



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

**BOLETÍN MENSUAL
AGOSTO**

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 AGOSTO 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 4 de agosto 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 los tipos de cambio
y de la balanza de pagos

Recuadros

- 1 Financiación de las IFM de la zona del euro mediante la emisión de valores de renta fija
- 2 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2010
- 3 La evolución del mercado de bonos garantizados y el programa de adquisiciones de bonos garantizados (*covered bonds*)
- 4 Valoración del déficit de recursos propios que ha puesto de manifiesto la prueba de resistencia realizada a nivel de toda la UE
- 5 Cuentas integradas de la zona del euro del primer trimestre de 2010
- 6 Precios de la vivienda en la zona del euro y componente de alquileres del IAPC
- 7 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al tercer trimestre de 2010
- 8 Introducción del euro en Estonia el 1 de enero de 2011

5 ARTÍCULOS

- Precios del petróleo: factores determinantes e impacto sobre la inflación y la macroeconomía de la zona del euro **81**
- Evolución reciente del comercio mundial y de la zona del euro **101**
- Estadísticas armonizadas del BCE de fondos de inversión de la zona del euro y su uso analítico con fines de política monetaria **119**

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO

19

ANEXOS

- Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema **I**
- Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de 2009 **V**
- Glosario **XIII**

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 5 de agosto de 2010, el Consejo de Gobierno, apoyándose en su análisis económico y monetario periódico, consideró el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE apropiado y, por lo tanto, decidió mantener los tipos de interés sin variación. Tomando en consideración toda la nueva información disponible desde su reunión del 8 de julio de 2010, el Consejo de Gobierno espera que la evolución de los precios siga siendo moderada en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, beneficiándose de las reducidas presiones internas sobre los precios. Los datos económicos y los indicadores procedentes de las encuestas disponibles sugieren un fortalecimiento de la actividad económica en el segundo trimestre de 2010, y los datos de que se dispone relativos al tercer trimestre son mejores de lo esperado. A más largo plazo, y teniendo en cuenta una serie de factores de carácter temporal, el Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro continúe creciendo a un ritmo moderado y todavía irregular, en un entorno de incertidumbre. 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 línea 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.

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 agudas tensiones en los mercados financieros, 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 mantiene su firme compromiso de preservar 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 como sea apropiado. En consecuencia, 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 abrupto descenso. El PIB real de la zona del euro se incrementó, en términos intertrimestrales, un 0,2% en el primer trimestre de 2010. Los datos económicos y los indicadores procedentes de las encuestas disponibles sugieren un fortalecimiento de la actividad económica en el segundo trimestre de 2010, y los datos de que se dispone relativos al tercer trimestre son mejores de lo esperado. A más largo plazo, y teniendo en cuenta los efectos transitorios, el Consejo de Gobierno espera que el PIB real siga creciendo a un ritmo moderado y todavía irregular a lo largo del tiempo y entre las distintas economías y sectores de la zona del euro. El crecimiento en curso a escala mundial y su repercusión en la demanda de 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 continuar respaldando 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 perspectivas de los mercados de trabajo ralenticen la recuperación de la actividad.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas económicas están en general equilibrados, en un entorno de incertidumbre. Por el lado positivo, la economía mundial y el comercio exterior podrían recuperarse con más vigor de lo actualmente previsto, respaldando adicionalmente las exportaciones de la zona del euro. Por el lado negativo, subsiste la preocupación de que se produzcan renovadas tensiones en los mercados fi-

nancieros, 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.

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 aumentó hasta el 1,7% en julio, frente al 1,4% registrado en junio, debido muy probablemente a los efectos de base al alza en sus componentes de energía y de alimentos. Se espera que en los próximos meses, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC siga mostrando cierta volatilidad en torno al nivel actual. Con posterioridad, las tasas de inflación deberían en conjunto mantenerse moderadas en 2011, beneficiándose de las reducidas presiones internas sobre los precios. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están, en general, equilibrados. Los riesgos al alza a medio plazo están relacionados, en particular, con la variación 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 pasó a ser positiva, situándose en el 0,2% en junio de 2010, frente al -0,1% de mayo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado se incrementó un poco más, aunque se mantuvo débil en el 0,3%. Todos estos datos continúan respaldando la valoración de que el ritmo de la ex-

pansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo están contenidas. La evolución a más corto plazo de M3 y de algunos de sus componentes y contrapartidas se ha mantenido volátil, y es muy posible que esta volatilidad persista.

La gran influencia que venía ejerciendo la configuración de los tipos de interés sobre la evolución monetaria, si bien sigue afectando al ritmo del crecimiento monetario subyacente, parece estar atenuándose gradualmente. Esto significa que está disminuyendo de forma gradual la incidencia a la baja que sobre el crecimiento efectivo de M3 tiene la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos y la asignación de fondos a depósitos a plazos más largos y a valores no incluidos en M3 a ella asociada. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de M1 ha seguido moderándose, aunque se mantuvo elevada, en el 9,2%, en junio de 2010, reflejando, en parte, cierto aumento del coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista en relación con otros depósitos a corto plazo.

La todavía débil tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado sigue ocultando evoluciones que se compensan; por un lado, un crecimiento positivo mayor de los préstamos a hogares y, por otro, un crecimiento negativo estabilizado de los préstamos a sociedades no financieras. La respuesta retardada de los préstamos a sociedades no financieras a la evolución de la actividad económica es una característica normal del ciclo económico.

Los datos hasta junio indican que la expansión de los balances de las entidades de crédito observada durante los primeros meses del año no ha proseguido. El reto para las entidades de crédito continúa siendo aumentar la disponibilidad de crédito para el sector no financiero cuando repunte la demanda. Si fuese necesario para superar este reto, las entidades de crédito deberían no distribuir beneficios, recurrir al mercado para reforzar adicionalmente sus bases de capital o aprovechar al máximo las medidas gubernamentales adoptadas para favorecer la recapitalización.

A este respecto, el Consejo de Gobierno acoge favorablemente las pruebas de resistencia en toda la Unión Europea (UE), preparadas y llevadas a cabo por el Comité de Supervisores Bancarios Europeos y las autoridades supervisoras nacionales, en estrecha cooperación con el BCE. Las pruebas de resistencia han sido exhaustivas y rigurosas, y los resultados confirman la resistencia general de los sistemas bancarios de la UE y de la zona del euro ante perturbaciones de carácter económico y financiero graves. Asimismo, estas pruebas han mejorado de forma significativa la transparencia en relación con las actuales condiciones de financiación y con la exposición al riesgo de las 91 entidades participantes en el ejercicio. Por lo tanto, este ejercicio representa un importante paso adelante en el restablecimiento de la confianza de los mercados.

El Consejo de Gobierno también valora positivamente el compromiso adquirido por las autoridades nacionales de proporcionar mecanismos de respaldo a las entidades de crédito en aquellos casos en los que los recursos privados resulten insuficientes. 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, sentando así las bases para el crecimiento sostenible, la creación de empleo y la estabilidad financiera.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE sigue siendo apropiado. Tomando en consideración toda la nueva información disponible desde su reunión del 8 de julio 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, beneficiándose de las reducidas presiones internas sobre los precios. Los datos económicos y los indicadores procedentes de las encuestas disponibles sugieren un fortalecimiento de la actividad económica en el segundo trimestre de 2010, y los datos de que se dispone relativos al tercer trimestre son mejores de lo esperado. A más largo plazo, y teniendo en

cuenta una serie de factores de carácter temporal, el Consejo de Gobierno continúa esperando que el ritmo de crecimiento de la economía de la zona del euro sea moderado y todavía irregular, en un entorno de incertidumbre. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas a medio plazo siguen 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 permanecen firmemente ancladas en línea 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.

En relación con las políticas fiscales, es fundamental que los planes presupuestarios tanto para 2011 como para los años siguientes, reflejen el firme compromiso de lograr de nuevo unas finanzas públicas saneadas. Dado el excepcional deterioro presupuestario registrado durante los últimos dos años, la aplicación de estrategias de saneamiento a medio plazo creíbles, destinadas a recuperar la sostenibilidad de las finanzas públicas y la creación de un margen de maniobra presupuestario, constituye una necesidad urgente. Los objetivos presupuestarios de los países deben cumplir, como mínimo, los requisitos de saneamiento presupuestario previstos en sus respectivos procedimientos de déficit excesivo. Es posible que, en aquellos casos en los que los planes actuales no sean suficientes para alcanzar el principal objetivo de frenar e invertir el aumento de la ratio de deuda, sea necesario fijar objetivos más ambiciosos, como los ya adoptados por una serie de países de la zona del euro. Además, todos los países han de concretar medidas de ajuste fiscal creíbles, centradas en el gasto y, al mismo tiempo, si fuese necesario, estar preparados para aplicar medidas adicionales durante los próximos años.

Con el fin de sostener el proceso de saneamiento presupuestario, de impulsar el funcionamiento adecuado de la zona del euro y de fortalecer las

perspectivas de un mayor crecimiento sostenible, es fundamental que se apliquen reformas estructurales de largo alcance. Se precisan reformas de gran calado en especial en aquellos países que en el pasado han experimentado pérdidas de competitividad o que aún sufren las consecuencias de déficits fiscales y exteriores elevados. Las medidas deberán asegurar un proceso de negociación colectiva que permita que los salarios se adapten con flexibilidad a la situación de desempleo y a la pérdida de competitividad. Unas reformas encaminadas a intensificar el crecimiento de la produc-

tividad sustentarían adicionalmente el proceso de ajuste de estas economías.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primer artículo analiza la evolución de los precios del petróleo y su impacto sobre la inflación y la actividad económica de la zona del euro. El segundo, analiza la evolución reciente del comercio mundial y de la zona del euro. En el tercer artículo, se exponen las principales características de las nuevas estadísticas armonizadas del BCE de los fondos de inversión de la zona del euro.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La recuperación de la economía mundial continúa, aunque a ritmo desigual. Mientras que varias economías han registrado un sólido crecimiento en el primer semestre de 2010, respaldado por las políticas de estímulo y el ciclo de existencias, se observan algunos indicios de que el ritmo de la expansión se está moderando. Las presiones inflacionistas han seguido siendo poco intensas, en general, en las economías avanzadas, aunque han repuntado en las regiones con mercados emergentes dinámicos. Se estima que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están, en general, equilibrados.

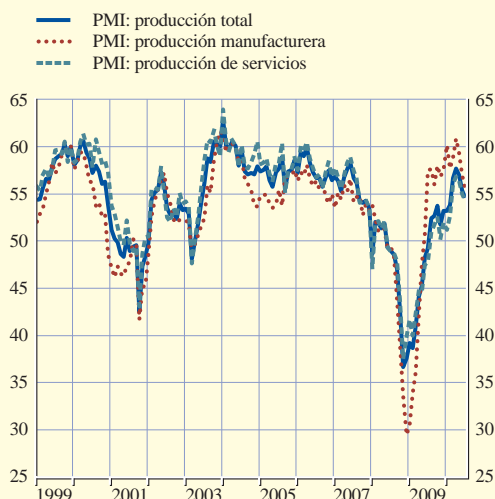
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La recuperación de la economía mundial continúa, respaldada por las políticas de estímulo y por el ciclo de existencias, aunque el patrón de la expansión global sigue siendo desigual. Las principales economías avanzadas todavía registran elevados niveles de capacidad excedente de producción y, en general, solo un crecimiento moderado, mientras que el repunte en los mercados emergentes ha sido muy acusado. No obstante, se observan algunos indicios de que el ritmo de la expansión en las economías emergentes que crecen más rápidamente está comenzando a moderarse hacia niveles más sostenibles.

Los indicadores basados en las encuestas sugieren que el ritmo de la expansión económica mundial, si bien continúa siendo robusto, ha seguido moderándose ligeramente. El indicador sintético mundial PMI (índice de directores de compras) ha seguido descendiendo ligeramente, situándose en 54,6 en julio, frente a los 56,7 puntos registrados en el período de tres meses precedente (véase gráfico 1). No obstante, esta cifra se mantiene todavía muy por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción y excede la media de los diez últimos años. La entrada más lenta de nuevos pedidos en comparación con los tres meses anteriores sugiere también que el crecimiento de la actividad económica

Gráfico 1 PMI: producción mundial

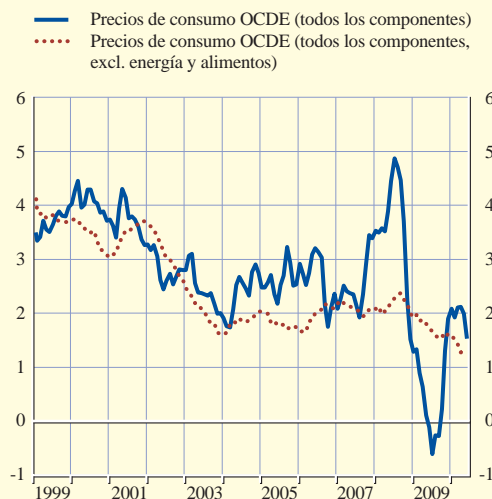
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

podría haber alcanzado un máximo en el segundo trimestre del año. Asimismo, la desaceleración del crecimiento mundial probablemente afectará a las perspectivas del comercio internacional y, por ende, a la demanda exterior de la zona del euro en el segundo semestre del año.

La evolución de los precios a escala mundial ha tendido a reflejar los desiguales patrones de crecimiento; las presiones inflacionistas han seguido siendo moderadas, en general, en las economías avanzadas, pero han repuntado en las regiones con mercados emergentes dinámicos. En los países de la OCDE, la inflación general medida por los precios de consumo se redujo hasta el 1,5% en el año transcurrido hasta junio, en comparación con el 2% registrado en mayo (véase gráfico 2), debido, principalmente, a efectos de base relacionados con la energía. Excluidos la energía y los alimentos, los precios de consumo aumentaron un 1,3% en junio, sin variaciones con respecto al mes anterior. El índice de precios de los bienes intermedios del indicador PMI mundial señala también una moderación de las presiones inflacionistas y muestra una nueva caída en julio, hasta 53,3 desde el máximo de 60,9 registrado en abril de 2010. No obstante, una lectura por encima de 50 sigue siendo coherente con el incremento de los precios.

ESTADOS UNIDOS

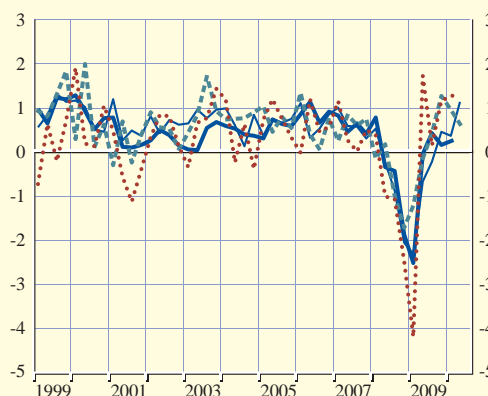
En Estados Unidos, el crecimiento del PIB real perdió cierto impulso en el segundo trimestre de 2010. Según la estimación preliminar de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real creció un 2,4% en tasa anualizada en el segundo trimestre de 2010, mientras que el crecimiento del primer trimestre se revisó al alza hasta el 3,7%, desde el 2,7%. Si bien el crecimiento del gasto en consumo privado se ha reducido desde el primer trimestre, la inversión privada ha experimentado una rápida aceleración. El crecimiento del PIB también reflejó, en parte, una contribución positiva de las existencias, así como de la inversión y del consumo públicos. Por otra parte, el crecimiento se vio atenuado por una fuerte contribución negativa de la demanda exterior neta, como resultado de un pronunciado repunte de las importaciones en relación con las exportaciones.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, se redujo desde el 2% de mayo hasta el 1,1% en junio, reducción que es atribuible a una desaceleración

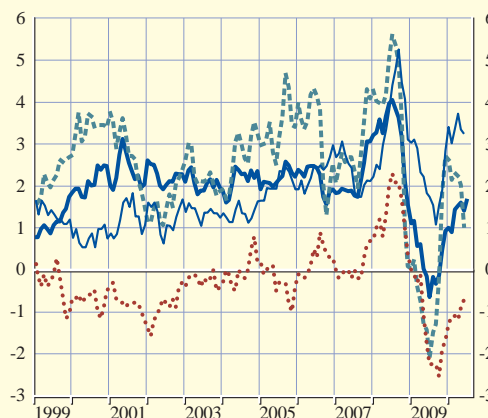
Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas

— 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.

de la inflación interanual de los precios de la energía en junio. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se mantuvo en el 0,9% en junio, la tasa más baja registrada desde 1966, como consecuencia de la notable atonía en el mercado de trabajo y en los mercados de productos.

