,3932	1,6250
2010 I	7,4426	9,9464	0,88760	1,3829	125,48	1,4632	1.581,41	10,7364	1,9395	1,4383	8,1020	1,5293
2009 Nov	7,4415	10,3331	0,89892	1,4914	132,97	1,5105	1.735,17	11,5588	2,0711	1,5805	8,4143	1,6223
Dic	7,4419	10,4085	0,89972	1,4614	131,21	1,5021	1.703,03	11,3296	2,0392	1,5397	8,4066	1,6185
2010 Ene	7,4424	10,1939	0,88305	1,4272	130,34	1,4765	1.624,76	11,0783	1,9930	1,4879	8,1817	1,5624
Feb	7,4440	9,9505	0,87604	1,3686	123,46	1,4671	1.582,70	10,6305	1,9326	1,4454	8,0971	1,5434
Mar	7,4416	9,7277	0,90160	1,3569	123,03	1,4482	1.542,59	10,5313	1,8990	1,3889	8,0369	1,4882
Abr	7,4428	9,6617	0,87456	1,3406	125,33	1,4337	1.494,53	10,4065	1,8505	1,3467	7,9323	1,4463
May	7,4413	9,6641	0,85714	1,2565	115,83	1,4181	1.465,81	9,7843	1,7503	1,3060	7,8907	1,4436
	% variación sobre el mes anterior											
2010 May	0,0	0,0	-2,0	-6,3	-7,6	-1,1	-1,9	-6,0	-5,4	-3,0	-0,5	-0,2
	% variación sobre el año anterior											
2010 May	-0,1	-8,7	-3,1	-7,9	-12,1	-6,2	-14,3	-7,5	-12,2	-16,9	-10,3	-19,0
	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca		
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865		
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064		
2009	26,435	15,6466	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	1,9558	4,2399	7,3400	2,1631		
2009 III	25,597	15,6466	0,7019	3,4528	271,35	4,1978	1,9558	4,2263	7,3232	2,1444		
IV	25,923	15,6466	0,7084	3,4528	270,88	4,1745	1,9558	4,2680	7,2756	2,2029		
2010 I	25,868	15,6466	0,7087	3,4528	268,52	3,9869	1,9558	4,1135	7,2849	2,0866		
2009 Nov	25,812	15,6466	0,7088	3,4528	270,92	4,1646	1,9558	4,2896	7,2952	2,2262		
Dic	26,089	15,6466	0,7077	3,4528	273,22	4,1439	1,9558	4,2284	7,2907	2,2013		
2010 Ene	26,133	15,6466	0,7088	3,4528	269,43	4,0703	1,9558	4,1383	7,2938	2,1028		
Feb	25,979	15,6466	0,7090	3,4528	271,21	4,0144	1,9558	4,1196	7,3029	2,0756		
Mar	25,541	15,6466	0,7083	3,4528	265,40	3,8906	1,9558	4,0866	7,2616	2,0821		
Abr	25,308	15,6466	0,7076	3,4528	265,53	3,8782	1,9558	4,1306	7,2594	1,9983		
May	25,663	15,6466	0,7075	3,4528	276,78	4,0567	1,9558	4,1767	7,2630	1,9459		
	% variación sobre el mes anterior											
2010 May	1,4	0,0	0,0	0,0	4,2	4,6	0,0	1,1	0,0	-2,6		
	% variación sobre el año anterior											
2010 May	-4,0	0,0	-0,2	0,0	-1,8	-8,0	0,0	0,2	-1,2	-8,4		
	Real brasileño ¹⁾	Yuan renminbi chino	Corona islandesa ²⁾	Rupia india ³⁾	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano ¹⁾	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2007	2,6633	10,4178	87,63	56,4186	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,6143	14.165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2009	2,7674	9,5277	-	67,3611	14.443,74	4,9079	18,7989	2,2121	66,338	44,1376	11,6737	47,804
2009 III	2,6699	9,7702	-	69,1909	14.285,93	5,0333	18,9695	2,1232	68,815	44,7703	11,1618	48,575
IV	2,5703	10,0905	-	68,9088	13.999,42	5,0275	19,3003	2,0297	69,080	43,5740	11,0757	49,221
2010 I	2,4917	9,4417	-	63,4796	12.809,32	4,6590	17,6555	1,9510	63,593	41,2697	10,3852	45,472
2009 Nov	2,5777	10,1827	-	69,4421	14.115,45	5,0553	19,5478	2,0450	70,165	43,1835	11,2134	49,634
Dic	2,5566	9,9777	-	68,0924	13.830,84	4,9859	18,7787	2,0383	67,706	43,9019	10,9261	48,544
2010 Ene	2,5383	9,7436	-	65,5361	13.263,60	4,8170	18,2820	1,9646	65,702	42,5749	10,6492	47,150
Feb	2,5237	9,3462	-	63,4291	12.786,05	4,6743	17,7154	1,9615	63,317	41,2845	10,4964	45,360
Mar	2,4233	9,2623	-	61,7352	12.434,53	4,5083	17,0587	1,9301	61,999	40,1219	10,0589	44,111
Abr	2,3550	9,1505	-	59,6203	12.101,70	4,2935	16,3957	1,8814	59,788	39,1335	9,8658	43,279
May	2,2750	8,5794	-	57,6166	11.517,01	4,0874	15,9856	1,8010	57,315	38,2707	9,6117	40,714
	% variación sobre el mes anterior											
2010 May	-3,4	-6,2	-	-3,4	-4,8	-4,8	-2,5	-4,3	-4,1	-2,2	-2,6	-5,9
	% variación sobre el año anterior											
2010 May	-19,4	-7,9	-	-12,9	-18,5	-14,9	-11,2	-20,5	-11,3	-12,2	-16,0	-13,8