El 23 de junio, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales en una banda del 0% al 0,25%. 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.

JAPÓN

La economía japonesa ha dado nuevas señales de recuperación, respaldada por la solidez de la demanda exterior neta y, en menor medida, por la demanda interna. Las elevadas tasas de crecimiento de Asia han seguido incrementando las exportaciones, mientras que los estímulos fiscales han sustentado la demanda interna. No obstante, las estimaciones más recientes apuntan a cierta moderación. Concretamente, las exportaciones reales aumentaron en tasa interanual en junio, aunque a un ritmo más lento que en mayo, en parte como resultado de la apreciación del yen. Al mismo tiempo, la producción industrial, aunque siguió registrando una tasa de crecimiento intertrimestral positiva en el segundo trimestre de 2010, experimentó una desaceleración, en tasa intermensual, en junio.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, los precios de consumo descendieron en junio, pero la deflación se está moderando. La inflación medida por el IPC se situó en un nivel de -0,7% en tasa interanual en junio, frente al -0,9% observado en mayo. Excluidos la energía y los alimentos esta tasa fue del -1,5% en junio, frente al -1,6% de mayo. En su reunión de 10 de agosto de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, los indicadores recientes siguen apuntando a una recuperación sostenida. El crecimiento intertrimestral del PIB aumentó un 1,1%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2010, tras registrar una expansión del 0,3% en el primer trimestre (véase gráfico 3). La recuperación en el segundo trimestre fue generalizada y afectó a los principales sectores económicos. Los precios de la vivienda mantuvieron su tendencia alcista en junio (el índice Halifax aumentó un 6,3% en tasa interanual), pero en tasa intermensual han descendido en los últimos meses. De cara al futuro, se espera que se mantenga la gradual recuperación, respaldada por los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, las políticas de estímulo monetario y las mejoras de la situación económica mundial en general. No obstante, se prevé que el crecimiento de la demanda interna seguirá estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y el notable endurecimiento de la política fiscal.

La inflación interanual, medida por el IPC, se redujo hasta el 3,2% en junio, desde el 3,4% observado en mayo. Se prevé que los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina y el impacto del incremento de la tasa del IVA en enero de 2011 ejercerán presión al alza sobre los precios de consumo. El 5 de agosto, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra votó a favor de mantener en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. El Comité también votó a favor de mantener el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en 200 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la actividad económica también siguió mejorando en el primer trimestre de 2010. Al mismo tiempo, la inflación evolucionó de forma heterogénea.

En Suecia, el PIB real creció un 1,5%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, frente al 0,5% registrado en el cuarto trimestre de 2009. El mercado de trabajo ha mostrado, recientemente, algunas señales de estabilización, lo que ha favorecido aún más la recuperación económica. En Dinamarca, el producto creció un 0,5% en el primer trimestre de 2010, frente al 0,2% registrado en el cuarto trimestre de 2009. Se espera que continúe el repunte de la actividad económica, si bien de forma gradual, respaldado por las medidas de estímulo fiscal, las bajas tasas de inflación y la mejora de la situación externa. En junio de 2010, la inflación interanual, medida por el IAPC, se redujo hasta el 1,6% en Suecia y hasta el 1,7% en Dinamarca.

Entre los países más grandes de la UE de Europa central y oriental, solo Rumanía registró tasas de crecimiento del PIB real negativas en el primer trimestre de 2010: -0,3% en cifras intertrimestrales. Al mismo tiempo, el crecimiento fue del 0,9% en Hungría y del 0,5% en la República Checa y Polonia. En general, con la excepción de Rumanía, los indicadores de confianza más recientes, así como las cifras de producción industrial y comercio, apuntan a una mejora de la actividad. No obstante, diversos factores —entre ellos el aumento del desempleo y las desfavorables condiciones de concesión de crédito (especialmente en Hungría y Rumanía) — apuntan a que se mantendrá la atonía de la demanda interna. En junio de 2010, la inflación interanual, medida por el IAPC, se situaba en el 1% en la República Checa y en el 2,3% en Polonia. Por el contrario, en Hungría y Rumanía, la inflación medida por el IAPC siguió siendo elevada, registrándose tasas del 5% y del 4,3%, respectivamente.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

A juzgar por la evidencia disponible más reciente, en las economías emergentes de Asia la actividad económica ha seguido siendo vigorosa en el segundo trimestre de 2010. La solidez de las exportaciones y la fortaleza de la demanda interna han sido los principales factores determinantes del crecimiento, mientras que el gasto público se ha reducido en algunas economías. Al mismo tiempo, se aprecian indicios de una ligera desaceleración del crecimiento en algunos países. Tras experimentar un repunte durante el primer trimestre de 2010, la inflación se ha estabilizado en gran medida en la región en el segundo trimestre.

En China, el PIB real creció un 10,3%, en tasa interanual, en el segundo trimestre, frente al 11,9% del primer trimestre, lo que indica un cierto enfriamiento de la economía, sumado a un menor riesgo de recalentamiento. La gradual retirada de los estímulos fiscales y monetarios, incluso con la adopción de medidas administrativas, parece haber surtido efecto para reducir el gasto público en inversión en activos fijos y evitar la posibilidad de que se acumule de nuevo una burbuja en el mercado inmobiliario. La demanda exterior ha registrado una notable recuperación, en parte como resultado del paulatino fortalecimiento de la demanda en las economías avanzadas. Al mismo tiempo, las importaciones se han reducido ligeramente en un contexto de desaceleración de la inversión interna, lo que se ha traducido en un aumento del superávit comercial en junio. Persisten las presiones inflacionistas, pero se espera que sigan siendo moderadas en vista de la aparición de cierto exceso de capacidad productiva en una economía que se está enfriando. La inflación medida por el IPC y por el IPRI se redujo, en junio, hasta el 2,9% y el 6,4%, respectivamente, en un contexto de ralentización del crédito y de la oferta monetaria.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica ha mantenido, en general, un ritmo de crecimiento sólido, mientras que la inflación ha evolucionado de forma heterogénea. En Brasil, la producción industrial creció un 14,8%, en tasa interanual, en mayo. En junio, la inflación, medida por los precios de consumo, se situó

en el 4,8%. En respuesta a la rápida recuperación de la actividad económica, el Banco Central do Brasil elevó su principal tipo de interés oficial 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 10,75%, el 21 de julio. En Argentina, una excepcional cosecha, sumada a los estímulos fiscales y a las externalidades positivas del rápido crecimiento experimentado por Brasil, se ha traducido en una sólida actividad económica en los últimos meses. La producción industrial creció un 10,2%, en tasa interanual, en mayo. No obstante, la inflación medida por los precios de consumo ha seguido siendo elevada, con una tasa interanual del 11% en junio. Finalmente, en México la producción industrial creció un 8,6% en mayo, mientras que las presiones inflacionistas se moderaron ligeramente, reduciéndose la inflación general por debajo del 4% en ese mismo mes.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo aumentaron durante la mayor parte de julio, recuperándose así de la caída experimentada a comienzos del mes. El 4 de agosto, el precio del barril de Brent se situaba en 81,9 dólares estadounidenses, es decir, un 4,6% por encima del nivel de comienzos del año (véase gráfico 4). 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 a 89,1 dólares estadounidenses el barril.

Por lo que respecta a las variables fundamentales, la demanda de crudo sigue siendo alta en los países no pertenecientes a la OCDE y se está recuperando de forma sostenida en los países que sí pertenecen a esta organización, en particular, en Estados Unidos. La Agencia Internacional de la Energía prevé que la demanda mundial de petróleo aumente un 1,6% en 2011, impulsada, principalmente, por un incremento de la demanda en los países que no son miembros de la OCDE. Por el lado de la oferta, la capacidad de producción de petróleo sigue siendo holgada y el nivel de las existencias continúa siendo elevado, lo que ha moderado, en parte, las presiones sobre los precios por el lado de la demanda.

Los precios de las materias primas no energéticas aumentaron significativamente en julio. En el caso de los alimentos, el aumento se produjo como consecuencia del considerable incremento de los precios del trigo; por su parte, los precios de los metales también se recuperaron con respecto a los mínimos registrado a principios de junio, debido, en particular a la subida de los precios del cobre y del plomo. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de julio, un 17,6% por encima del nivel de comienzos del año.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los datos publicados recientemente sugieren, una vez más, que, durante el segundo semestre del año, cabría esperar cierta moderación del ritmo de crecimiento, a medida que se disipen los efectos derivados

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas

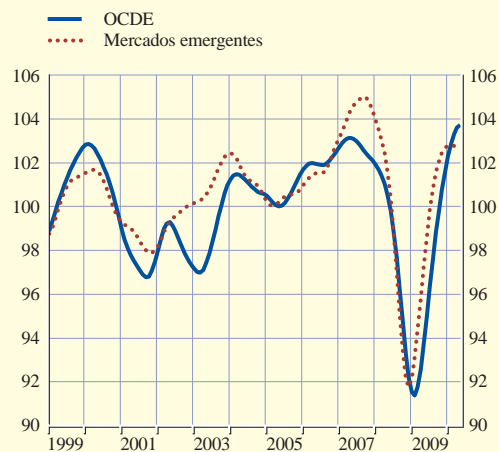


del ciclo de existencias y de las políticas de estímulo. Los indicadores adelantados apuntan a que el crecimiento de la actividad económica mundial podría haber alcanzado un máximo en el segundo trimestre. El indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a mayo de 2010 sugiere que, en los países de la OCDE, continuará la expansión, aunque a un ritmo más lento. Examinando los datos con más detalle, se observa que podría producirse una desaceleración de la expansión en Estados Unidos, Japón y Rusia, y se prevén máximos en Reino Unido, Canadá y algunas de las principales economías emergentes. Los indicadores de confianza de las principales economías también han experimentado un enfriamiento recientemente, de lo que se deduce la posibilidad de que la expansión económica choque en el corto plazo con vientos contrarios.

En un entorno de incertidumbre, los riesgos para la actividad económica mundial siguen estando, en general, equilibrados. Por una parte, el comercio mundial podría recuperarse con más intensidad de lo previsto. Por otra parte, sigue preocupando la posibilidad de que se recrudezcan las tensiones en los mercados financieros, 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.

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.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado experimentaron un ligero aumento en junio, aunque permanecieron en niveles reducidos. El efecto moderador ejercido por la acusada pendiente de la curva de rendimientos sobre el crecimiento de M3 está disminuyendo gradualmente. Esta evolución continúa respaldando la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo son contenidas. El débil crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado sigue ocultando un crecimiento moderadamente positivo de los préstamos a los hogares, así como un crecimiento negativo de los préstamos a las sociedades no financieras, aunque se mantiene en un nivel estable. Por último, los datos disponibles hasta junio sobre los principales activos de las IFM muestran que el tamaño total de los balances de las entidades de crédito se ha estabilizado.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

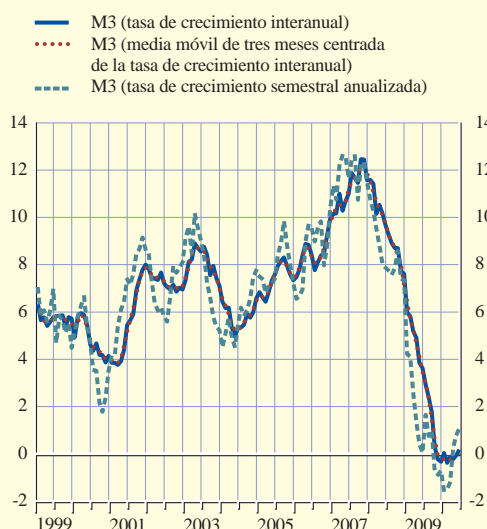
En junio de 2010, la tasa de crecimiento interanual de M3 pasó a ser ligeramente positiva, tras cuatro meses en niveles negativos, y se situó en el 0,2% (véase gráfico 6). Ese mes se registró un elevado flujo mensual de entrada, que quedó reflejado en un nuevo aumento de la tasa de crecimiento semestral anualizada. Sin embargo, todavía persiste la volatilidad que ha caracterizado a la evolución a corto plazo de M3 y de algunos de sus componentes y contrapartidas en los trimestres recientes. El incremento de la tasa de crecimiento interanual de M3 tuvo su origen, fundamentalmente, en los cuantiosos flujos positivos observados en las cesiones temporales, como consecuencia de la liquidación de operaciones a través de las entidades de contrapartida central.

En general, la evolución de M3 sigue explicándose, hasta cierto punto, por el impacto de los niveles de los tipos de interés. Como la pendiente de la curva de rendimientos continúa siendo pronunciada, lo que hace que la remuneración de los activos no monetarios que generan intereses sea relativamente elevada, continuó habiendo un incentivo para asignar nuevos fondos fuera de M3, aunque este efecto está desapareciendo gradualmente. Por consiguiente, aunque el crecimiento de M3 sigue subestimando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, lo hace en menor medida.

En cuanto a los componentes, el crecimiento de M3 en su conjunto continuó ocultando importantes diferencias entre el crecimiento interanual de M1, que fue intenso pero descendió, y un crecimiento negativo, aunque mejorando, de los otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables. Por lo que se refiere a las contrapartidas, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado se mantuvo en niveles reducidos y continuó ocultando diferencias entre el crecimiento moderadamente positivo de

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

los préstamos otorgados a los hogares y el crecimiento negativo de los préstamos a las sociedades no financieras.

Los datos disponibles hasta junio sobre los principales activos de las IFM muestran que el tamaño total de los balances de las entidades de crédito se ha estabilizado, tras los aumentos observados desde principios de año. Esta evolución se debe a la contracción que, en términos intermensuales, se observó en el crédito entre IFM, que quedó compensado con incrementos de los activos frente al Eurosistema, así como de los préstamos al sector privado de la zona del euro.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La debilidad observada en la tasa de crecimiento interanual de M3 en junio de 2010 continuó ocultando diferencias en los niveles de crecimiento de los distintos componentes. Aunque estas diferencias han tendido a reducirse en los últimos meses, siguen siendo acusadas. De hecho, la tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo en niveles elevados, aunque en los últimos trimestres ha descendido gradualmente. Al mismo tiempo, las tasas de crecimiento interanual de los instrumentos negociables y de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista permanecieron en niveles considerablemente negativos, si bien han experimentado una ligera recuperación recientemente.

La tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a descender y se situó en el 9,2% en junio, desde el 10,3% de mayo. Esta evolución reflejó los moderados flujos mensuales de entrada que se registraron en los depósitos a la vista y en el efectivo en circulación. Aunque la evolución mensual continuó caracterizándose por un nivel elevado de volatilidad, la moderación observada en la tasa de crecimiento interanual de M1 puede deberse al hecho de que el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista frente a otras clases de depósitos a corto plazo ha estado aumentando gradualmente en los últimos meses, ya que los tipos de interés a los que se remuneraban otros depósitos a corto plazo han estado aumentando.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó hasta situarse en el -7,2% en junio, desde el -8% de mayo, como consecuencia de salidas mensuales moderadas de los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo) que quedaron totalmente compensadas con una entrada de magnitud similar en los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, los depósitos de ahorro a corto plazo). En general, el hecho de que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista fuera menos negativa sugiere que el desplazamiento de fondos hacia los depósitos a la vista observado durante el último año y medio parece haber disminuido.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó hasta situarse en el -7,3% en junio, desde el -9,8% de mayo. El hecho de que esta tasa fuera menos negativa fue resultado de los elevados flujos mensuales registrados en las cesiones temporales, mientras que las participaciones en fondos del mercado monetario registraron una nueva salida. El incremento intermensual observado en las cesiones temporales continuó reflejando la liquidación de operaciones a través de entidades de contrapartida central.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle puntual por sectores, experimentó un incremento por la contribución de los hogares por primera vez desde noviembre de 2008. La contribución de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones se mantuvo estable, mientras que la de las sociedades no financieras volvió a disminuir. En consecuencia, la contribución de cada uno de estos sectores a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 tendió a converger en junio, aunque el aumen-

to de las tenencias de las sociedades no financieras sigue siendo la aportación más importante al crecimiento interanual de estos instrumentos.

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 se redujo hasta situarse en el 1,5% en junio, desde el 1,7% de mayo, como consecuencia del descenso de las tasas de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas, que se mantuvo en niveles bastante elevados, y del otorgado al sector privado, que cayó hasta cero (véase cuadro 1).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado (el principal componente del crédito otorgado a este sector) experimentó un ligero aumento y se situó en el 0,3% en junio, desde el 0,2% de mayo, manteniéndose, por tanto, en niveles reducidos. Al igual que en los dos meses anteriores, el impacto de las operaciones de titulización fue insignificante en junio.

El crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado sigue reflejando una evolución dispar de los distintos subsectores. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras continuó siendo negativa en junio (del -1,9%), aunque algo menos que en mayo (véase cuadro 2). En junio se produjo una salida mensual impulsada, fundamentalmente, por los préstamos a corto plazo (hasta un año), lo que puede representar, en cierta medida, una corrección tras los elevados flujos de entrada registrados en mayo. En cuanto a los préstamos a los hogares, la tasa de crecimiento interanual continuó aumentando ligeramente (hasta el 2,8% en junio). El crecimiento de los préstamos a este sector sigue reflejando principalmente la dinámica de los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que el crecimiento del crédito al consumo se redujo sustancialmente.

En general, la evolución de los préstamos al sector privado todavía es acorde, en líneas generales, con regularidades del ciclo económico. Estas regularidades indican que, en términos de las tasas de creci-

Cuadro 1 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 III	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 May	2010 Jun
M1	49,5	12,2	12,3	11,3	10,3	10,3	9,2
Efectivo en circulación	8,3	12,8	7,5	6,2	6,4	6,8	6,9
Depósitos a la vista	41,1	12,1	13,3	12,4	11,1	11,0	9,7
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,5	-3,1	-7,7	-8,2	-8,1	-8,0	-7,2
Depósitos a plazo hasta dos años	19,0	-13,2	-22,1	-22,8	-21,6	-21,2	-19,5
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,5	12,9	15,8	13,3	10,2	9,7	8,7
M2	88,0	4,5	2,2	1,7	1,4	1,5	1,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,0	-7,7	-11,4	-11,6	-9,6	-9,8	-7,3
M3	100,0	2,7	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,2
Crédito a residentes en la zona del euro	3,7	3,0	1,9	1,7	1,7	1,5	1,5
Crédito a las Administraciones Públicas	12,0	14,2	9,9	9,0	9,4	8,1	8,1
Préstamos a las Administraciones Públicas	2,6	3,1	3,8	6,6	7,7	6,9	6,9
Crédito al sector privado	2,1	0,9	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0
Préstamos al sector privado	0,4	-0,6	-0,4	0,1	0,2	0,3	0,3
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones	1,6	0,3	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)	4,8	6,7	5,5	4,4	4,0	2,8	2,8

Fuente: BCE.

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

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 May	2010 Jun
Sociedades no financieras	42,7	1,2	-1,4	-2,5	-2,2	-2,1	-1,9
Hasta un año	24,3	-8,7	-11,9	-12,3	-10,8	-10,4	-10,1
De uno a cinco años	19,7	4,7	-0,2	-3,3	-4,6	-4,7	-4,6
Más de cinco años	56,0	5,4	3,9	3,2	3,1	3,2	3,3
Hogares²⁾	46,5	-0,1	0,3	1,7	2,5	2,6	2,8
Crédito al consumo ³⁾	12,5	-1,0	-1,0	-0,6	-0,7	-0,3	-1,6
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,5	-0,2	0,2	2,0	3,0	3,1	3,4
Otras finalidades	16,0	1,3	1,9	2,4	3,0	2,9	3,4
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	-6,1	-12,4	-9,3	-7,4	-7,8	-13,4
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,0	0,0	0,2	0,2	0,8	0,5	-0,4

Fuente: BCE.

Notas: El sector IFM, incluido el Eurosistema; clasificación por sectores basada en el SEC 95. Para más información, véanse las notas técnicas pertinentes.

1) A fin del último mes disponible. Préstamos a los sectores, en porcentaje del total de préstamos de las IFM al sector privado, detalle por plazo y por finalidad, en porcentaje de los préstamos concedidos por las IFM a los sectores respectivos. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

2) Según la definición del SEC 95.

3) Las definiciones de crédito al consumo y préstamos para adquisición de vivienda no son totalmente homogéneas en la zona del euro.

miento interanual, la evolución de los préstamos en términos reales a los hogares coincide a grandes rasgos con la del PIB real, mientras que los préstamos otorgados en términos reales a las sociedades no financieras tienden a presentar un desfase de alrededor de un año con respecto a la actividad económica. Aunque todavía no se dispone de evidencia que demuestre claramente que se ha producido un punto de inflexión en los préstamos en términos reales a las sociedades no financieras, las desviaciones de las medias históricas no son algo desconocido, y pueden explicarse por factores especiales. En la situación actual, por ejemplo, entre los factores especiales que pueden hacer que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos en términos reales a las empresas se recupere con cierto retraso se incluyen una recuperación desigual en los distintos países y sectores económicos, y la capacidad de las empresas de algunos sectores para recurrir de manera creciente a la financiación interna o a la financiación en los mercados, lo que han hecho con intensidad en los doce últimos meses. Para conocer detalles de la evolución de los criterios aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro en la aprobación de préstamos y líneas de crédito, y de la demanda de préstamos, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2010», que figura al final de esta sección. En el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del primer trimestre de 2010», en la sección 2.6, se presenta un análisis del ahorro, la inversión y la financiación por sectores institucionales.

Entre 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) experimentó una nueva moderación en junio, tras haber seguido una tendencia descendente, en general, desde octubre de 2009. Este descenso reflejó una evolución similar de los distintos subcomponentes. Más concretamente, la caída de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a largo plazo se debió a que el desplazamiento de fondos desde los depósitos de M3 hacia los depósitos a más largo plazo, favorecido por la configuración de los rendimientos, ha disminuido en los últimos meses. Además, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM que mantiene el sector tenedor de dinero cayó de nuevo en junio, como consecuencia de que se volvieron a registrar abultados flujos mensuales negativos, los más elevados desde octubre de 2008. Esto puede deberse a la pérdida de atractivo de la emisión en los mercados en las actuales condiciones (para más detalles, véase el recuadro 1, titulado

«La financiación de las IFM de la zona del euro mediante la emisión de valores de renta fija»). La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas se redujo hasta el 6,3% en junio, desde el 8% de mayo.

Recuadro 1

FINANCIACIÓN DE LAS IFM DE LA ZONA DEL EURO MEDIANTE LA EMISIÓN DE VALORES DE RENTA FIJA

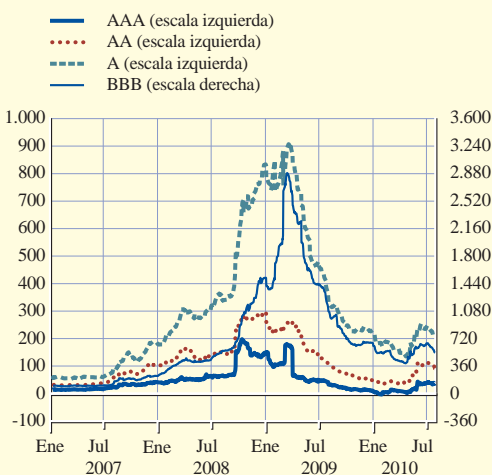
Las tensiones observadas recientemente en los mercados de deuda soberana han afectado a las condiciones de financiación de las IFM de la zona del euro y a su acceso a los mercados mayoristas de financiación en el segundo trimestre de 2010. El impacto ha sido visible en los diferenciales de los bonos bancarios y en las primas de los seguros de riesgo de crédito (CDS en terminología anglosajona), que experimentaron un acusado aumento en mayo y junio de 2010, pero es probable que hayan afectado también a las decisiones de las entidades de crédito de la zona del euro en los últimos meses. De hecho, los datos de los balances de las IFM mostraron una reducción neta de sus emisiones de valores de renta fija tanto en mayo como en junio de 2010. Esta imagen la confirman los resultados más recientes de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema (véase recuadro 2), que apuntan a un deterioro del acceso a la financiación mayorista en el segundo trimestre. En este contexto, en este recuadro se describe la evolución más reciente de las emisiones de valores de renta fija de las IFM de la zona del euro.

Emisiones netas de valores de renta fija

Las tensiones observadas en los mercados de deuda soberana de la zona del euro implicaron efectos de contagio directos del aumento de los rendimientos de los bonos soberanos a los rendimientos de los bonos bancarios. La exposición de las entidades de crédito a la deuda soberana así como la incertidumbre que la rodea también parece incrementar el riesgo de contrapartida y afecta, de forma más general, a la probabilidad de impago por parte de dichas entidades. Ello se reflejó, por ejemplo, en los diferenciales de los bonos bancarios con calificación AA y A, que aumentaron en torno a 70-100 puntos básicos entre mediados de abril y mediados de junio de 2010 en relación con un índice sintético de la deuda pública de la zona del euro (véase gráfico A)¹. Más recientemente, estos diferenciales se han reducido un poco, como resultado, entre otras cosas, de la publicación de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito de la UE el 23 de julio de 2010, aunque se mantienen en niveles elevados en comparación con el primer trimestre de 2010.

Gráfico A Diferenciales de renta fija privada de las instituciones financieras de la zona del euro

(puntos básicos)



1 Según Iboxx; de forma similar, el índice Itraxx Senior Financials de diferenciales de los CDS aumentó en torno a 100 puntos básicos durante el mismo período.

Fuente: Thompson Financial Datastream.
Nota: La referencia es el índice de deuda pública EMU AAA que calcula Merrill Lynch.

El acusado aumento de los costes de las emisiones de renta fija en el mercado financiero en mayo y junio de 2010 podría haber desincentivado a muchas entidades de crédito de la zona del euro a renovar la deuda que vencía, como lo reflejan los flujos netos negativos de valores de renta fija emitidos por las IFM en estos dos meses². Esta tendencia la confirman también las estadísticas de emisiones de valores de renta fija (para las que se dispone de datos hasta mayo de 2010), que muestran, para las IFM de la zona del euro, una emisión neta negativa del orden de 25 mm de euros en mayo de 2010 (véase gráfico B), frente a una media mensual de largo plazo de alrededor de 22 mm de euros, en términos netos. Una de las causas por las que las emisiones netas de valores de renta fija de las IFM en los últimos meses han sido, en general, moderadas podría ser el hecho de que el sector bancario de la zona del euro pasa actualmente por un proceso de ajuste de sus balances y, al mismo tiempo, se enfrenta a una demanda de préstamos más bien escasa, lo que podría haber reducido la necesidad de financiación de nuevas actividades. En algunos casos, la moderación de las emisiones netas en mayo y junio quizá refleje, sencillamente, un aplazamiento de las nuevas emisiones de renta fija con la esperanza de que, más adelante, mejore la situación en los mercados. Por su parte, otras entidades (supuestamente más débiles) podrían haber considerado los costes de acceso a los mercados de renta fija prohibitivamente elevados en 2010.

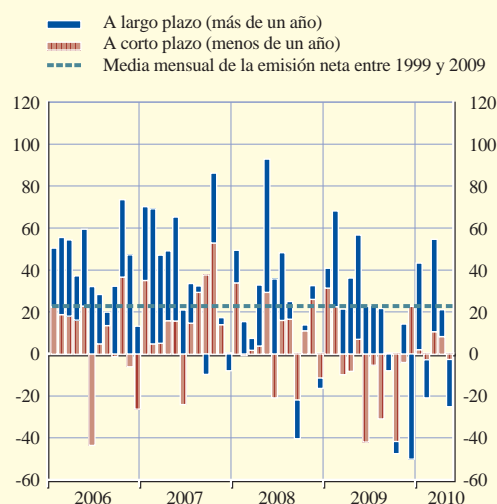
Emisiones netas de valores de renta fija con garantía pública

La heterogeneidad que existe dentro del sector bancario de la zona del euro respecto a la capacidad para recurrir a la financiación del mercado durante 2010 se confirma por la evolución de las emisiones de valores de renta fija de las IFM respaldadas por garantías públicas. El uso de estas garantías debería facilitar las emisiones en los mercados. A finales de 2008 y en el primer semestre de 2009, la introducción de los programas de apoyo público, en virtud de los cuales las entidades de crédito emitieron renta fija con aval

² Según las Estadísticas de elementos del balance de las IFM.

Gráfico B Emisión neta de valores de renta fija por las IFM de la zona del euro: detalle por plazos

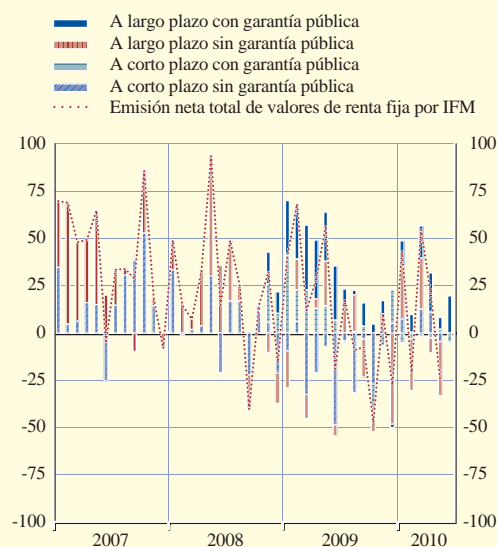
(flujos mensuales en mm de euros; sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)



Fuente: BCE.
Nota: Última observación: mayo de 2010.

Gráfico C Emisión neta de valores de renta fija por IFM de la zona del euro con garantía pública

(flujos mensuales en mm de euros; sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)



Fuente: BCE, estimaciones del BCE.
Nota: Última observación: mayo de 2010 para la emisión neta total y las emisiones sin garantía pública; junio de 2010 para las emisiones netas con garantía.

público permitió a estas entidades mantener sus emisiones a pesar de las condiciones adversas vigentes en el mercado para la deuda bancaria. En los tres primeros meses de 2010, el recurso de los bancos de la zona del euro al respaldo público fue reducido, dado que al menos algunas entidades pudieron tener cada vez más acceso a financiación del mercado sin ese respaldo (véase gráfico C). El deterioro de las condiciones del mercado en abril y mayo no se tradujo en un acusado aumento del recurso al respaldo público, pese al hecho de que en el primer semestre de 2010, esos programas seguían en vigor en casi todos los países en los que se habían adoptado. De lo que se deduce que la mayoría de las entidades de crédito de la zona del euro no experimentaron un incremento tan grande de las necesidades de financiación que les obligase a estar dispuestas a incurrir en los costes que entrañaba la emisión de deuda con garantía pública. Por otra parte, la emisión de ese tipo de valores, aunque ha sido escasa, no ha cesado por completo en los últimos meses. El recurso a esta modalidad de financiación se ha concentrado en las IFM residentes en unos pocos países de la zona del euro que se han encontrado en el epicentro de las tensiones experimentadas por los mercados de deuda soberana y en otros pocos emisores concretos. Cabe pensar, pues, en la existencia de un subconjunto de IFM de la zona del euro que se enfrentan a condiciones de financiación muy restrictivas cuando tratan de obtener recursos en el mercado sin garantía pública. No obstante, el aval público permite además a las IFM pignorar los valores de renta fija como garantía en las operaciones de financiación del Eurosistema y, por ende, obtener recursos.