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 2008, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.
- El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.
- Desde el 1 de enero de 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de esta moneda. Los datos anteriores son indicativos.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
IAPC											
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
2009	2,5	0,6	1,1	0,2	3,3	4,2	4,0	4,0	5,6	1,9	2,2
2009 IV	0,9	0,0	0,9	-2,0	-1,3	1,2	4,9	3,8	4,5	2,3	2,1
2010 I	1,9	0,4	1,9	0,0	-3,9	-0,4	5,8	3,4	4,6	2,7	3,3
2010 Mar	2,4	0,4	2,1	1,4	-4,0	-0,4	5,7	2,9	4,2	2,5	3,4
Abr	3,0	0,9	2,4	2,5	-2,8	0,2	5,7	2,7	4,2	2,1	3,7
May	.	1,0	.	.	.	0,5	.	.	.	.	.
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB											
2007	0,1	-0,7	4,8	2,6	-0,3	-1,0	-5,0	-1,9	-2,5	3,8	-2,8
2008	1,8	-2,7	3,4	-2,7	-4,1	-3,3	-3,8	-3,7	-5,4	2,5	-4,9
2009	-3,9	-5,9	-2,7	-1,7	-9,0	-8,9	-4,0	-7,1	-8,3	-0,5	-11,5
Deuda bruta de las AA PP en porcentaje del PIB											
2007	18,2	29,0	27,4	3,8	9,0	16,9	65,9	45,0	12,6	40,8	44,7
2008	14,1	30,0	34,2	4,6	19,5	15,6	72,9	47,2	13,3	38,3	52,0
2009	14,8	35,4	41,6	7,2	36,1	29,3	78,3	51,0	23,7	42,3	68,1
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período											
2009 Nov	6,53	4,19	3,62	-	13,75	14,50	7,37	6,14	8,24	3,27	3,46
Dic	6,61	3,98	3,53	-	13,75	9,10	7,69	6,22	8,66	3,24	3,60
2010 Ene	6,65	4,28	3,57	-	13,76	8,15	7,62	6,13	9,05	3,37	4,01
Feb	6,05	4,33	3,50	-	13,62	7,15	7,69	6,09	7,92	3,28	4,02
Mar	5,82	4,02	3,40	-	10,54	5,15	7,16	5,72	7,11	3,20	3,98
Abr	5,94	3,84	3,34	-	10,13	5,15	6,57	5,57	6,97	3,14	3,96
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período											
2009 Nov	4,80	1,80	1,56	4,54	11,87	5,39	7,56	4,19	10,19	0,48	0,61
Dic	4,71	1,64	1,55	3,28	8,39	4,54	7,47	4,23	10,18	0,48	0,61
2010 Ene	4,44	1,55	1,46	2,74	4,77	3,07	6,78	4,24	8,56	0,48	0,61
Feb	4,27	1,52	1,39	2,12	3,16	2,24	6,59	4,17	6,93	0,48	0,63
Mar	4,21	1,43	1,37	1,86	2,33	1,87	6,65	4,13	6,01	0,49	0,65
Abr	4,21	1,42	1,28	1,79	2,14	1,57	6,14	3,69	4,99	0,52	0,66
PIB real											
2008	6,0	2,5	-0,9	-3,6	-4,6	2,8	0,6	5,1	7,3	-0,4	0,5
2009	-5,0	-4,1	-4,9	-14,1	-18,0	-14,8	-6,3	1,8	-7,1	-5,1	-4,9
2009 III	-5,4	-4,4	-5,4	-15,6	-19,2	-14,7	-6,8	1,4	-7,1	-5,8	-5,3
IV	-5,9	-3,2	-3,0	-9,5	-17,1	-12,5	-4,6	2,8	-6,5	-1,5	-3,1
2010 I	.	1,1	-0,6	-2,0	.	-2,6	-0,9	2,8	-2,6	2,9	-0,2
Cuenta corriente y de capital en porcentajes del PIB											
2008	-23,2	0,2	2,0	-8,4	-11,5	-10,1	-5,9	-3,9	-11,1	9,2	-1,3
2009	-8,0	0,1	3,9	7,4	11,8	7,2	1,5	0,1	-4,0	7,1	-1,1
2009 III	3,0	-2,0	5,6	10,9	11,8	8,0	2,8	-0,9	-2,8	7,0	-1,6
IV	-7,1	0,9	5,0	9,8	14,4	13,2	2,2	-1,1	-3,9	4,9	-0,2
2010 I	.	1,6	2,3	8,4	.	-0,3	2,1	0,2	-6,2	6,0	.
Deuda externa bruta en % del PIB											
2007	100,4	44,5	170,6	111,0	127,6	71,9	115,1	48,4	50,9	176,2	401,3
2008	108,8	50,0	179,0	118,5	128,5	71,6	155,0	56,5	56,0	203,8	431,4
2009 II	107,2	47,6	189,8	121,2	131,7	77,6	167,8	60,0	61,5	211,6	390,7
III	107,8	46,7	192,0	124,0	145,8	82,9	168,8	60,2	66,7	203,2	411,1
IV	111,3	50,8	190,8	126,8	154,7	86,5	163,2	59,3	68,9	203,3	405,0
Costes laborales unitarios											
2008	16,2	5,1	6,5	14,1	21,0	9,3	4,5	6,8	14,5	2,6	2,8
2009	10,6	3,6	5,1	1,7	-7,1	0,9	1,5	2,3	5,1	4,8	4,9
2009 III	10,2	2,9	4,9	1,5	-13,1	-6,5	-	4,5	-	5,3	4,5
IV	3,7	2,2	-0,6	-7,5	-19,4	-11,4	-	-3,5	-	0,2	4,0
2010 I	.	-2,7	0,4	-8,9	.	-9,5	-	-	-	-1,1	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)											
2008	5,6	4,4	3,4	5,5	7,5	5,9	7,8	7,2	5,8	6,2	5,7
2009	6,8	6,7	6,0	13,8	17,2	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2009 IV	8,0	7,4	7,1	15,6	20,2	15,9	10,6	8,9	7,6	8,8	7,8
2010 I	8,6	7,8	7,1	19,0	21,5	17,4	10,9	9,7	.	8,9	.
2010 Feb	8,7	7,8	7,1	-	21,5	17,4	10,9	9,8	.	9,0	7,9
Mar	8,8	7,9	7,1	-	22,1	17,4	10,8	9,9	.	8,8	.
Abr	8,8	7,7	7,0	-	22,5	.	10,4	9,9	.	9,3	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