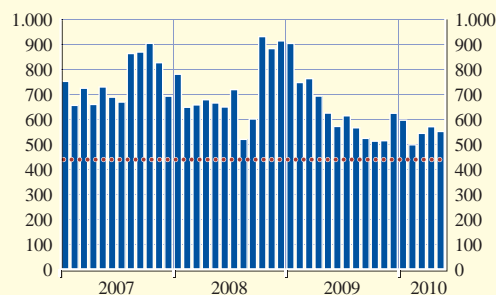
Emisión bruta de valores de renta fija

Pese a lo reducido de las emisiones netas de valores de renta fija de las IFM con y sin garantía pública, en términos brutos el sector bancario de la zona del euro en su conjunto ha podido seguir emitiendo cantidades significativas de este tipo de valores incluso en los últimos meses. Cabe señalar que el nivel de emisiones brutas de valores de renta fija a corto plazo (es decir, valores con

Gráfico D Emisión bruta de valores de renta fija a corto plazo por IFM de la zona del euro

(flujos mensuales en mm de euros; sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)

- A corto plazo (hasta un año)
- Media mensual de la emisión bruta a corto plazo entre 1999 y 2009

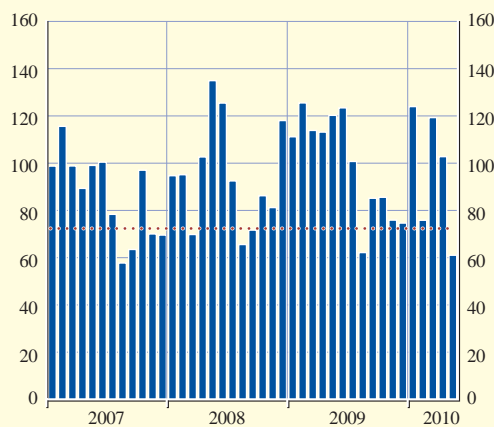


Fuente: BCE.
Nota: Última observación: mayo 2010.

Gráfico E Emisión bruta de valores de renta fija a largo plazo por IFM de la zona del euro

(flujos mensuales en mm de euros; sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)

- A largo plazo (más de un año)
- Media mensual de la emisión bruta a largo plazo entre 1999 y 2009



Fuente: BCE.
Nota: Última observación: mayo 2010.

plazo a la emisión de hasta un año) no solo siguió siendo sólido en mayo de 2010, sino que se situó, además, por encima de la media mensual histórica de emisiones brutas contabilizadas desde 1999 (véase gráfico D). De lo que se deduce que, a nivel agregado, las entidades de crédito de la zona del euro han mantenido la capacidad de satisfacer sus necesidades de financiación a corto plazo en el mercado de valores de renta fija, lo que se refleja también en la emisión neta de instrumentos a corto plazo, que solo fue ligeramente negativa (véase gráfico B). Así pues, las tensiones observadas en los mercados financieros en mayo de 2010 parecen haber mermado en cierta medida principalmente la capacidad de obtención de fondos de las entidades de crédito mediante la emisión de valores de renta fija a largo plazo (lo que refleja, posiblemente, la intención de beneficiarse de unos tipos de interés a largo plazo reducidos). Las emisiones brutas de esta categoría de valores se redujeron desde un nivel mensual de unos 100-120 mm de euros en los dos meses precedentes hasta unos 60 mm de millones en mayo (véase gráfico E).

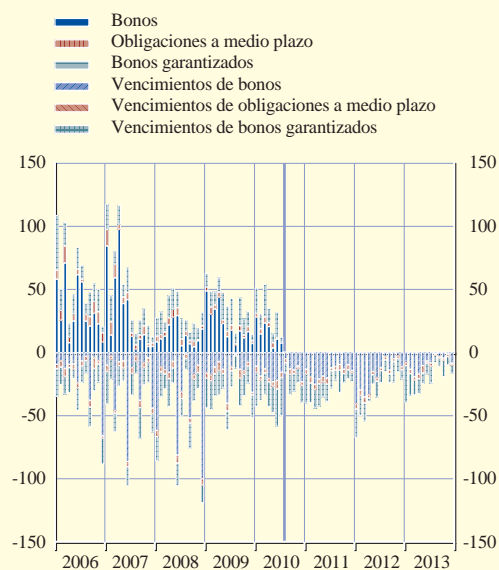
Emisión bruta y vencimientos de emisiones de valores de renta fija a largo plazo

Habida cuenta del considerable volumen de valores de renta fija a plazo más largo emitidos por las IFM de la zona del euro que vencerán en los próximos años, sería previsible que las entidades de crédito incrementaran sus emisiones en algún momento durante los próximos meses para garantizar su financiación a largo plazo. Según estimaciones basadas en datos de Dealogic, un proveedor de datos privado, las entidades de crédito de la zona del euro podrían tener que hacer frente a amortizaciones de emisiones vivas de valores de renta fija a largo plazo del orden de 1,3 billones de euros, aproximadamente, en los 14 trimestres que faltan hasta el cuarto trimestre de 2013 (véase gráfico F). No obstante, esta cifra es menor que los 1,9 billones, aproximadamente, que vencieron en los 14 trimestres precedentes (entre el primer trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2010). Durante ese período, las entidades de crédito de la zona del euro consiguieron emitir alrededor de 1,7 billones. Así pues, si bien el volumen de vencimientos de deuda que dichas entidades tendrán que refinanciar en los próximos dos años y medio es sustancial, parece manejable a juzgar por la experiencia del pasado reciente y dependerá de que se normalicen las condiciones de financiación en los mercados de renta fija.

Además, la necesidad de renovar los valores de renta fija emitidos que vayan venciendo podría ser menor que en el pasado, en la medida en que las entidades de crédito de la zona del euro podrían modificar sus modelos de negocio —a la luz de la crisis financiera— reduciendo su dependencia de la financiación en los mercados y recurriendo cada vez más a la financiación mediante depósitos. De hecho, estaría especialmente justificado reconsiderar las estrategias de fi-

Gráfico F Valores de renta fija a largo plazo emitidos por IFM de la zona del euro: emisión bruta y vencimientos

(flujos mensuales en mm de euros; sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)



Fuentes: Dealogic y cálculos del BCE.

Notas: «Vencimientos» en escala invertida. Los datos de Dealogic sobre valores de renta fija son menos completos que las estadísticas de emisiones de valores del BCE, en las que se basan los gráficos B a E. La metodología estadística aplicada tampoco es directamente comparable entre las dos bases de datos. Los datos se basan en las emisiones realizadas por entidades de crédito de la zona del euro.

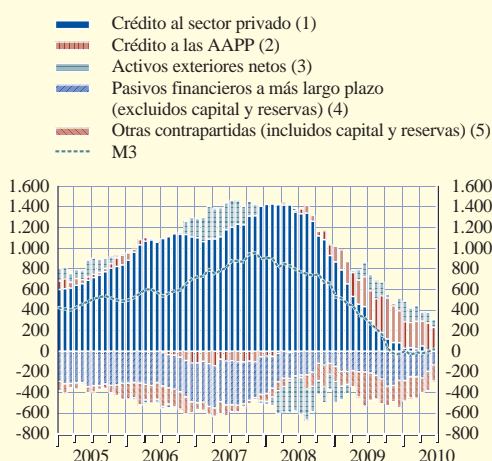
nanciación en el contexto de la persistente atonía de la actividad de titulización (no retenida), que (según los datos de Dealogic) todavía oscila en torno a un nivel reducido de menos de una tercera parte de las emisiones medias mensuales registradas desde el año 2000. Al mismo tiempo, pese a las recientes medidas de saneamiento de las finanzas públicas adoptadas en los países de la zona del euro, las entidades de crédito emisoras de deuda, en su búsqueda de financiación, probablemente tendrán que hacer frente a una competencia más intensa tanto de los emisores soberanos como de los emisores privados no financieros, ya que estos últimos podrían tratar de acceder cada vez más a la financiación de mercado a raíz de la crisis.

Por último, en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se registraron entradas interanuales por importe de 76 mm de euros en junio, frente a los 105 mm de euros de mayo (véase gráfico 7). Al igual que en el mes precedente, los flujos interanuales positivos contabilizados en los activos exteriores netos reflejan flujos interanuales negativos de activos y pasivos exteriores, con una reducción de los pasivos que superó la observada en los activos.

En resumen, las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado aumentaron en junio, aunque permanecieron en niveles reducidos. La pendiente de la curva de rendimientos sigue siendo acusada, si bien su impacto moderador sobre el crecimiento de M3 está disminuyendo, aunque con lentitud. Por tanto, esta evolución sigue respaldando la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que, a medio plazo, las presiones inflacionistas derivadas de la evolución monetaria son contenidas.

Gráfico 7 Contrapartidas de M3

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



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.

Recuadro 2

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE JULIO DE 2010

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2010, que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 14 de junio y el 2 de julio de 2010¹. Los resultados de la encuesta apuntan a que la tendencia descendente en el endurecimiento neto de los criterios que se aplican para la aprobación de préstamos a empresas observada en trimestres anteriores se interrumpió en el segundo trimestre de 2010. En ese mismo período, el endurecimiento neto de los criterios de concesión del crédito al consumo y otros préstamos a hogares y de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo prácticamente invariable.

¹ La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 2 de julio de 2010. El 28 de julio de 2010 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

Préstamos o líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: En el segundo trimestre de 2010, el porcentaje neto² de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas se incrementó hasta el 11% (véase gráfico A), superando con ello las expectativas de las entidades de la encuesta anterior (el 2%). Los resultados generales de la encuesta en lo que respecta a este sector fueron homogéneos para los distintos tamaños de empresas. Este porcentaje neto ascendió hasta el 14% para los préstamos concedidos a pequeñas y medianas empresas (pymes) (en comparación con el 4% del primer trimestre de 2010), y hasta el 12% para los otorgados a grandes empresas (en comparación con el 3% del trimestre anterior).

Entre los factores que contribuyeron al endurecimiento neto de los citados criterios en el segundo trimestre de 2010, las entidades participantes señalaron una mayor contribución de factores específicos de las entidades de crédito, lo que posiblemente se debiera a la reaparición de las tensiones en los mercados financieros. Esto quedó reflejado, en particular, en el hecho de que la situación de liquidez de las entidades contribuyera al endurecimiento de los criterios aplicados en la aprobación de préstamos (el 6%, frente al -6% del primer trimestre de 2010), tras haber contribuido a una relajación en los cuatro trimestres anteriores. Las entidades indicaron una contribución más positiva de la capacidad de las entidades

2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y el de las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

Gráfico A Cambios en los criterios de concesión aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas

(en porcentaje neto)



Notas: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

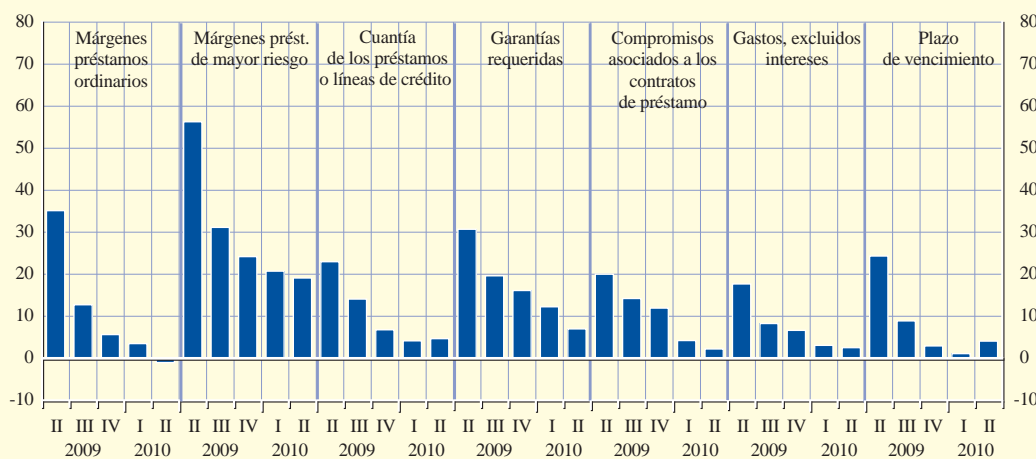
de crédito de acceder a la financiación en los mercados (el 9%, en comparación con el 2% del primer trimestre de 2010). Aunque los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades siguieron contribuyendo al endurecimiento neto de los criterios aplicados, pasaron a ser algo menos relevantes que en la encuesta anterior (el 4%, frente al 6% del primer trimestre de 2010). En cambio, la competencia (de entidades de crédito, de instituciones no bancarias y de la financiación en los mercados) tendió, por lo general, a relajar los criterios de aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas en el segundo trimestre de 2010. Al mismo tiempo, siguiendo con la tendencia registrada en trimestres anteriores, se produjo una nueva reducción de la contribución de los factores relacionados con el ciclo económico al endurecimiento de los criterios, como las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas (el 11%, en comparación con el 21% del primer trimestre de 2010) y las expectativas relativas a la actividad económica en general (el 6%, frente al 9% del primer trimestre de 2010).

La evolución fue dispar en lo que respecta a las condiciones relacionadas con el precio y de otras condiciones aplicadas en la concesión de préstamos a empresas, con un resultado neto que contribuyó al endurecimiento de los criterios aplicados en su aprobación en el segundo trimestre de 2010 (véase gráfico B). En efecto, aunque los márgenes, los compromisos asociados a los contratos de préstamo y las garantías solicitadas se relajaron ligeramente, se adoptó una actitud algo más restrictiva en relación con la cuantía de los préstamos concedidos y el plazo de vencimiento de los mismos. Al igual que el trimestre anterior, los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios concedidos a grandes empresas disminuyeron ligeramente en el segundo trimestre de 2010 (hasta el -2%, desde el -1% del primer trimestre de 2010), mientras que el endurecimiento neto de los márgenes de los préstamos otorgados a las pymes prácticamente no experimentó variaciones (el 8%).

De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan un menor endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos y líneas de crédito en el tercer trimestre de 2010 (el 5%; véase gráfico A).

Gráfico B Cambios en las condiciones para la aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas

(porcentaje neto de entidades que indican un endurecimiento de las condiciones)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente».

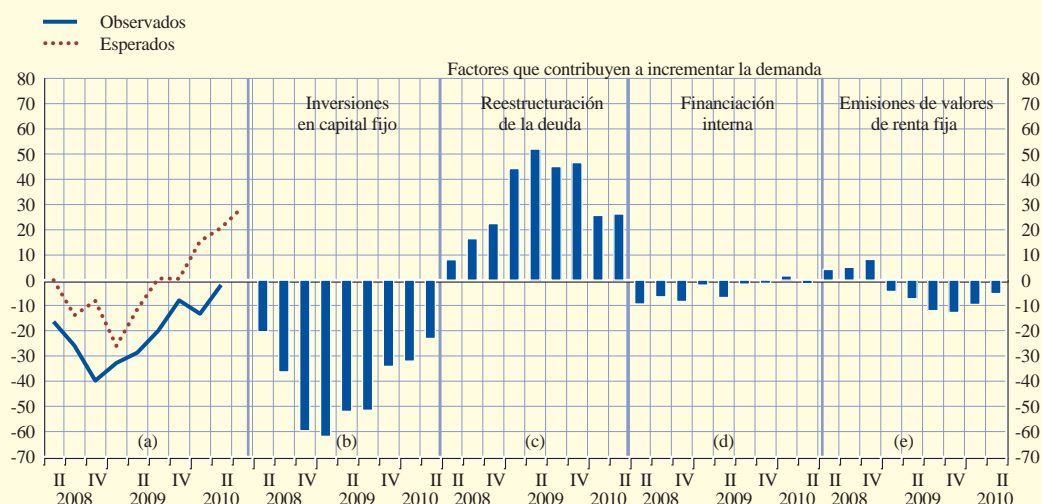
Demanda de préstamos: Aunque la demanda neta de préstamos³ por parte de empresas siguió siendo negativa, aumentó hasta el -2% en el segundo trimestre de 2010, desde el -13% del primer trimestre de 2010 (véase gráfico C), continuando, por tanto, con la recuperación gradual de la demanda neta de préstamos de este sector que se inició en el primer trimestre de 2009. La demanda neta de préstamos pasó a ser menos negativa tanto para los préstamos a pymes (el -3%, en comparación con el -9% del primer trimestre de 2010) como para los otorgados a grandes empresas (el -10%, en comparación con el -20% del trimestre anterior) pero, en general, siguió siendo más débil en el caso de estas últimas. Cabe observar que si bien la demanda neta de préstamos a corto plazo siguió siendo negativa (el -3%) en el segundo trimestre de 2010, la de préstamos a largo plazo pasó a ser positiva (el 3%) por primera vez desde el primer trimestre de 2008. El principal motivo del incremento de la demanda neta de préstamos por parte de empresas fue la contribución menos negativa de factores como la inversión en capital fijo (el -23%, frente al -32% del primer trimestre de 2010) y las fusiones y adquisiciones (el -7%, frente al -18% del primer trimestre de 2010). Asimismo, la contribución negativa de fuentes de financiación alternativas, en particular de la emisión de valores de renta fija, pasó a ser algo menos pronunciada en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, la contribución positiva de las reestructuraciones de deuda (esto es, las modificaciones por parte de las empresas de las condiciones de su deuda viva) se mantuvo prácticamente invariable en comparación con la encuesta anterior y la contribución de las existencias y del capital circulante volvió a aumentar ligeramente (hasta el 7%, desde el 3% registrado el trimestre anterior).

De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan un incremento de la demanda de préstamos. En términos netos, el 29% de las entidades encuestadas (frente al 21% de la encuesta anterior) espera que la demanda de préstamos de empresas aumente en el tercer trimestre de 2010, si

3 La demanda neta de préstamos se calcula en base a la diferencia porcentual entre aquellas entidades financieras que han señalado que la demanda de préstamos se ha incrementado y aquellas que han señalado que la demanda de préstamos ha descendido.

Gráfico C Cambios en la demanda de préstamos o líneas de crédito por parte de empresas

(en porcentaje neto)



Nota: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como 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. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

bien se prevé que aumente en mayor medida en el caso de las pymes (el 33% de las entidades participantes) que en el de grandes empresas (el 19%). Además, las entidades esperan un repunte de la demanda neta de préstamos a corto plazo, del -3% al 30%, en el tercer trimestre de 2010.

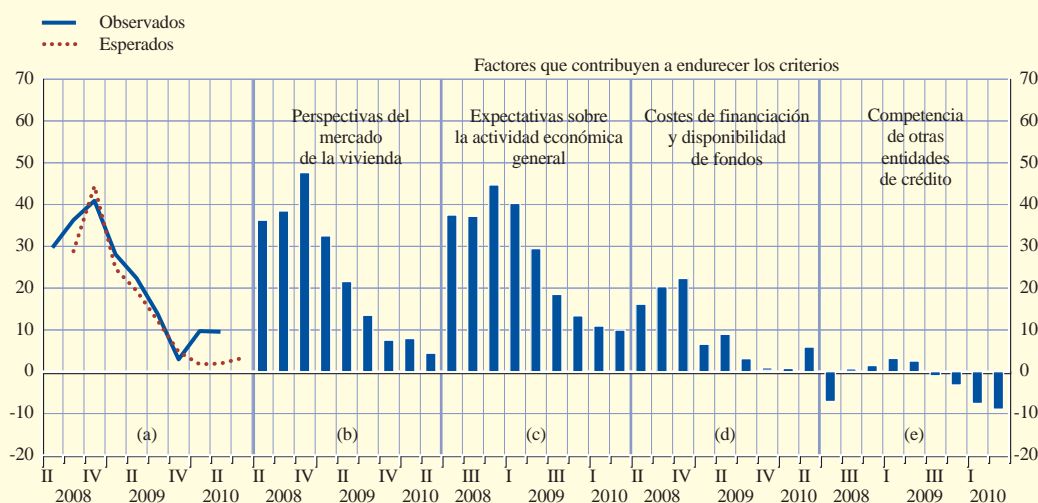
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el segundo trimestre de 2010, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda no se modificó en comparación con el trimestre anterior, manteniéndose en el 10% (véase gráfico D). Por segundo trimestre consecutivo, las expectativas de las entidades reflejadas en encuestas anteriores subestimaron el endurecimiento neto de los criterios de aprobación. Al igual que con los préstamos a empresas, los factores relacionados con los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades fueron los que contribuyeron en mayor medida al endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (el 6% en el segundo trimestre de 2010, en comparación con el 1% del primer trimestre). De igual modo, las entidades señalaron una contribución algo menos intensa de los factores relacionados con la percepción de riesgos, como las perspectivas relativas al mercado de vivienda y las relativas a la actividad económica en general. Finalmente, al igual que en encuestas anteriores, la competencia entre entidades de crédito contribuyó a la relajación de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos para adquisición de vivienda.

En cuanto a las condiciones aplicadas a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, en el segundo trimestre de 2010, las entidades de crédito continuaron endureciendo los márgenes aplicados a los préstamos de mayor riesgo (el 11%, en comparación con el 16% del primer trimestre de 2010), la relación entre el principal y el valor de la garantía (el 7%, frente al 11% del primer trimestre) y las garantías solicitadas (el 3%, frente al 4% del primer trimestre), aunque en menor medida que en trimestres anteriores. En cambio, las entidades endurecieron ligeramente las condiciones relacionadas

Gráfico D Cambios en los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

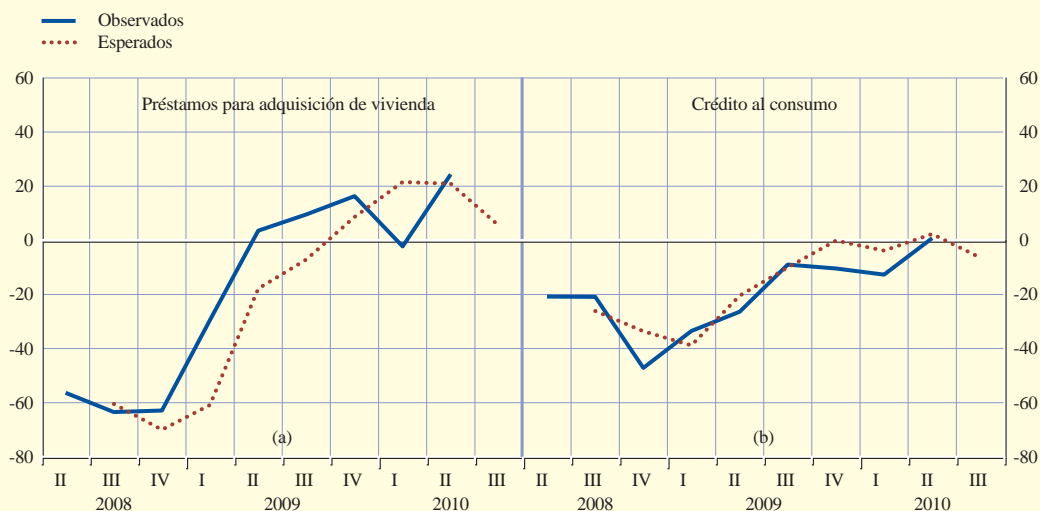
(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

Gráfico E Cambios en la demanda de préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de crédito al consumo

(en porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

con el vencimiento de los préstamos (el 3%, frente al 1% del primer trimestre) y también incrementaron los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios (el 3%, frente al -3% del primer trimestre).

De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan que el endurecimiento neto de los criterios aplicados en la aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se reduzca en el tercer trimestre de 2010 (el 3%).

Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda aumentó de manera significativa en el segundo trimestre de 2010 (hasta el 24%, desde el -2% del primer trimestre de 2010), una evolución acorde, en líneas generales, con las expectativas indicadas en la encuesta anterior (véase gráfico E). El incremento de la demanda de esta modalidad de préstamo puede explicarse, en particular, por la contribución más positiva de las expectativas relativas al mercado de la vivienda (el 9%, en comparación con el 3% del primer trimestre de 2010) y por una aportación menos negativa de la confianza de los consumidores (el -6%, desde el -13% del trimestre precedente).

Las entidades esperan que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda descienda hasta el 5% en el tercer trimestre de 2010, desde el 24% del segundo trimestre.

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: El porcentaje neto de entidades que indicaron que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos se habían endurecido fue positivo en el segundo trimestre de 2010 (el 12%; véase gráfico F), un nivel similar al del trimestre precedente, aunque superó las expectativas de la encuesta anterior. Al igual que en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades contribuye-

Gráfico F Cambios en los criterios de concesión aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares

(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

ron en mayor medida al endurecimiento neto registrado en el citado trimestre (el 4%, frente al 1% del primer trimestre). Al mismo tiempo, se observaron unas perspectivas algo más positivas en relación con el riesgo de crédito, principalmente a través de una contribución menos negativa de la solvencia de los consumidores (el 12%, en comparación con el 19% de la encuesta anterior).

De cara al futuro, las entidades participantes todavía esperan que se produzca un endurecimiento de los criterios de aprobación, aunque en menor medida, en el tercer trimestre de 2010 (hasta el 6%).

Demanda de préstamos: La demanda neta de crédito al consumo aumentó en el segundo trimestre de 2010, hasta el 1%, desde el -13% del primer trimestre de 2010 (véase gráfico E), una evolución acorde, en líneas generales, con las expectativas. Los principales factores determinantes del incremento de la demanda neta estuvieron relacionados con el gasto en bienes de consumo duradero y con la confianza de los consumidores.

De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan una demanda neta ligeramente negativa de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares en el tercer trimestre de 2010 (el -6%).

Preguntas ad hoc sobre el impacto de las turbulencias en los mercados financieros

Al igual que en encuestas anteriores, en la de julio de 2010 se planteó una serie de preguntas ad hoc con el objeto de conocer la magnitud del impacto de las tensiones registradas en los mercados financieros sobre los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas y de préstamos a hogares en la zona del euro en el segundo trimestre de 2010, y la medida en que podrían seguir influyendo en el tercer trimestre.

Para el segundo trimestre de 2010, posiblemente como consecuencia de la reaparición de tensiones en los mercados financieros derivadas de la preocupación acerca del riesgo soberano, las entidades

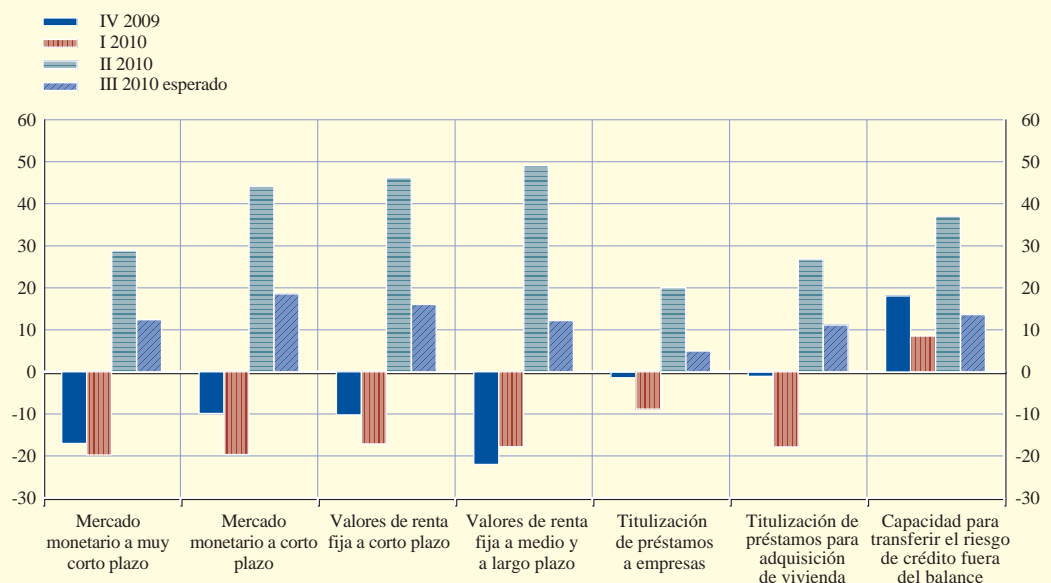
participantes en la encuesta indicaron que, en general, su acceso a la financiación en los mercados mayoristas se había deteriorado en todos los segmentos, aunque el acceso a los mercados monetarios a corto plazo y a los mercados de renta fija se había deteriorado en mayor medida (véase gráfico G). En términos netos, en el segundo trimestre de 2010, aproximadamente el 30%-40% de las entidades participantes (excluidas aquellas que respondieron «no es aplicable a mi entidad») señaló que el acceso a los mercados monetarios se había deteriorado, y alrededor del 40%-50% de las entidades indicaron lo mismo en lo que respecta al acceso a los mercados de renta fija. Además, el acceso a la titulización fuera de balance o real de préstamos a empresas y de préstamos a hogares para adquisición de vivienda también se vio algo más dificultado en el segundo trimestre de 2010. Entre el 20% y el 30% de las entidades para las que esta línea de negocio es relevante (alrededor del 60% de la muestra de entidades), indicó que el acceso a la titulización de préstamos a empresas y de préstamos para adquisición de vivienda se había deteriorado. Por otra parte, según el 37% de las entidades para las que esta línea de negocio es importante (que es el caso del 40% de las entidades encuestadas), la titulización sintética, esto es, la capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance, se deterioró.

Para los tres próximos meses, en términos netos, entre el 10% y el 20% de las entidades participantes en la encuesta siguen esperando que el acceso a todos los mercados de financiación mayorista continúe deteriorándose. Concretamente, el 20% de las entidades espera que su acceso a los mercados monetarios a corto plazo se vea más dificultado.

Por lo que se refiere al impacto de las turbulencias financieras sobre los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades y sobre su política crediticia, solo se observó una variación muy ligera entre el primero y el segundo trimestre de 2010. En el segundo trimestre de 2010, aproxima-

Gráfico G Cambios en el acceso a la financiación en los mercados mayoristas en los tres últimos meses

(porcentaje neto de entidades que han señalado que el acceso se ha deteriorado)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha deteriorado considerablemente» y «se ha deteriorado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «ha mejorado en cierta medida» y «ha mejorado considerablemente».

damente el 40% de las entidades participantes en la encuesta indicó que las turbulencias habían causado «cierto» impacto o un impacto «considerable» sobre el capital y sobre la política crediticia, una valoración acorde, en general, con las respuestas de la encuesta anterior. Además, el 34% (frente al 38% en el primer trimestre de 2010) señaló que su nivel de capital básicamente no se había visto afectado en el segundo trimestre de 2010 como consecuencia de las turbulencias financieras.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones continuó moderándose, y en mayo de 2010 se redujo hasta el 4,3%. Los datos sobre la emisión por sectores ponen de manifiesto que esta moderación fue generalizada en los distintos sectores, pero que principalmente estuvo determinada por las IFM. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas siguió disminuyendo.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro continuó moderándose, y en mayo de 2010 cayó hasta situarse en el 4,3% desde el 5,3% del mes anterior (véase cuadro 3). La moderación observada en la evolución de mayo puede deberse, en parte, al aplazamiento de las emisiones en vista de las difíciles condiciones imperantes en los mercados asociadas a la crisis de la deuda soberana. El descenso reflejó, en gran medida, una desaceleración del crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, que cayó hasta el 5,9%. Siguiendo la tendencia a la baja que comenzó hace aproximadamente un año, el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo continuó disminuyendo, hasta el -7,8%, en mayo de 2010. La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones, que capta mejor las tendencias a corto plazo, retornó a una trayectoria descendente en mayo, principalmente como consecuencia del menor crecimiento de la emisión por parte de las IFM (véase gráfico 8).

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros)	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2009		2010		2010	
		II	III	IV	I	Abril	Mayo
Valores distintos de acciones:	15.766	11,8	11,3	10,0	6,6	5,3	4,3
IFM	5.484	5,8	4,0	2,9	1,6	1,3	-0,2
Instituciones financieras no monetarias	3.246	30,4	26,1	20,1	8,3	4,1	2,9
Sociedades no financieras	885	10,2	13,4	15,8	14,0	15,5	14,5
Administraciones Públicas	6.151	12,2	13,5	12,7	10,0	8,6	8,2
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	5.748	12,4	13,8	12,9	9,9	8,5	8,0
Otras Administraciones Públicas	404	9,6	9,5	10,4	10,2	11,0	10,2
Acciones cotizadas:	4.110	1,9	2,7	2,8	2,9	2,7	2,4
IFM	450	8,7	9,3	8,8	8,2	7,0	6,3
Instituciones financieras no monetarias	321	3,1	3,9	2,7	5,4	5,3	5,3
Sociedades no financieras	3.340	0,8	1,6	1,9	1,9	1,7	1,5

Fuente: BCE.