9.2 En Estados Unidos y Japón

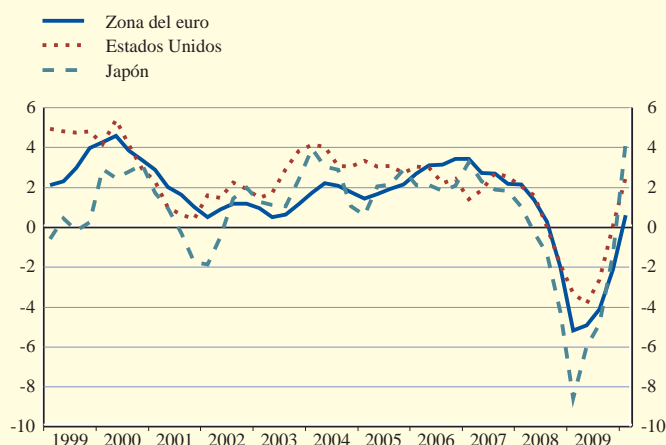
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero) ³⁾ fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁴⁾	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2006	3,2	2,8	2,7	2,7	4,6	5,3	5,20	5,26	1,2556	-2,2	47,8
2007	2,9	2,3	2,1	1,6	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,8	48,4
2008	3,8	1,0	0,4	-3,1	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,5	56,4
2009	-0,4	-1,9	-2,4	-11,1	9,3	7,8	0,69	4,17	1,3948	-11,0	67,7
2009 I	0,0	0,0	-3,3	-13,9	8,2	9,6	1,24	2,96	1,3029	-9,9	59,9
II	-1,2	0,4	-3,8	-14,6	9,3	8,7	0,84	3,95	1,3632	-11,6	62,8
III	-1,6	-2,7	-2,6	-10,6	9,6	7,8	0,41	3,61	1,4303	-11,6	65,9
IV	1,4	-5,2	0,1	-4,7	10,0	5,1	0,27	4,17	1,4779	-11,1	67,7
2010 I	2,4	-4,2	2,5	3,2	9,7	2,0	0,26	4,01	1,3829	.	.
2010 Ene	2,6	-	-	2,2	9,7	2,2	0,25	3,92	1,4272	-	-
Feb	2,1	-	-	2,3	9,7	2,4	0,25	3,89	1,3686	-	-
Mar	2,3	-	-	4,9	9,7	1,5	0,27	4,01	1,3569	-	-
Abr	2,2	-	-	6,5	9,9	1,6	0,31	3,84	1,3406	-	-
May	.	-	-	.	9,7	.	0,46	3,52	1,2565	-	-
Japón											
2006	0,2	-0,5	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,6	159,9
2007	0,1	-1,0	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,3
2008	1,4	2,6	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,1	162,2
2009	-1,4	.	-5,2	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	.	.
2009 I	-0,1	3,7	-8,6	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,33	122,04	.	.
II	-1,0	1,2	-6,0	-27,4	5,1	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
III	-2,2	1,4	-4,8	-19,4	5,4	2,8	0,40	1,45	133,82	.	.
IV	-2,0	.	-1,4	-4,2	5,2	3,3	0,31	1,42	132,69	.	.
2010 I	-1,2	.	4,2	27,6	4,9	2,8	0,25	1,48	125,48	.	.
2010 Ene	-1,3	-	-	19,1	4,9	3,0	0,26	1,42	130,34	-	-
Feb	-1,1	-	-	31,5	4,8	2,7	0,25	1,43	123,46	-	-
Mar	-1,1	-	-	31,9	5,0	2,7	0,25	1,48	123,03	-	-
Abr	-1,2	-	-	25,9	.	2,9	0,24	1,37	125,33	-	-
May	.	-	-	.	.	3,1	0,24	1,37	115,83	-	-

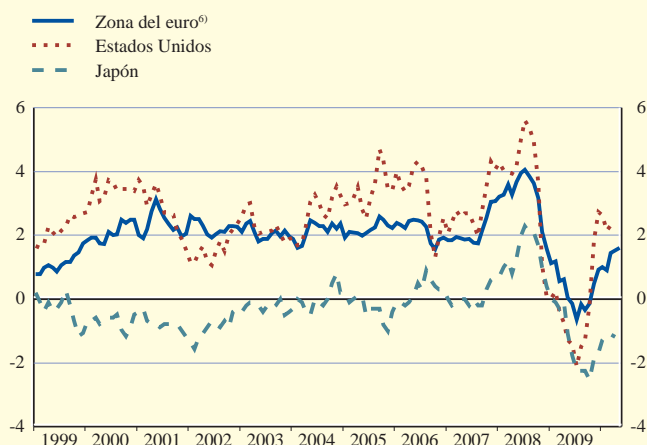
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico; Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

6) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.



LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S14
C7	Préstamos a las AAPP	S16
C8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
C9	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C11	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C21	Nuevos depósitos a plazo	S43
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
C26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C30	Cuenta corriente	S60
C31	Bienes	S61
C32	Servicios	S61
C33	Inversiones netas directas y de cartera	S64
C34	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	S69
C35	Tipos de cambio efectivos	S72
C36	Tipos de cambio bilaterales	S72
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C38	Índices de precios de consumo	S75

NOTAS TÉCNICAS

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t ; C_t^M , el ajuste por reclasificaciones en el mes t ; E_t^M , el ajuste por variaciones del tipo de cambio, y V_t^M , otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que ahora se dispone de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Monetary and financial statistics», de la sección «Statistics», de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del pe-

ríodo indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre de 2002 por el índice de diciembre de 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

$$h) a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas f) o g).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

$$i) I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula g).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en una descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. Este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En la sección 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. En el caso de las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. Esta identidad contable también se refleja en la cuenta financiera, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de las secciones 3.1 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las impor-

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».

2 Para más detalles, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

taciones y las exportaciones de la zona del euro frente al resto del mundo. El excedente neto de explotación y la renta mixta solo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta solo se define para los sectores residentes y se calcula como la suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define solo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como la suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como la diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), más el consumo de capital fijo (recursos). También puede

calcularse en la cuenta financiera por la diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones]. En los sectores hogares y sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre los saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por la diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenida a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por la diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por la diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, exclu-

yen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nominales en el mes t queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre de 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de mostrar que el método utilizado para obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores es distinto del utilizado para calcular las «operaciones» equivalentes de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nominales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y los cálculos se basan en operaciones financieras que excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas k) y l), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

4 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA

(véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

SECCIÓN 7.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre t se calcula a partir de las transacciones (F_t) y las posiciones trimestrales (L_t) de la siguiente manera:

$$q) \quad a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro», del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.europa.eu>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services», se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintas bases de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 9 de junio de 2010.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2009 y posteriores se refieren al Euro-16 (la zona del euro que incluye Eslovaquia) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas corresponden a la composición por países de la zona del euro (véase más adelante para más información). Cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año respectivo de incorporación a la zona del euro de Grecia (2001), Eslovenia (2007), Chipre (2008), Malta (2008) y Eslovaquia (2009), calculadas tomando como base el año anterior al año de incorporación, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de estos países a la zona.

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las es-

tadísticas. Así, los datos anteriores a 2001 se refieren al Euro-11, es decir, los siguientes once Estados miembros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre 2001 y 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. Los datos de 2007 se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia. Los datos de 2008 se refieren al Euro-15, es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta, y, a partir de 2009, los datos se refieren al Euro-16, es decir, el Euro-15 más Eslovaquia.

Dado que la composición de la Unidad de Cuenta Europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio correspondiente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999¹ se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos a menudo son provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

1 Las estadísticas monetarias de las secciones 2.1 a 2.8 para los períodos anteriores a enero de 1999 pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) y en la SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación (OPF) posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Los datos anuales y trimestrales se refieren a las medias del último período de mantenimiento del año/trimestre.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcen-

taje utilizado para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de esa fecha.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. En primer lugar, el importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito concreta se calcula aplicando los coeficientes de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF del Eurosistema (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los facto-

res de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias, es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen posiciones de no IFM residentes en la zona del euro mantenidas en IFM residentes en la zona y también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones

hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (es decir, el sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen los datos de operaciones que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento basadas en las operaciones, en términos de variaciones interanuales. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En la tercera edición del manual «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, marzo de 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En la publicación «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre de 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y se elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias², cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10³.

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de ac-

2 DO L 356, de 30.12.1998, p. 7.

3 DO L 250, de 2.10.2003, p. 17.

ciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos y las operaciones registradas en el balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario, que se incluyen en las estadísticas del balance de las IFM). Un fondo de inversión es una institución de inversión colectiva que invierte el capital obtenido del público en activos financieros o no financieros. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de los fondos de inversión de la zona del euro. El balance es agregado, de tal modo que los activos de los fondos de inversión incluyen sus participaciones en otros fondos de inversión. Las participaciones de los fondos de inversión también se detallan según la política de inversión [es decir, en fondos de renta fija, fondos de renta variable, fondos mixtos, fondos inmobiliarios; fondos de inversión libre (*hedge fund*) y otros fondos] y según el tipo de fondo [es decir, fondos de inversión de capital variable (*open-end fund*) y de capital fijo (*close-end fund*)]. En la sección 2.10 se presenta más información sobre los principales tipos de activos mantenidos por los fondos de inversión de la zona del euro. En esta sección se incluye el detalle geográfico de los emisores de los valores mantenidos por los fondos de inversión, desagregados por sector económico cuando son residentes en la zona del euro.

En el *Manual on investment fund statistics* figura más información sobre estas estadísticas de fondos de inversión. Desde diciembre de 2008, se ha recopilado información estadística armonizada con arreglo al Reglamento BCE/2007/8 relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión.

CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad económica de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones

financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995.

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de renta de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presen-

tan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas «cuentas no financieras» de la zona del euro [es decir, cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, así como los saldos vivos de los balances financieros conforme a una presentación más analítica de los datos. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite una descripción más clara de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras, así como los saldos vivos del balance financiero, conforme a una presentación más analítica de los datos.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (es decir, composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 para toda la serie temporal (es decir, composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y sobre acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros recibidos y concedidos a los residentes en la zona del euro. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen (i) los valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros, y (ii) las acciones cotizadas. Los valores distintos de acciones se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con (i) un plazo a la emisión superior a un año, (ii) fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o (iii) fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de la emisión. Las emisiones a tipo de interés variable comprenden todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente con referencia a un tipo de interés o índice independiente. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores dis-

tintos de acciones por (i) emisiones denominadas en euros y en todas las monedas; (ii) emisiones de residentes en la zona del euro y total de emisiones, y (iii) total de valores distintos de acciones y valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y para los valores distintos de acciones a largo plazo. Los datos desestacionalizados se obtienen a partir del índice de saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las Notas Técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos totales del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo y el total de valores distintos de ac-

ciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las Notas Técnicas, para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 del cuadro 1 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 del cuadro 1 de la sección 4.4 figuran las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en la zona. Los tipos de interés aplicados por las IFM de la

zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados en los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés de las IFM aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso o período inicial de fijación de los tipos de interés. Estas estadísticas de tipos de interés sustituyeron a las diez series estadísticas provisionales relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que se publicaban en el Boletín Mensual, desde enero de 1999.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En el caso de la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, que abarca desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de los tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día antes de enero de 1999, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios a fin de período hasta diciembre de 1998 y, posteriormente, por medias del período del índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta esa fecha eran los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés de fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones Centrales de la

zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson⁴. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de

⁴ Véase L. E. Svensson (1994), «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research.

los precios administrados basadas en el IAPC, elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales⁵. Desde enero de 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas coyunturales la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) nº 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) nº 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos⁶. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007⁷. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importacio-

nes es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el uso son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁸, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁹. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos me-

5 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

6 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

7 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

8 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

9 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

táticos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos (a excepción del IVA) del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial. Las series de la zona del euro excluyen Chipre y Malta.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y

6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000¹⁰, que modifica al SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficits y los superávits que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento (CE) n° 479/2009 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas¹¹. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 501/2004 y el Reglamento (CE) n° 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

¹⁰ DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

¹¹ DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

¹² DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)¹², modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹³. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación de inversiones de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión directa extranjera (marzo de 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentra información adicional sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). Puede consultarse en la dirección del BCE en Internet el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del Marco de Calidad de las Estadísticas del BCE, publicado en abril de 2008.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingre-

sos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con el fin de presentar conjuntamente datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 9 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre la renta de la inversión pendiente de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pa-

13 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

gos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la p.i.i. de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una economía única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre de 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero de 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero de 2008). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otra inversión (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la p.i.i. trimestral se estima parcialmente a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la p.i.i. y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. La desagregación de las variaciones de la p.i.i. anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones con información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este de-

talle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de 2009. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las transacciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de las IFM. En estas operaciones se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los derivados financieros

(columna 1). En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica actualizada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por áreas geográficas (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y los precios industriales de exportación (o precios industriales de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) n° 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Co-

munidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio c.i.f. (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio f.o.b. (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, incluidos todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) n° 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 y 2004-2006, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen encadenando los indicadores basados en cada uno de esos cuatro conjuntos de ponderaciones al final de cada período de tres años. El período base del TCE resultante es el primer trimestre de 1999. El grupo de socios comerciales TCE-21 está integrado por los 11 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Co-

rea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-41 incluye, además de los del TCE-21, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 5, «Evolución del comercio internacional y revisión de los tipos de cambio efectivos del euro» del Boletín Mensual de enero de 2010, la nota metodológica pertinente y el Occasional Paper n.º 2 del BCE

(«The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thimann (febrero de 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Como resultado, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,5%, 4,5% y 2,5%, respectivamente.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE Y 6 DE DICIEMBRE DE 2007, 10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 6 DE MARZO, 10 DE ABRIL, 8 DE MAYO Y 5 DE JUNIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4%, 5% y 3%, respectivamente.

3 DE JULIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de julio de 2008. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5,25% y el 3,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de julio de 2008.

7 DE AGOSTO, 4 DE SEPTIEMBRE Y 2 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.

8 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2006 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos inmediatos. Además, el Consejo de Gobierno decide que, a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarán a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a la operación principal de financiación. Por otra parte, a partir del 9 de octubre, el BCE reducirá la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de la operación principal de financiación. Las dos medidas continuarán aplicándose durante todo el tiempo que se estime necesario y, como mínimo, hasta el final del primer período de mantenimiento de 2009, que concluirá el 20 de enero.

15 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide ampliar el sistema de activos de garantía y mejorar la provisión de liquidez. Para ello, el Consejo de Gobierno decide: (i) ampliar la lista de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, que permanecerá vigente hasta el final de 2009; (ii) mejorar la provisión de liquidez en las operaciones de financiación a plazo más largo a partir del 30 de octubre de 2008 y hasta el final del primer trimestre de 2009, y (iii) ofrecer liquidez en dólares estadounidenses mediante *swaps* de divisas.

6 DE NOVIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 12 de noviembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 12 de noviembre de 2008.

4 DE DICIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 75 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 10 de diciembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 75 puntos básicos, hasta el 3% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 10 de diciembre de 2008.

18 DE DICIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las operaciones principales de financiación continúen llevándose a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena tras el período de mantenimiento que finalizará el 20 de enero de 2009. Esta medida permanecerá vigente mientras se estime necesario, como mínimo hasta la última adjudicación del tercer período de mantenimiento de 2009, que se efectuará el 31 de marzo. Además, a partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes, que el 9 de octubre de 2008 se redujo a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, volverá a ampliarse simétricamente en 200 puntos básicos.