1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

En los últimos meses, las actividades de refinanciación, principalmente a tipo de interés fijo, han seguido siendo intensas en el segmento de valores distintos de acciones a largo plazo, en detrimento de la emisión de valores a corto plazo. En los últimos meses, el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo se ha estabilizado en una tasa por debajo del 11%. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo a tipo de interés variable pasó a ser negativa.

Desde la perspectiva de los sectores, la moderación observada en el ritmo de emisión de valores distintos de acciones en los últimos meses parece ser generalizada, excepto en el caso del sector empresas, en el que el crecimiento de la emisión ha estado fluctuando en torno a niveles altos en términos históricos. No obstante, en mayo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro descendió 1 punto porcentual, aunque se mantuvo elevada, en el 14,5%. Los abultados volúmenes

y el ritmo sostenido de emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo desde finales de 2008 sugiere que las empresas, especialmente las grandes empresas, han obtenido financiación en los mercados de capitales, beneficiándose de unas condiciones de mercado todavía favorables y también en vista de que las condiciones de aprobación de los préstamos bancarios son relativamente estrictas.

Pese a observarse algunas señales de moderación, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se mantuvo elevada en mayo, en el 8,2%. Esta evolución es acorde con la persistencia de unas necesidades de financiación considerables del sector público de la zona del euro, aunque en los últimos meses se ha producido una fuerte reducción de la emisión este tipo de valores a corto plazo, y el crecimiento interanual ha sido negativo desde abril.

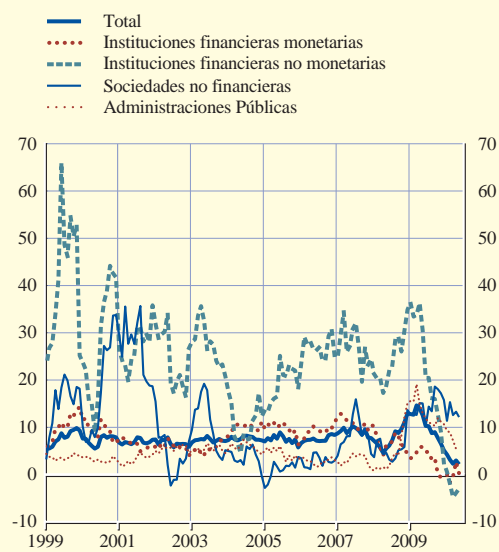
En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM pasó a ser negativa, del -0,2%, en mayo, frente al 1,3% del mes anterior. La intensificación de las tensiones asociadas al riesgo soberano pareció incidir negativamente en el acceso a la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo experimentó un acusado descenso, mientras que la contracción observada, en términos interanuales, en la emisión de valores a corto plazo, se acentuó. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias cayó hasta el 2,9% en mayo, desde el 4,1% del mes precedente, como consecuencia de la desaceleración del crecimiento de la emisión de valores a largo plazo.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro descendió hasta el 2,4% en mayo de 2010 (véase gráfico 9). Aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las IFM se moderó ligeramente con respecto al mes precedente, se mantuvo

Gráfico 8 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

elevada, en el 6,3%, en mayo. Esto refleja los esfuerzos de las entidades de crédito por captar capital para reforzar sus balances. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras se redujo hasta el 1,5%. La caída de la emisión de acciones reflejó el considerable repunte del coste de financiación mediante este tipo de valores.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

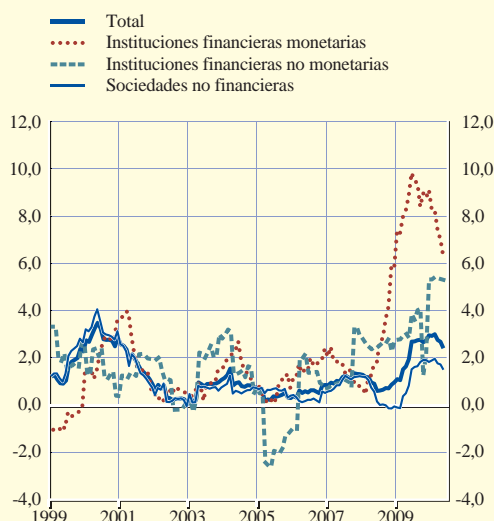
Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron de nuevo en todos los plazos de vencimiento en julio y principios de agosto de 2010. La volatilidad del EONIA se ha incrementado desde el 1 de julio de 2010, fecha de vencimiento de la operación de financiación a plazo más largo a un año. En consonancia con la disminución gradual del exceso de liquidez en la zona del euro, el recurso medio diario a la facilidad de depósito se redujo considerablemente durante el séptimo período de mantenimiento de 2010, en comparación con el período anterior, que finalizó el 13 de julio.

En julio y principios de agosto de 2010, los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron de nuevo en todos los plazos de vencimiento. El 4 de agosto, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,649%, el 0,900%, el 1,149% y el 1,421%, respectivamente, esto es, unos 13, 10, 8 y 9 puntos básicos por encima de los niveles observados el 7 de julio. En consecuencia, 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, se redujo 4 puntos básicos en ese período, y el 4 de agosto se situaba en torno a 77 puntos básicos (véase gráfico 10).

Entre el 7 de julio y el 4 de agosto, los tipos de interés del mercado monetario obtenidos del índice de los swaps del EONIA a tres meses aumentaron menos que los tipos sin garantías correspondientes. El tipo swap del EONIA a tres meses se situó en el 0,57% el 4 de agosto, unos 2 puntos básicos por encima del nivel del 7 de julio. En

Gráfico 9 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

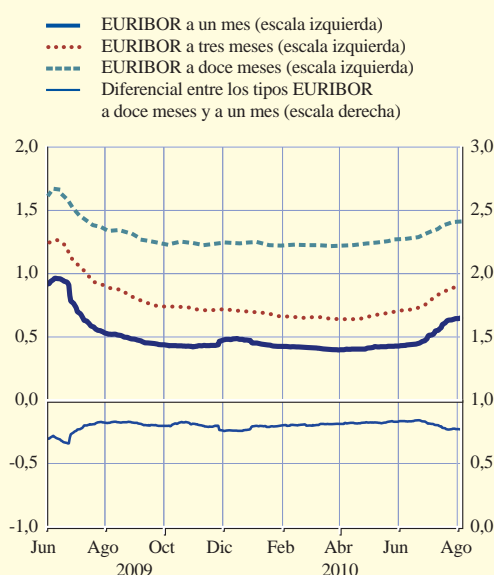
(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.
Nota: Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras.

Gráfico 10 Tipos de interés del mercado monetario

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



Fuentes: BCE y Reuters.

consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés del mercado monetario y el EURIBOR sin garantías correspondiente se incrementó hasta situarse en 33 puntos básicos el 4 de agosto, 8 puntos básicos por encima del vigente el 7 de julio, manteniéndose por tanto relativamente elevado en comparación con los niveles registrados antes del comienzo de las turbulencias en los mercados financieros en agosto de 2007.

El 4 de agosto, 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 marzo y junio de 2011 se situaron en el 0,95%, el 1,03%, el 1,10% y el 1,18%, respectivamente, lo que representa descensos de unos 3, 8, 7 y 6 puntos básicos, respectivamente, con respecto a los niveles observados el 7 de julio.

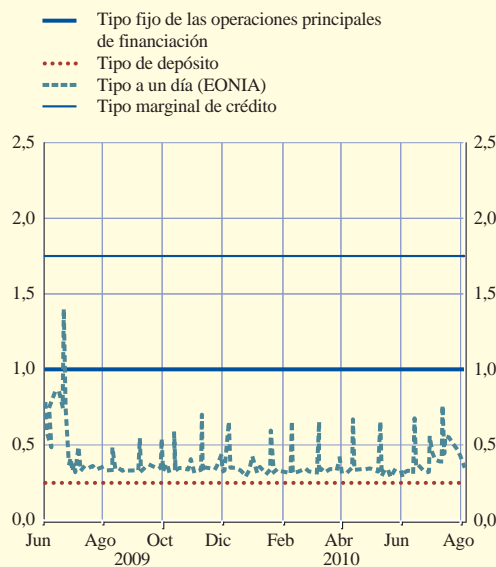
La volatilidad del EONIA ha aumentado desde el 1 de julio de 2010, fecha de vencimiento de la operación de financiación a plazo más largo a un año. El EONIA se incrementó durante la primera mitad de julio y posteriormente descendió, fluctuando entre el 0,36% y el 0,56% (véase gráfico 11), con la excepción del 13 de julio, último día del sexto período de mantenimiento de 2010. Ese día, el EONIA se elevó hasta el 0,75%, como consecuencia de una operación de absorción de liquidez que realizó el Eurosistema en la que se aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés variable. En la operación se absorbieron 200,9 mm de euros, con un tipo máximo del 1,00%, un tipo marginal del 0,80% y un tipo medio ponderado del 0,76%. El 4 de agosto, el EONIA se situó en el 0,365%.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 13, 20 y 27 de julio y 3 de agosto, el BCE adjudicó 195,7 mm de euros, 201,3 mm de euros, 190 mm de euros y 154,8 mm de euros, respectivamente. En cuanto a las operaciones a más largo plazo, el BCE adjudicó dos OFPML en julio aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en ambas operaciones: una operación a un mes el 13 de julio (en la que se adjudicaron 49,4 mm de euros) y una operación a tres meses el 28 de julio (en la que se adjudicaron 23,2 mm de euros). Además, el BCE llevó a cabo cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1,00% los días 13, 20 y 27 de julio y 3 de agosto. En la última de estas operaciones, el BCE absorbió 60,5 mm de euros, que corresponde al importe de las adquisiciones realizadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores, teniendo en cuenta las operaciones realizadas hasta el 30 de julio de 2010, inclusive (véase también el recuadro 3).

En consonancia con la disminución gradual del superávit de liquidez de la zona del euro, el recurso medio diario a la facilidad de depósito se redujo hasta situarse en 84,9 mm de euros en el período comprendido entre el 14 de julio y el 4 de agosto, bastante por debajo de los 230,4 mm de euros registrados en el período de mantenimiento anterior, que finalizó el 13 de julio.

Gráfico 11 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Recuadro 3

LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE BONOS GARANTIZADOS Y EL PROGRAMA DE ADQUISICIONES DE BONOS GARANTIZADOS (COVERED BONDS)¹

El 7 de mayo de 2009, el Consejo de Gobierno decidió comenzar el programa de adquisiciones de bonos garantizados, en el que el Eurosistema compró bonos garantizados admisibles en el contexto del programa. Los detalles operativos del programa se anunciaron el 4 de junio de 2009. Las compras comenzaron el 6 de julio de 2009 y finalizaron el 30 de junio de 2010.

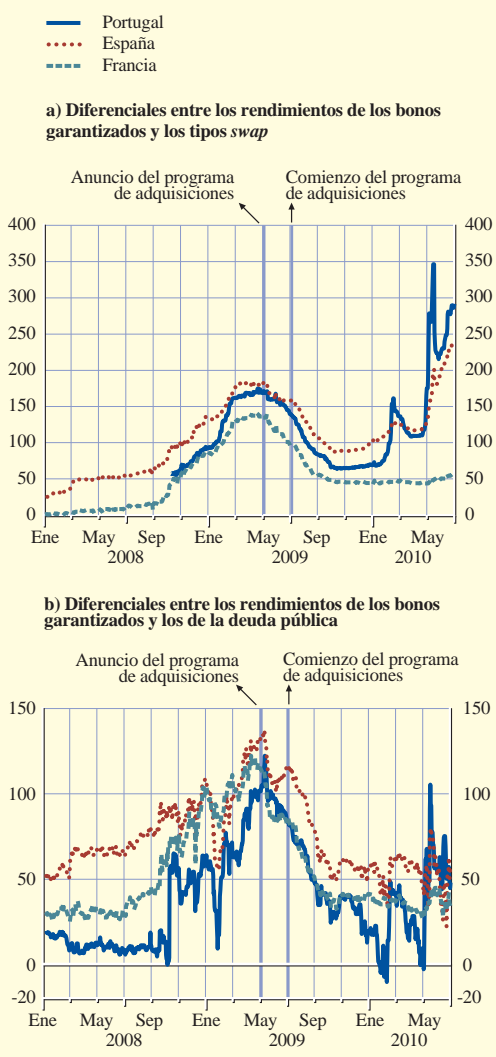
El objetivo del programa de adquisiciones era mejorar las condiciones de financiación de las instituciones financieras que emiten bonos garantizados, así como la liquidez en el mercado secundario de estos bonos, y propiciar una relajación de las condiciones aplicadas para la concesión de crédito, dado que se predecía que el proceso de desapalancamiento del sector bancario continuaría durante un tiempo. Estas medidas también tenían por objeto mejorar el perfil de riesgo de las instituciones tenedoras de bonos garantizados y, con ello, estimular el crecimiento del crédito.

El anuncio del programa de adquisiciones fue seguido de un estrechamiento bastante rápido de los diferenciales entre los rendimientos de los bonos garantizados y los tipos *swap* que, en el caso de algunos mercados, se aceleró cuando comenzaron las compras (véase gráfico A a). A partir del 7 de mayo de 2009, la actividad en el mercado secundario cambió con gran rapidez, pasando de una fuerte posición vendedora previa a una posición compradora. El mercado primario, que había permanecido más o menos cerrado desde mediados de 2008, también se recuperó con celeridad, observándose una intensa actividad emisora entre mayo y octubre de 2009, con la excepción de agosto, mes en el que, tradicionalmente, las nuevas emisiones son escasas por las vacaciones.

¹ Para más información, véanse las notas de prensa del BCE de 4 de junio de 2009 y 30 de junio de 2010, la Decisión del BCE de 2 de julio de 2009 sobre la ejecución del programa de adquisiciones de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* (bonos garantizados) (BCE/2009/16) y los informes mensuales sobre el programa de adquisiciones de bonos garantizados del Eurosistema, publicados en la dirección del BCE en Internet entre julio de 2009 y junio de 2010. Véase también el artículo monográfico sobre los bonos garantizados europeos en el Informe sobre Integración Financiera del BCE de abril de 2010.

Gráfico A Evolución de segmentos seleccionados de los mercados de bonos garantizados

(en puntos básicos)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de iBoxx.

En el cuarto trimestre de 2009, la tendencia observada anteriormente de rápido estrechamiento de los diferenciales llegó a su fin. Esto indujo a muchos inversores a la realización de beneficios. Además, como los diferenciales entre los rendimientos de numerosos bonos garantizados y los de la deuda soberana de referencia correspondiente también pasaron a ser relativamente reducidos (véase gráfico A b), algunos inversores empezaron a realizar las denominadas permutas, es decir, a sustituir bonos garantizados por deuda pública. En consecuencia, la situación en lo que respecta al interés por vender o comprar en el mercado secundario pasó a ser más equilibrada, con un aumento de los flujos. Después de que en septiembre de 2009 se registrara una actividad emisora muy intensa, el mercado primario también recobró cierta calma en el cuarto trimestre, y los volúmenes de emisión retornaron a niveles más normales.

En los primeros meses de 2010, la evolución del mercado de bonos garantizados estuvo dominada por los efectos del contagio de las tensiones que se produjeron en los mercados de deuda soberana de la zona del euro. Las fuertes fluctuaciones de los rendimientos de la deuda pública también provocaron variaciones sustanciales de los rendimientos de los bonos garantizados que, por norma general, no cayeron por debajo de los de la deuda soberana de referencia correspondiente. Tras registrar un máximo histórico en enero, la actividad en el mercado primario de bonos garantizados se paralizó en varias jurisdicciones, excepto durante un breve período, debido a la preocupación acerca del riesgo soberano observada en marzo de 2010.