15 DE ENERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 21 de enero de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 21 de enero del 2009, de conformidad con la decisión adoptada el 18 de diciembre de 2008.

5 DE FEBRERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

5 DE MARZO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de marzo de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,5% y el 0,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de marzo de 2009.

Además, el Consejo de Gobierno decide mantener el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo especial y las operaciones de financiación a plazo más largo ordinarias y complementarias durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después del final de 2009. Asimismo, el Consejo de Gobierno decide mantener el actual perfil de frecuencia y de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias y de las operaciones de financiación a plazo especial durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después de final de 2009.

2 DE ABRIL DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de abril de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,25% y el 0,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de abril de 2009.

7 DE MAYO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de mayo de 2009. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 1,75%, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009, y que el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantenga sin cambios en el 0,25%. Además, el Consejo de Gobierno del BCE decide seguir con su política de apoyo al crédito y acuerda, en particular, que el Eurosistema realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, decide, en principio, que el Eurosistema adquirirá instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro.

4 DE JUNIO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE decide sobre detalles técnicos relacionados con la compra de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro acordada el 7 de mayo de 2009.

**2 DE JULIO, 6 DE AGOSTO, 3 DE SEPTIEMBRE,
8 DE OCTUBRE, 5 DE NOVIEMBRE Y 3 DE DICIEMBRE
DE 2009, 14 DE ENERO, 4 DE FEBRERO, 4 DE MARZO,
8 DE ABRIL Y 6 DE MAYO DE 2010**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.



10 DE MAYO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE adopta varias medidas para hacer frente a las tensiones existentes en los mercados financieros. En particular, lleva a cabo intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro (Programa para los Mercados de Valores).

10 DE JUNIO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Además, decide adoptar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación regulares a plazo más largo a tres meses que se adjudicarán en el tercer trimestre de 2010.



EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)

TARGET2¹ desempeña un papel importante para promover la integración del mercado monetario de la zona del euro, condición indispensable para la ejecución eficaz de la política monetaria única. El sistema contribuye además a la integración de los mercados financieros de la zona. Más de 4.400 entidades de crédito, así como 22 bancos centrales nacionales, usan TARGET2 para procesar pagos por cuenta propia o de sus clientes. Considerando las sucursales y filiales, a través de TARGET2 puede accederse a más de 50.000 entidades de crédito (y a todos sus clientes) en todo el mundo.

TARGET2 se utiliza para procesar grandes pagos en los que el factor tiempo es un elemento crítico, como los que se efectúan para facilitar la liquidación en otros sistemas interbancarios de transferencia de fondos (por ejemplo, el sistema CLS o EURO1), y para la liquidación de las operaciones del mercado monetario, así como las operaciones en divisas y con valores. El sistema se utiliza también para los pequeños pagos de clientes. TARGET2 proporciona firmeza intradía para las transacciones y permite que los fondos abonados en la cuenta de un participante estén disponibles inmediatamente para efectuar otros pagos.

FLUJOS DE PAGOS DE TARGET2

En el primer trimestre de 2010, TARGET2 procesó 21.700.092 operaciones, por un importe total de 138.726 mm de euros, lo que representa una media diaria de 344.446 pagos, por un importe de 2.202 mm de euros. El día de máxima actividad de TARGET2 durante el trimestre fue el 31 de marzo, fecha en que se procesaron 477.776 pagos, en línea con el habitual máximo observado en el último día hábil del mes.

Con una cuota de mercado del 60% en lo que respecta al número de operaciones y del 90% en cuanto al importe, TARGET2 mantuvo su posición dominante entre los sistemas de grandes pagos en euros. La estabilidad de la cuota de mercado de TARGET2 confirma el atractivo, para las entidades de crédito, de la liquidación en dinero de banco central, especialmente en épocas de turbulencias en los mercados.

La proporción media de pagos interbancarios fue del 42% en lo que se refiere al número de operaciones y del 94% en cuanto al importe. El importe medio de un pago interbancario fue de 14,2 millones de euros, y el de un pago de clientes fue de 0,7 millones de euros. Por tramos de importes, el 68% de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 11% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos por un importe superior a mil millones de euros se situó en 347 operaciones.

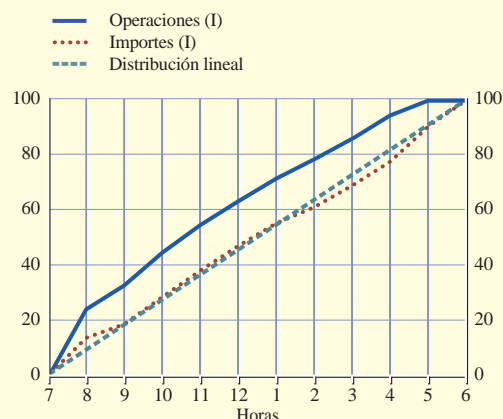
PERFIL INTRADÍA DE LAS OPERACIONES Y LOS IMPORTES

El gráfico muestra la distribución intradía de la actividad de TARGET2, es decir, el porcentaje de operaciones e importes diarios procesados en las diferentes horas del día, para el primer trimestre de 2010. Por lo que respecta a los importes, la curva se aproxima mucho a la distribución lineal. Ello indica que el volumen de operaciones se distribuyó de manera uniforme a lo largo del día y la liquidez circuló de forma apropiada entre los participantes, lo que garantiza un proceso fluido de liquidación de las operaciones de TARGET2. A las 13.00 h., hora central europea, ya se había procesado el 54% del importe total negociado en TARGET2, cifra que ascendió al

1 TARGET2 es la segunda generación de TARGET, que entró en funcionamiento en 2007.

Perfil intradía

(porcentajes)



90% una hora antes del cierre del sistema. En cuanto a los importes, la curva se sitúa muy por encima de la distribución lineal, con un 71% ya procesado a las 13.00 h., hora central europea, y con el 99,7% liquidado una hora antes del cierre de TARGET2.

DISPONIBILIDAD DE TARGET2 Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el primer trimestre de 2010, TARGET2 logró una disponibilidad del 100%. Las incidencias que se consideran para calcular la disponibilidad de

TARGET2 son las que impiden que se procesen los pagos durante diez minutos o más. El 29 de marzo, la plataforma compartida única de TARGET2 experimentó una ralentización durante unas dos horas. Sin embargo, esta incidencia no se consideró como un caso de falta de disponibilidad técnica, dado que algunas operaciones siguieron procesándose. Si esta incidencia se hubiese tenido en cuenta en el cálculo, la disponibilidad general del sistema en el trimestre hubiera sido del 99,73%. Como resultado de la incidencia del 29 de marzo, el 1,5% de los pagos del mes de marzo se procesó en más de quince minutos.

Cuadro 1 Órdenes de pago procesadas por TARGET2 y EURO1: número de operaciones

(número de pagos)

	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I
TARGET2¹⁾					
Total	21.374.119	21.580.925	22.078.092	23.484.205	21.700.092
Media diaria	339.272	348.079	334.517	361.295	344.446
EURO1 (EBA)					
Total	13.962.739	14.517.507	14.650.126	15.154.195	14.200.046
Media diaria	221.631	234.153	221.972	233.141	225.398

1) A fin de mejorar la calidad de la información, desde enero de 2009 el SEBC viene aplicando una nueva metodología para la obtención y comunicación de datos sobre TARGET2, lo que debe tenerse en cuenta al comparar datos anteriores y posteriores a esa fecha

Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET2 y EURO1: importe de las operaciones

(mm en euros)

	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I
TARGET2¹⁾					
Total	142.761	138.208	132.263	137.942	138.726
Media diaria	2.266	2.229	2.004	2.122	2.202
EURO1 (EBA)					
Total	17.701	16.504	15.583	15.416	15.294
Media diaria	281	266	236	237	243

1) A fin de mejorar la calidad de la información, desde enero de 2009 el SEBC viene aplicando una nueva metodología para la obtención y comunicación de datos sobre TARGET2, lo que debe tenerse en cuenta al comparar datos anteriores y posteriores a esa fecha



DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DE 2009

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero de 2009. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre marzo y mayo de 2010. Desde enero de 2009 (a partir del documento de trabajo n.º 989), estas publicaciones solo están disponibles en Internet. Igualmente, desde noviembre de 2009 (a partir del documento de trabajo jurídico n.º 9), estas publicaciones solo están disponibles en Internet. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.europa.eu.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2008», abril 2009.
«Informe Anual 2009», abril 2010.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report 2010», mayo 2010.
«Informe de Convergencia» (Introducción y Resumen del Informe en inglés), mayo 2010.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«Riqueza inmobiliaria y consumo privado en la zona del euro», enero 2009.
«Acumulación de activos exteriores por parte de las autoridades en los mercados emergentes», enero 2009.
«Nueva evidencia procedente de una encuesta sobre el proceso de determinación de los salarios en Europa», febrero 2009.
«Evaluación de las tendencias mundiales de proteccionismo», febrero 2009.
«Financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», abril 2009.
«Revisiones de las estimaciones del PIB de la zona de euro», abril 2009.
«Composición funcional del gasto público en la Unión Europea», abril 2009.
«Expectativas e instrumentación de la política monetaria», mayo 2009.
«Cinco años en la Unión Europea», mayo 2009.
«Agencias de calificación crediticia: evolución y cuestiones de política», mayo 2009.
«Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario», julio 2009.
«La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», julio 2009.
«Rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE», julio 2009.
«Financiación de la vivienda en la zona del euro», agosto 2009.
«Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro», agosto 2009.
«La política monetaria y la oferta de préstamos en la zona del euro», octubre 2009.
«Evolución reciente de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón», octubre 2009.
«Desarrollo financiero en las economías emergentes: valoración e implicaciones de política económica», octubre 2009.
«Política de comunicación de los bancos centrales en períodos de elevada incertidumbre», noviembre 2009.
«El análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras», noviembre 2009.

- «La orientación de la política monetaria del BCE durante la crisis financiera», enero 2010.
- «Relaciones del BCE con las instituciones y los órganos de la Unión Europea: tendencias y perspectivas», enero 2010.
- «Derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro: resultados obtenidos aplicando el nuevo sistema de cuentas nacionales», enero 2010.
- «Los mercados de *repos* de la zona del euro y las turbulencias en los mercados financieros», febrero 2010.
- «Los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro y su impacto en las entidades de crédito», febrero 2010.
- «Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro: una versión actualizada», febrero 2010.
- «Herramientas para la elaboración de las proyecciones a corto plazo de la inflación de la zona del euro», abril 2010.
- «Medidas adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro en apoyo del sector financiero», abril 2010.
- «Perspectivas de los desequilibrios reales y financieros y reequilibrio a escala mundial», abril 2010.
- «Transmisión de la política monetaria en la zona del euro un decenio después de la introducción del euro», mayo 2010.
- «La «Gran Inflación»: enseñanzas para la política monetaria», mayo 2010.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto de 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 8 «National rescue measures in response to the current financial crisis», A. Petrovic y R. Tutsch, julio 2009.
- 9 «The legal duty to consult the European Central Bank – national and EU consultations», S. E. Lambrinoc, noviembre 2009.
- 10 «Withdrawal and expulsion from the EU and EMU: some reflections», P. Athanassiou, diciembre 2009.
- 11 «The role of national central banks in banking supervision in selected central and eastern European countries», M. Apinis, M. Bodzioch, E. Csongrádi, T. Filipova, Z. Foit, J. Kotkas, M. Porzycki y M. Vetrák, marzo 2010.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 100 «Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use», the Eurosystem Household Finance y Consumption Network, enero 2009.
- 101 «Housing finance in the euro area», Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, marzo 2009.
- 102 «Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications», E. Dorrucci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara, abril 2009.
- 103 «Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets», Raymond Ritter, abril 2009.
- 104 «Fiscal policy challenges in oil-exporting countries: a review of key issues», M. Sturm, F. Gurtner y J. González Alegre, junio 2009.
- 105 «Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications», L. Bê Duc y G. Le Breton, agosto 2009.
- 106 «Monetary policy strategy in a global environment», P. Moutot y G. Vitale, agosto 2009.

- 107 «The collateral frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil», S. Cheun, I. von Köppen-Mertes y B. Weller, diciembre 2009.
- 108 «Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises – an overview», K. Hubrich y T. Karlsson, marzo 2010.
- 109 «Euro area fiscal policies and the crisis», editado por A. van Riet, abril 2010.
- 110 «Protectionist responses to the crisis: global trends and implications», M. Bussière, E. Pérez-Barreiro, R. Straub y D. Taglioni, mayo 2010.
- 111 «Main drivers of the ECB financial accounts and ECB financial strength over the first 11 years», O. Vergote, W. Studener, I. Efthymiadis y N. Merriman, mayo 2010.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