Tras la puesta en marcha del Programa para los Mercados de Valores el 10 de mayo de 2010, el mercado de bonos garantizados experimentó una ligera recuperación. Los diferenciales entre los rendimientos de los bonos garantizados y los tipos *swap* se redujeron en casi todas las jurisdicciones, aunque, en algunos casos, este movimiento hacia la disminución de los diferenciales cambió de sentido posteriormente. En varias jurisdicciones, la actividad en los mercados primarios se reanudó.

Como pone de manifiesto la anterior visión retrospectiva de la evolución de los mercados desde la puesta en marcha del programa de adquisiciones, una de las principales señales del éxito del programa se encuentra en la notable reactivación de la actividad en el mercado primario de bonos garantizados. En el período analizado, un espectro mucho más amplio de entidades de crédito de la zona del euro comenzó a utilizar los bonos garantizados como instrumento de financiación. Esto contribuyó a que en algunas jurisdicciones aumentara sensiblemente el número de emisores y de saldos vivos, y por tanto, a que sus mercados de bonos garantizados adquirieran mayor profundidad y amplitud. Esta evolución contribuyó a mejorar la situación general en cuanto a la financiación de las instituciones financieras de la zona del euro y de fuera de la zona, en el caso de estas últimas a través de externalidades positivas. Entre el 7 de mayo de 2009, cuando se anunció el programa de adquisiciones, y el 30 de junio de 2010, fecha de su terminación, se registraron 175 nuevas emisiones de bonos garantizados admisibles en el contexto del programa y la reapertura de 55 emisiones ya existentes por un importe total de unos 184 mm de euros. En este período, una nueva jurisdicción registró su primera colocación pública de bonos garantizados y 25 entidades realizaron por primera vez emisiones en el mercado de bonos garantizados.

El Eurosistema apoyó las nuevas emisiones de bonos garantizados de dos maneras. En primer lugar, participó directamente en las operaciones en el mercado primario, si bien, principalmente, fue por un pequeño porcentaje del importe total emitido y, en segundo lugar, adquirió los bonos garantizados que mantenían otros inversores en el mercado secundario, que entonces tuvieron la oportunidad de participar en las operaciones en el mercado primario. Ambos mecanismos de ayuda contribuyeron a

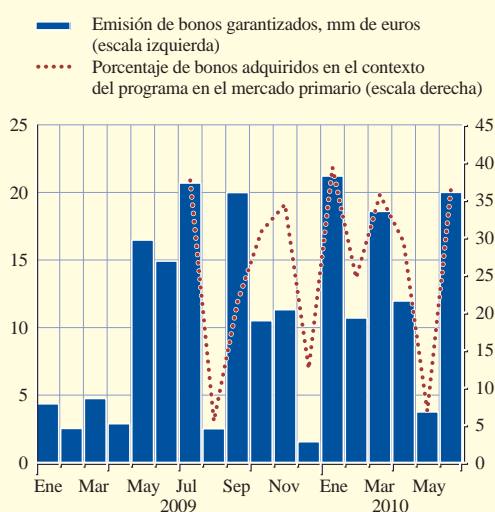
estabilizar los diferenciales de los bonos garantizados. Los importes adquiridos por el Eurosistema en el mercado primario se correspondieron, en líneas generales, con la oferta existente en dicho mercado (véase gráfico B). No obstante, esta respuesta no fue mecánica. Por ejemplo, en septiembre de 2009 hubo un entorno muy favorable para la emisión de bonos garantizados en el mercado primario, de forma que la ayuda del Eurosistema realmente no fue necesaria. Ese mes, las adquisiciones realizadas por el Eurosistema en el citado mercado fueron, por consiguiente, más limitadas que en otros meses en los que se emitieron bonos por importes similares. En conjunto, del importe nominal total de 60 mm de euros de bonos garantizados adquiridos por el Eurosistema, el 27% se compró en el mercado primario.

En el mercado secundario, el Eurosistema distribuyó las compras del programa de adquisiciones entre los diversos segmentos de los mercados de bonos garantizados, teniendo en cuenta los saldos vivos de estos bonos y las ofertas de venta presentadas por las entidades de contrapartida admitidas a los gestores de la cartera de bonos del programa de adquisiciones del Eurosistema. La puesta en marcha del programa de adquisiciones dio lugar a una reducción de los diferenciales entre los precios de compra y venta en el mercado de bonos garantizados. Sin embargo, la profundidad y la liquidez del mercado solo aumentaron de manera significativa cuando, a finales de 2009, se observaron flujos más equilibrados en ambos sentidos. Parte de esta mejora cambió de sentido entre febrero y mayo de 2010, como consecuencia de los efectos de contagio de las tensiones que se produjeron en los mercados de deuda soberana de la zona del euro. En conjunto, el mercado secundario de bonos garantizados ha adquirido mayor profundidad y liquidez desde mayo de 2009. Del importe nominal total de 60 mm de euros de bonos garantizados adquiridos, el 73% correspondió a compras en el mercado secundario.

A partir de marzo de 2010, el Eurosistema puso a disposición de las entidades de contrapartida con

Gráfico B Grandes emisiones de bonos garantizados en la zona del euro y participación del programa de adquisiciones en operaciones en el mercado primario

(mm de euros; en porcentaje)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Dealogic.
Nota: Los importes de emisión se refieren a valores admitidos en el programa de adquisiciones con volúmenes de emisión iguales o superiores a 500 millones de euros.

finde préstamo algunos de los bonos garantizados que mantiene en la cartera adquirida en el contexto del programa, a cambio de activos de garantía. La cantidad de valores prestados no es elevada, pero tampoco insignificante. Por tanto, la disponibilidad de valores incluidos en el programa con fines de préstamo satisface cierta demanda y representa una aportación positiva, aunque bastante limitada, al funcionamiento correcto del mercado de bonos garantizados. Concretamente, es probable que el hecho de que los participantes en el mercado sepan que los valores que forman parte del programa de adquisiciones pueden prestarse a cambio de activos de garantía admitidos si se solicita contribuya a cumplir las expectativas de que el mercado continuará funcionando correctamente a nivel agregado.

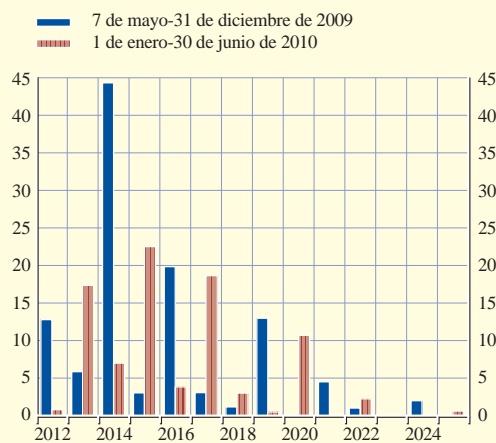
La cartera adquirida en el contexto del programa de adquisiciones incluye principalmente bonos garantizados con vencimiento de tres a siete

años. Por lo que respecta al vencimiento de los valores adquiridos, el Eurosistema respondió de igual forma a la oferta existente en los mercados: la mayor parte de las nuevas emisiones y de las ofertas en el mercado secundario estaban en esta banda de vencimientos (véase gráfico C). En consecuencia, la duración modificada media de la cartera era de 4,12 años en junio de 2010, lo que significa que el plazo de vencimiento medio restante de la cartera es de unos cuatro años.

En general, se puede concluir que el funcionamiento del mercado de bonos garantizados ha mejorado sustancialmente desde el anuncio del programa de adquisiciones en mayo de 2009, aunque notó los efectos de las tensiones registradas en los mercados de deuda soberana en los primeros meses de 2010.

Gráfico C Grandes emisiones de bonos garantizados en la zona del euro, por plazo de vencimiento

(mm de euros)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Bloomberg.
Nota: Valores admitidos en el programa de adquisiciones con volúmenes de emisión iguales o superiores a 500 millones de euros.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

El clima de los mercados siguió determinando el rendimiento de la renta fija en los mercados internacionales en el transcurso del mes de julio. El 4 de agosto, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro se situó ligeramente por debajo de sus niveles de principios de junio, mientras que los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de los países de la zona, especialmente para los que suscitaban preocupación en los mercados respecto a la solidez de sus finanzas públicas, se estrecharon de forma significativa. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo se mantuvo, prácticamente, estable en el período considerado. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro apenas experimentaron cambios en julio.

Entre finales de junio y el 4 de agosto de 2010, el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación crediticia AAA de la zona del euro disminuyó ligeramente, hasta situarse en torno al 2,8%, mientras que el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo permaneció, en general, estable en torno al 3% (véase gráfico 12). 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 se amplió levemente. Pese a observarse ciertas fluctuaciones en la tolerancia al riesgo de los inversores en el período examinado, la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública a largo plazo, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, se ha reducido ligeramente a ambos lados del Atlántico desde principios de julio.

El rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años experimentó escasas variaciones en el conjunto del período analizado, aunque alcanzó, en el transcurso del mes de julio, los niveles más bajos registrados desde la primavera de 2009, al verse afectado el clima de los mercados por la inquietud acerca de la fortaleza y sostenibilidad de la recuperación económica mundial y, especialmente, por la incertidumbre respecto a la magnitud de la esperada desaceleración de la economía estadounidense en el segundo semestre del año. En

este contexto, la publicación, durante el período considerado, de datos macroeconómicos contradictorios relativos a Estados Unidos y a algunas otras economías del mundo, seguida de la confirmación de una desaceleración del crecimiento en el segundo trimestre de 2010, contribuyó a mantener el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo por debajo del 3% durante la mayor parte del período examinado, aunque la preocupación de los inversores respecto al riesgo de crédito soberano de algunos países de la zona del euro pareció disminuir en el transcurso del mes de julio, y la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito de la zona incrementó la tolerancia general al riesgo.

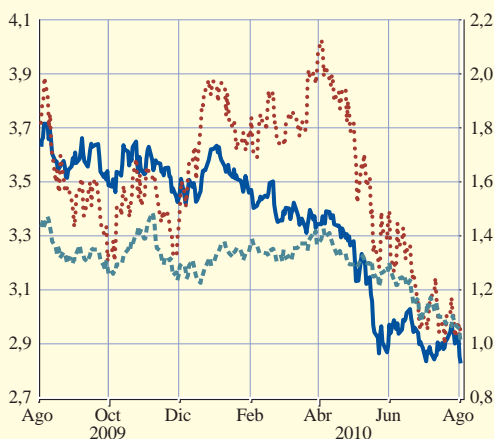
El clima mejoró especialmente en los mercados de deuda soberana de la zona del euro en el período analizado. Además de la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia relativos a la exposición de las entidades de crédito de la zona del euro a varios riesgos de crédito soberano, el éxito de las subastas de deuda de algunos países que suscitaban preocupación en los mercados respecto a la solidez de sus finanzas públicas tuvo un efecto positivo sobre los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a diez años de los países de la zona del euro (frente a Alemania). Por otro lado, en el transcurso del mes de julio el rendimiento de algunos bonos a largo plazo con calificación crediticia AAA se elevó también, en comparación con sus niveles de comienzos de junio, lo que apunta a cierta reversión de los cuantiosos desplazamientos de fondos hacia la mayor seguridad de la deuda soberana de elevada calidad de la zona del euro registrados en mayo.

El rendimiento de los bonos a cinco años indicados con la inflación de la zona del euro se mantuvo, en general, estable en torno al 0,5% en el transcurso del mes de julio, mientras que el de los bonos a diez años disminuyó unos 10 puntos básicos, hasta situarse aproximadamente en el 1,1% el 4 de agosto (véase gráfico 13). En consecuencia, los tipos de interés reales *forward* implícitos a largo plazo descen-

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

- Zona del euro (escala izquierda)
- Estados Unidos (escala izquierda)
- - - Japón (escala derecha)

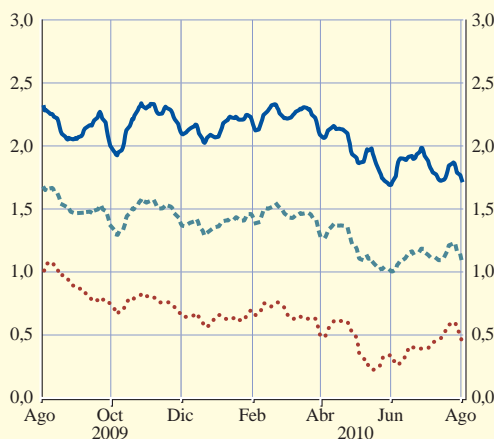


Fuentes: Bloomberg y Reuters.
Nota: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.

Gráfico 13 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)

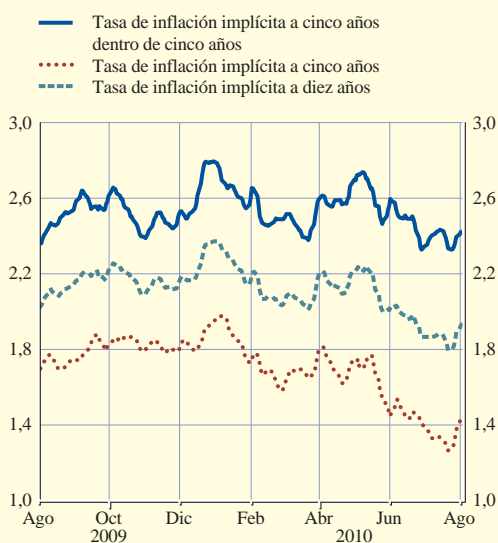
- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años dentro de cinco años
- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años
- - - Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a diez años



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 14 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

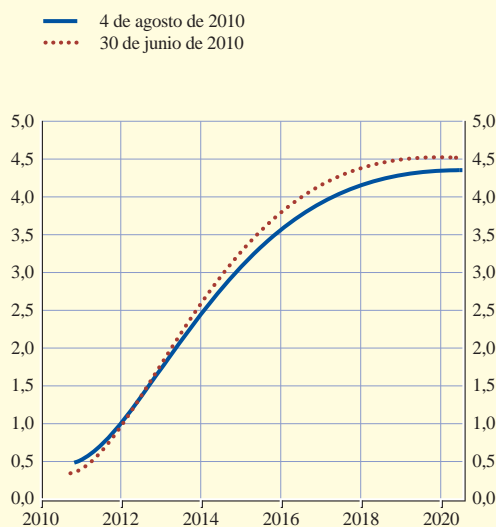
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 15 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.

dieron ligeramente. Al mismo tiempo, los indicadores financieros de expectativas de inflación a medio y largo plazo no registraron variaciones significativas en julio (véase gráfico 14). Las tasas de inflación implícitas *forward* a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro fluctuaron en torno al 2,4%. Las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y diez años permanecieron bastante estables en el período considerado, situándose en el 1,4% y el 1,9%, respectivamente, el 4 de agosto. Los tipos *swap* a largo plazo indicados con la inflación se mantuvieron también prácticamente estables en torno al 2,2%, lo que sugiere nuevamente que las expectativas de inflación de la zona del euro permanecen firmemente ancladas.

Las expectativas de los inversores respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro parecen haber experimentado pocos cambios entre finales de junio y el 4 de agosto, ya que la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona registró variaciones de escasa magnitud (véase gráfico 15).

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

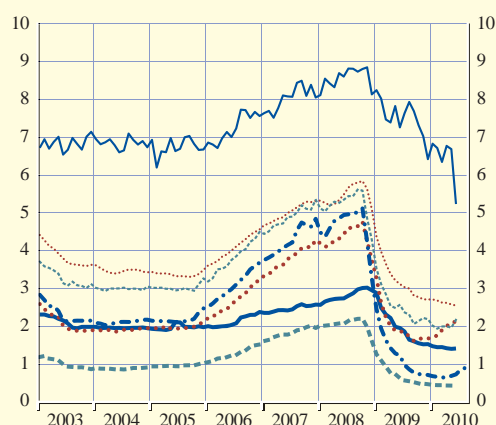
La mayor parte de los tipos de interés aplicados a los préstamos otorgados por las IFM experimentó un descenso en junio de 2010, registrando nuevos mínimos históricos o situándose próximos a dichos mínimos, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras, en la mayoría de los plazos de vencimiento. La transmisión de las anteriores reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE a los clientes bancarios está concluyendo.