- «Research Bulletin», n.º 8, marzo 2009.
- «Research Bulletin», n.º 9, marzo 2010.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 1158 «Excess returns on net foreign assets: the exorbitant privilege from a global perspective», M. M. Habib, marzo 2010.
- 1159 «Wages and the risk of displacement», A. Carneiro y P. Portugal, marzo 2010.
- 1160 «The euro area bank lending survey matters: empirical evidence for credit and output growth», G. de Bondt, A. Maddaloni, J. L. Peydró y S. Scopel, marzo 2010.
- 1161 «Housing, consumption and monetary policy: how different are the US and the euro area?», A. Musso, S. Neri y L. Stracca, marzo 2010.
- 1162 «Inflation risks and inflation risk premia», J. A. García y T. Werner, marzo 2010.
- 1163 «Asset pricing, habit memory, and the labour market», I. Jaccard, marzo 2010.
- 1164 «Price, wage and employment response to shocks: evidence from the WDN survey», G. Bertola, A. Dabusinskas, M. M. Hoeberichts, M. Izquierdo, C. Kwapil, J. Montornès y D. Radowski, marzo 2010.
- 1165 «The term structure of risk premia: new evidence from the financial crisis», T. Berg, marzo 2010.
- 1166 «Does monetary policy affect bank risk-taking?», Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués-Ibáñez, marzo 2010.
- 1167 «Macroeconomic forecasting and structural change», L. Gambetti, A. D'Agostino y D. Giannone, abril 2010.
- 1168 «Food price pass-through in the euro area: the role of asymmetries and non-linearities», R. Jiménez-Rodríguez, G. Ferrucci y L. Onorante, abril 2010.
- 1169 «The impact of numerical expenditure rules on budgetary discipline over the cycle», F. Holm-Hadulla, S. Hauptmeier y P. Rother, abril 2010.
- 1170 «Global commodity cycles and linkages: a FAVAR approach», M. J. Lombardi, C. Osbat y B. Schnatz, abril 2010.
- 1171 «The external finance premium in the euro area: a useful indicator for monetary policy?», P. Gelain, abril 2010.
- 1172 «Size, openness and macroeconomic interdependence», A. Chudik y R. Straub, abril 2010.
- 1173 «Market power and fiscal policy in OECD countries», A. Afonso y L. F. Costa, abril 2010.
- 1174 «How far are we from the slippery slope? The Laffer curve revisited», M. Trabandt y H. Uhlig, abril 2010.

- 1175 «In dubio pro CES: supply estimation with mis-specified technical change», M. A. León-Ledesma, P. McAdam y A. Willman, abril 2010.
- 1176 «Evolving Phillips trade-off», L. Benati, abril 2010.
- 1177 «Price and trading response to public information», M. Malinowska, abril 2010.
- 1178 «Monetary policy, housing booms and financial (im)balances», S. Eickmeier y B. Hofmann, abril 2010.
- 1179 «Credit supply: identifying balance-sheet channels with loan applications and granted loans», G. Jiménez, S. Ongena, J.-L. Peydró y J. Saurina, abril 2010.
- 1180 «Nominal and real wage rigidities. In theory and in Europe», M. Knell, abril 2010.
- 1181 «Wage setting and wage flexibility in Ireland: results from a firm-level survey», M. Keeney y M. Lawless, abril 2010.
- 1182 «Inter-industry wage differentials in EU countries: what do cross-country time varying data add to the picture?», P. Du Caju, G. Kátay, A. Lamo, D. Nicolitsas y S. Poelhekke, abril 2010.
- 1183 «Labour market institutions and the business cycle: unemployment rigidities vs. real wage rigidities», M. Abbritti y S. Weber, abril 2010.
- 1184 «Costs, demand and producer price changes», C. Loupias y P. Sevestre, abril 2010.
- 1185 «Forecasting with DSGE models», K. Christoffel, G. Coenen y A. Warne, mayo 2010.
- 1186 «Modelling anti-inflationary monetary targeting: with an application to Romania», M. Sánchez, mayo 2010.
- 1187 «Substitution between domestic and foreign currency loans in central Europe: do central banks matter?», M. Brzoza-Brzezina, T. Chmielewski y J. Niedźwiedzińska, mayo 2010.
- 1188 «Are policy counterfactuals based on structural VARs reliable?», L. Benati, mayo 2010.
- 1189 «Maximum likelihood estimation of factor models on datasets with arbitrary pattern of missing data», M. Bańbura y M. Modugno, mayo 2010.
- 1190 «Booms and busts in China's stock market: estimates based on fundamentals», G. J. de Bondt, T. A. Peltonen y D. Santabárbara, mayo 2010.
- 1191 «Money in monetary policy design: monetary cross-checking in the New Keynesian model», G. W. Beck y V. Wieland, mayo 2010.
- 1192 «Financial factors in economic fluctuations», L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno, mayo 2010.
- 1193 «Should larger reserve holdings be more diversified», R. Beck y S. Weber, mayo 2010.
- 1194 «Econometric analysis of high dimensional VARs featuring a dominant unit», M. H. Pesaran y A. Chudik, mayo 2010.
- 1195 «The EAGLE: a model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area», S. Gomes, P. Jacquinot y M. Pisani, mayo 2010.
- 1196 «Reputational contagion and optimal regulatory forbearance», A. D. Morrison y L. White, mayo 2010.
- 1197 «Investors with too many options?», D. Dorn, mayo 2010.
- 1198 «Wage and price-setting behaviour of Lithuanian firms», E. Virbickas, mayo 2010.
- 1199 «Changes in the wage structure in EU countries», R. Christopoulou, J. F. Jimeno y A. Lamo, mayo 2010.
- 1200 «Testing the asset pricing model of exchange rates with survey data», A. Naszodi, mayo 2010.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament», enero 2009 (solo en Internet).
- «Euro money market study 2008», febrero 2009 (solo en Internet).

«Eurosistema oversight policy framework», febrero 2009 (solo en Internet).

«Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments», febrero 2009 (solo en Internet).

«European Commission's consultation on hedge funds – Eurosistema contribution», febrero 2009 (solo en Internet).

«Guiding principles for bank asset support schemes», marzo 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament», marzo 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament», marzo 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Manolis Mavrommatis, Member of the European Parliament, regarding the issuance of low denomination euro banknotes», marzo 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Eoin Ryan, Member of the European Parliament, concerning the recent widening of spreads between euro area government bond yields», marzo 2009 (solo en Internet).

«Expectativas del Eurosistema sobre la SEPA», marzo 2009 (solo en Internet).

«Housing finance in the euro area», marzo 2009 (solo en Internet).

«Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (solo en Internet).

«Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (solo en Internet).

«Manual on investment fund statistics», mayo 2009 (solo en Internet).

«EU banks' funding structures and policies», mayo 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», mayo 2009 (solo en Internet).

«TARGET2 oversight assessment report», mayo 2009 (solo en Internet).

«TARGET Annual Report», mayo 2009 (solo en Internet).

«The ECB's advisory role – overview of opinions (1994-2008)», mayo 2009.

«Financial Stability Review», junio 2009.

«Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union – European Central Bank (ECB) and the Committee of European Securities Regulators (CESR)», junio 2009 (solo en Internet).

«The international role of the euro», julio 2009.

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – julio 2009», agosto 2009 (solo en internet).

«Oversight framework for direct debit schemes», agosto 2009 (solo en Internet).

«Oversight framework for credit transfer schemes», agosto 2009 (solo en Internet).

«The Eurosistema's stance on the Commission's consultation document on the review of Directive 94/19/EC on deposit-guarantee schemes», agosto 2009 (solo en Internet).

«Legal framework of the Eurosistema and the European System of Central Banks. ECB legal acts and instruments. 2009 update», agosto 2009.

«EU banking sector stability», agosto 2009 (solo en Internet).

«Credit default swaps and counterparty risk», agosto 2009 (solo en Internet).

«OCT derivatives and post-trading infrastructures», septiembre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – agosto 2009», septiembre 2009 (solo en Internet).

«Consultation of the European Commission on 'Possible initiatives to enhance the resilience of OTC derivatives markets': Eurosistema contribution», septiembre 2009 (solo en Internet).

«ECB survey on access to finance for small and medium-sized enterprises in the euro area», septiembre 2009 (solo en Internet).

«The euro at ten – lessons and challenges», Fifth ECB Central Banking Conference volume, septiembre 2009.

«Euro money market survey», septiembre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – septiembre 2009», octubre 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning consumer protection and banking practices in Spain», octubre 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning the ECB’s considerations on issuing a €30 banknote», octubre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – octubre 2009», noviembre 2009 (solo en Internet).

«Consultation of the Committee of European Securities Regulators on trade repositories in the European Union – ECB contribution», noviembre 2009 (solo en Internet).

«Eurosystem oversight report 2009», noviembre 2009 (solo en Internet).

«Glossary of terms related to payment clearing and settlement systems», diciembre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – noviembre 2009», diciembre 2009 (solo en Internet).

«New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges», diciembre 2009 (solo en Internet).

«Financial Stability Review», diciembre 2009.

«Retail payments – integration and innovation», diciembre 2009 (solo en Internet).

«Recent advances in modelling systemic risk using network analysis», enero 2010 (solo en Internet).

«Contribution of the Eurosystem to the public consultation of the European Commission on the future ‘EU 2020’ strategy», enero 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – diciembre 2009», enero 2010 (solo en Internet).

«Structural indicators for the EU banking sector», enero 2010 (solo en Internet).

«Modelo de corresponsalía entre Bancos Centrales (MCBC) – Procedimientos para las entidades de contrapartida del Eurosistema», enero 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Nuno Melo, Member of the European Parliament, concerning the increase in the capital of Banco Português de Negócios (BPN)», febrero 2010 (solo en Internet).

«The ‘Centralised Securities Database’ in brief», febrero 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – enero 2010», febrero 2010 (solo en Internet).

«Commission communication on ‘An EU framework for cross-border crisis management in the banking sector’: Eurosystem’s reply to the public consultation», febrero 2010 (solo en Internet).

«Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area – second half of 2009», febrero 2010 (solo en Internet).

«MFI balance sheet and interest rate statistics and CEBS’ guidelines on FINREP and COREP», febrero 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Chountis, Member of the European Parliament, related to the income of Mr Provopoulos, Governor of the Bank of Greece», febrero 2010 (solo en Internet).

«ECB-Eurostat workshop on pensions», febrero 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – febrero 2010», marzo 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Diogo Feio, Member of the European Parliament, regarding the economic situation in Portugal», marzo 2010 (solo en Internet).

«Strengthening macro and micro-prudential supervision in EU candidates and potential candidates», marzo 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr. Nuno Melo, Member of the European Parliament, concerning the increase in the capital of Banco Português de Negócios (BPN)», marzo 2010 (solo en Internet).

«Government finance statistics guide», marzo 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Chountis, Member of the European Parliament, regarding credit rating agencies», marzo 2010 (solo en Internet).

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – 2009 quality report», marzo 2010 (solo en Internet).

«Euro area monetary and financial statistics – 2009 quality report», marzo 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – marzo 2010», abril 2010 (solo en Internet).

«Financial integration in Europe», abril 2010.

«Report on the lessons learned from the financial crisis with regard to the functioning of European financial market infrastructures», abril 2010 (solo en Internet).

«Results of the public consultation on ABS loan-level information in the Eurosystem collateral framework», abril 2010 (solo en Internet).

«ECB statistics - an overview», abril 2010 (solo en Internet).

«European statistics provided by the ESCB – the governance structure», abril 2010 (solo en Internet).

«Memorandum of understanding on the exchange of information among national central credit registers for the purpose of passing it on to reporting institutions», abril 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – abril 2010», mayo 2010 (solo en Internet).

«TARGET Annual Report 2009», mayo 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Paulo Rangel, Member of the European Parliament, regarding structural reforms», mayo 2010.

«Financial Stability Review», junio 2010.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«El Banco Central Europeo, el Eurosistema, el Sistema Europeo de Bancos Centrales», abril 2009.

«La estabilidad de precios: ¿por qué es importante para ti?», abril 2009.

«La Zona Única de Pagos en Euros (SEPA): un mercado de pequeños pagos integrado», julio 2009.

«T2S – settling without borders», enero 2010.

«ECB statistics: a brief overview», abril 2010.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Activos exteriores netos de las IFM: Activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Apoyo reforzado al crédito: Medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

Balance consolidado del sector de las IFM: Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Comercio exterior de bienes: Exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: Medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuentas de capital: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

Cuenta financiera: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Cuentas financieras: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

Curva de rendimientos: Representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): Necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: Descenso generalizado, persistente y autosostenido en un amplio conjunto de precios, provocado por una caída de la demanda agregada, que queda incorporado a las expectativas.

Desinflación: Proceso de desaceleración de la inflación que da lugar a tasas de inflación negativas de carácter temporal.

Deuda (Administraciones Públicas): Deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) a su valor nominal que permanece viva a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): Préstamos de los hogares y préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados) de las sociedades no financieras.

Deuda pública indiciada con la inflación: Valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): Encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB): Encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: Encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: Encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): Medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: El mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Eurosistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: Reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema durante un período de mantenimiento predeterminado. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios en la cuenta de reservas durante el período de mantenimiento.

Facilidad de depósito: Facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: Facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario): Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

IFM (instituciones financieras monetarias): Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario, esto es, fondos que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo, normalmente con vencimiento no superior a un año.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): Medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: Medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: Medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: Incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Inversiones de cartera: Operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: Inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al

menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: Agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: Agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: Agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): Mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): Contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operaciones de financiación a plazo más largo: Operaciones de crédito con vencimiento superior a una semana realizadas por el Eurosistema en forma de operaciones temporales. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y un año, con periodicidad variable.

Operación principal de financiación: Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Otras inversiones: Rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): Tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): Tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: Depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona

del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: Total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: Valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: Precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: Valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: Producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): Valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): Proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): Proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado o por hora trabajada: Remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

Reservas internacionales: Activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: Ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: Eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Subasta a tipo de interés fijo: Procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: Procedimiento de subasta en el que el banco central especifica el tipo de interés y en el que las contrapartidas pujan por la cantidad de dinero que desean obtener a ese tipo, sabiendo de antemano que todas sus pujas se cubrirán.

Subasta a tipo de interés variable: Procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tasa de inflación implícita: Diferencial entre el rendimiento de un bono nominal y el de un bono indicado con la inflación con el mismo vencimiento o con un vencimiento tan similar como sea posible.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): Medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-21, integrado por los 11 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-41, compuesto por el TCE-21 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: Tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: Tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Vacantes: Término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: Tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: Representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: Representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: La volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: Incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, han adoptado el euro como moneda única.