En junio de 2010, la mayoría de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras aumentaron. La mayor parte de los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos a los hogares descendieron, mientras que los aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras mostraron una evolución dispar (véase gráfico 16). Más concretamente, los tipos de interés medios aplicados a los descubiertos de los hogares se incrementaron hasta el 9%, mientras que los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda cayeron ligeramente (3 puntos básicos, hasta el 2,5%), registrando un nuevo mínimo histórico. Los tipos de interés a corto plazo aplicados al crédito al consumo, que son más volátiles, experimentaron un acusado descenso, hasta el 5,2% (por la influencia de la evolución de países concretos). En el caso de las sociedades no financieras, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los descubiertos se redujeron hasta el 3,7%, mientras que los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos por importe reducido (es decir, inferior a un millón de euros) no experimentaron variaciones. Los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos por importe elevado (es decir, superior a un millón de euros) repuntaron hasta situarse en el 2,2%. Desde la subida de 4 puntos básicos del EURIBOR en junio de 2010, los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo de los préstamos concedidos por las IFM a los

Gráfico 16 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

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

- Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares
- Depósitos a plazo hasta un año de los hogares
- - - Depósitos a la vista de las sociedades no financieras
- Préstamos a hogares para consumo sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- - - Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- - - Tipo a tres meses del mercado monetario



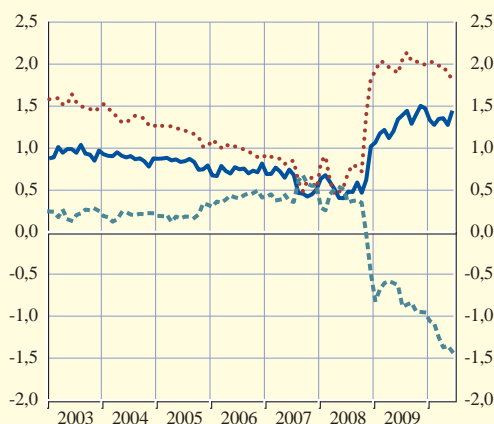
Fuente: BCE.

Nota: Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

Gráfico 17 Diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y el tipo a tres meses del mercado monetario

(en puntos porcentuales; tipos de interés de las nuevas operaciones)

- Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- - - Depósitos hasta un año de los hogares



Fuente: BCE.

Nota: Los diferenciales de los préstamos se calculan como el tipo de interés de los préstamos y créditos menos el tipo a tres meses del mercado monetario, y los de los depósitos se calculan como el tipo a tres meses del mercado monetario menos el tipo de interés de los depósitos. Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

hogares y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se han estrechado, mientras que el diferencial frente a los tipos aplicados a los préstamos por importe elevado otorgados a las sociedades no financieras se ha ampliado (véase gráfico 17).

Si se adopta una perspectiva a más largo plazo, entre septiembre de 2008 (es decir, justo antes del comienzo del ciclo de relajación de la política monetaria) y junio de 2010, los tipos de interés a corto plazo aplicados tanto a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda como aquellos concedidos a las sociedades no financieras descendieron 325 puntos básicos y 336 puntos básicos, respectivamente, en comparación con un descenso de 429 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, e indica que la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos ha sido significativa.

En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo aumentaron en junio de 2010, mientras que la mayor parte de los aplicados a los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras experimentó un descenso (véase gráfico 18). Más concretamente, los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años disminuyeron 6 puntos básicos, hasta el 4,1%, mientras que los tipos correspondientes a los préstamos para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de diez años se redujeron 11 puntos básicos, hasta el 3,9%. Los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe reducido concedidos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años, y aquellos con período inicial de fijación de más de cinco años cayeron ligeramente y se situaron en el 4,1% y el 3,8%, respectivamente. Los tipos medios aplicados a los préstamos por importes elevados experimentaron un incremento de 8 puntos básicos, hasta el 2,9%, para los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años, pero cayeron 8 puntos básicos, hasta el 3,3%, en el caso de préstamos con un período inicial de fijación de más de cinco años.

Desde una perspectiva de más largo plazo, desde septiembre de 2008, las entidades de crédito de la zona del euro han ajustado los tipos de interés aplicados a los préstamos a largo plazo a las sociedades no financieras de manera más o menos acorde con el descenso registrado en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo. En cambio, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a los hogares no han caído en la misma medida en ese período, debido a una transmisión menos completa y más lenta en el caso de este sector, pero también de una mayor preocupación acerca del riesgo de crédito en algu-

Gráfico 18 Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a largo plazo

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



Fuente: BCE.

Nota: Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

nas partes de la zona del euro. En el segundo trimestre de of 2010, los tipos de interés a largo plazo continuaron disminuyendo, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras, aunque mucho menos que los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA, que experimentaron una reducción considerable como consecuencia de la búsqueda de activos más seguros por parte de los inversores.

La evolución reciente del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos basado en los saldos vivos apunta a una mejora de la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro. Estos diferenciales han experimentado una recuperación con respecto a los registrados en los primeros meses de 2009, contribuyendo con ello al repunte de la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona observado a partir del segundo semestre de 2009.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

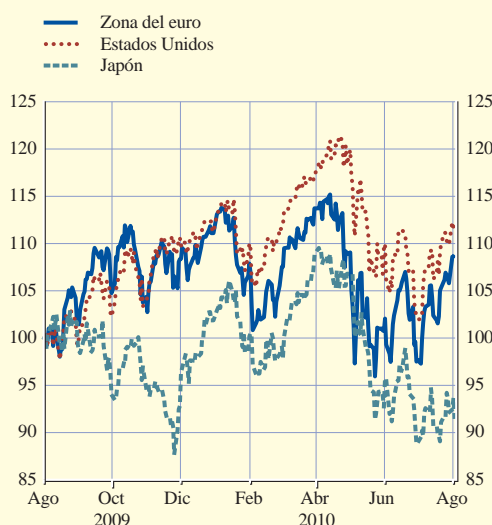
En el transcurso del mes de julio, la tolerancia al riesgo pareció recuperarse en los mercados internacionales de valores. La publicación de los resultados de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito de la UE y de la información relativa a su exposición al riesgo de crédito soberano, la revisión de las propuestas de regulación financiera, la disminución de la preocupación de los mercados respecto a la situación de la deuda soberana en la zona del euro y la publicación de algunos resultados empresariales positivos para el segundo trimestre de 2010 impulsaron las ganancias bursátiles a ambos lados del Atlántico. La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, disminuyó también en el período analizado.

En el transcurso del mes de julio, los principales índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos recuperaron algo de lo perdido desde comienzos de mayo. El 4 de agosto, el índice Dow Jones EURO STOXX había ganado cerca de un 9% con respecto a su nivel de finales de junio, registrándose la mayor tendencia al alza en el sector financiero y, especialmente, en el sector bancario. Durante el mismo período, el índice Standard & Poor's 500 subió también en torno a un 9% (véase gráfico 19). En Japón, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, solo ganaron un 1%, ya que se vieron afectadas negativamente por la publicación de algunos datos económicos desfavorables en julio.

La tolerancia al riesgo de los mercados pareció mejorar en julio, ante la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito de la zona del euro y la disminución de la inquietud de los mercados respecto a la situación de la deuda soberana en la zona. También influyó la publicación de ciertos datos ma-

Gráfico 19 Índices bursátiles

(índice: 1 de agosto 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.

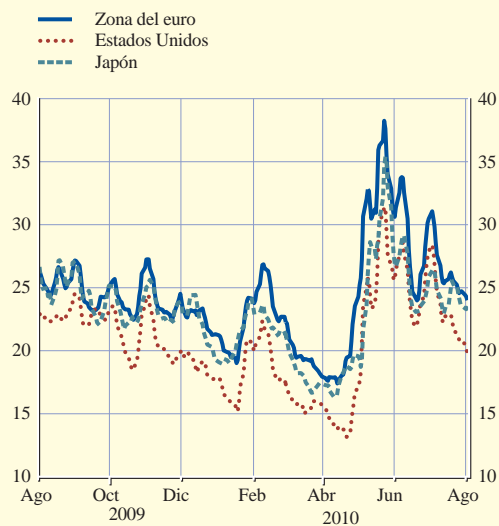
croeconómicos positivos para la economía de la zona del euro y de algunos resultados empresariales favorables para el segundo trimestre de 2010. Por ejemplo, la incertidumbre de los inversores respecto a la evolución a corto plazo de los precios de las acciones, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre los índices bursátiles, disminuyó y, aun siendo relativamente alta, se mantuvo muy por debajo de los máximos alcanzados durante las turbulencias financieras de mayo.

En julio, la subida de los precios de las acciones registrada en Estados Unidos fue consecuencia de la mejora de la tolerancia al riesgo en los mercados internacionales y de la publicación de algunos resultados empresariales positivos en el transcurso del mes. Sin embargo, la preocupación respecto a la sostenibilidad de la recuperación económica mundial y acerca de las perspectivas de beneficios empresariales en el segundo semestre del año, tras la confirmación de la desaceleración del crecimiento de la economía estadounidense en el segundo trimestre de 2010, contribuyó a limitar las ganancias. La subida de los precios de las acciones se produjo de forma generalizada en todos los sectores, con resultados similares en los sectores financiero y no financiero.

Los principales índices bursátiles de la zona del euro se recuperaron también de forma significativa en julio. Las acciones del sector financiero de la zona del euro y, especialmente, las del sector bancario se beneficiaron notablemente de la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito de la UE y de la información sobre su exposición al riesgo de crédito soberano en varios países (véanse, en el recuadro 4, los detalles de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito y, en particular, los relativos a los déficits de recursos propios señalados). También se beneficiaron de las modificaciones de las propuestas de regulación financiera presentadas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. En consecuencia, en julio la evolución de las acciones del sector financiero, con avances de dos dígitos en la mayor parte de los países, fue mejor que la del índice general, siendo el principal factor determinante de la fuerte subida de los índices generales.

Gráfico 20 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 período 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.

Recuadro 4

VALORACIÓN DEL DÉFICIT DE RECURSOS PROPIOS QUE HA PUESTO DE MANIFIESTO LA PRUEBA DE RESISTENCIA REALIZADA A NIVEL DE TODA LA UE

Recientemente, la Unión Europea ha realizado una prueba de resistencia en el ámbito de la UE en la que participaron 91 entidades de crédito. Los resultados de la prueba fueron publicados por el Comité de

Supervisores Bancarios Europeos (CEBS, en sus siglas en inglés) el 23 de julio, así como en una nota de prensa conjunta con el BCE y la Comisión Europea¹. En el ejercicio se fijó como nivel objetivo para valorar la magnitud de los déficits de recursos propios de las entidades participantes una ratio de recursos propios de primera categoría (*tier 1*) del 6%. Es importante aclarar que esta ratio del 6% no es un requerimiento mínimo de capital regulatorio. Según el escenario macroeconómico adverso utilizado en la prueba, siete entidades tendrían ratios de recursos propios *tier 1* por debajo de la referencia del 6%, 20 entidades ratios entre el 6% y el 7%, y 13 entidades entre el 7% y el 8%. Las 51 entidades de crédito restantes tendrían ratios de recursos propios más elevadas, lo que demuestra la capacidad de resistencia general del sistema bancario de la UE en un escenario adverso relativamente severo. El déficit agregado de recursos propios de las entidades que participaron en el ejercicio ascendería a 3,5 mm de euros, una cifra ligeramente inferior a la esperada por los participantes en el mercado. En este recuadro, el déficit de recursos propios estimado en la prueba realizada se valora teniendo en cuenta las medidas para reforzar el capital que ya se habían aplicado antes de realizar la misma.

Al valorar la magnitud del déficit de recursos propios que ha puesto de manifiesto la prueba de resistencia realizada a escala de toda la UE se ha de tener presente que este ejercicio se llevó a cabo en una fase bastante avanzada de la crisis financiera, después de que los Gobiernos de la UE proporcionaran apoyo a sus sistemas bancarios con considerables sumas de capital. Por ejemplo, al final de 2009, punto de partida del ejercicio, el sector bancario de la UE se había beneficiado de ayudas en forma de capital público por importe de 222 mm de euros (véase cuadro). Además, aunque en la prueba de resistencia se utilizaron como punto de partida los niveles de recursos propios del final de 2009, en la estimación de las cifras definitivas de los déficits de recursos propios se permitió que las entidades de crédito que participaron en el ejercicio incluyeran las inyecciones y las ampliaciones de capital llevadas a cabo entre el final de 2009 y el 1 de julio de 2010 como parte de su ratio de recursos propios *tier 1*. Para la UE en su conjunto, estos incrementos de capital ascendieron a 14,8 mm de euros. De este importe total, 11,3 mm de euros sirvieron para evitar que la ratio de recursos propios *tier 1* de las entidades cayera por debajo de la referencia del 6% (es decir, el capital inyectado superó en 3,5 mm de euros la cantidad necesaria para mantener el nivel objetivo del 6% de la ratio de recursos propios *tier 1*). Entre los ajustes de capital realizados se incluyeron: (i) inyecciones de capital por

1 La nota de prensa pueda consultarse en la dirección: http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100723_1.en.html.

Medidas de refuerzo del capital y déficits de recursos propios en la prueba de resistencia de la UE

(mm de euros)

	UE	Zona del euro	DE	ES	GR
A) Inyecciones de capital público antes del final de 2009	222	146	54	12	3
B) Medidas de refuerzo del capital adoptadas entre el final de 2009 y el 1 de julio de 2010	14,8	14,8 ¹⁾	0,0	13,1 ²⁾	0,0
C) <i>de las cuales sirvieron para compensar el déficit de recursos propios estimado</i> ³⁾	11,3	11,3	0,0	10,6	0,0
D) Déficit neto de recursos propios identificado en la prueba de resistencia	3,5	3,5	1,2	2,0	0,2
E) Déficit bruto de recursos propios (C+D)	14,9	14,9	1,2	12,6	0,2
F) Compromiso público restante	189	147	11	88	12 ⁴⁾

Fuentes: CEBS, FROB y cálculos del BCE.

1) Esta cifra incluye la suma de las medidas de refuerzo del capital adoptadas en España y el capital por importe de 1,7 mm de euros que el Bank of Ireland captó de inversores privados.

2) Esta cifra incluye (i) los 10,58 mm de euros inyectados por el FROB a entidades de crédito españolas, y (ii) los 2,48 mm de euros aportados por el Fondo de Garantía de Depósitos al capital de Caja Castilla-La Mancha.

3) Esta cifra incluye la proporción de medidas de capital que evitaron un déficit de recursos propios en las pruebas de resistencia, esto es, el porcentaje que sitúa en el 6% la ratio de recursos propios *tier 1*.

4) Este importe incluye (i) el resto del antiguo plan de recapitalización (1,8 mm de euros), y (ii) el nuevo Fondo de Estabilidad Financiera (10 mm de euros), que se está implementando actualmente.

Puede que haya discrepancias en partidas individuales, debido al redondeo.

parte del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) español en varias cajas de ahorros; (ii) la aportación de capital por parte del Fondo de Garantía de Depósitos español a Caja Castilla-La Mancha; y (iii) la ampliación de capital realizada por el Bank of Ireland².

El capital que se inyectó en algunos sistemas bancarios de la zona del euro entre el final de 2009 y el 1 de julio de 2010 permite reducir el déficit agregado de recursos propios que provocaría el escenario adverso utilizado en la prueba de resistencia realizada en el ámbito de la UE. Si se tienen en cuenta las medidas para reforzar el capital aplicadas durante este período, es posible calcular un «déficit bruto de recursos propios», es decir, el déficit que se habría registrado si a las entidades que participaron en el ejercicio no se les hubiese permitido incluir estas medidas adicionales en sus cálculos. En total, este déficit bruto de recursos propios habría ascendido a 14,9 mm de euros (que es el resultado de sumar los 11,3 mm de euros de medidas adicionales de refuerzo del capital que han contribuido a evitar un déficit y los 3,5 mm de euros en concepto de «déficit neto de recursos propios» que reveló la prueba de resistencia)³.

Todo déficit de recursos propios debe valorarse en relación con los recursos financieros disponibles. A este respecto, es importante tener presente que los compromisos adquiridos por los Gobiernos de la UE para apoyar a sus sectores bancarios proporcionan fondos abundantes para afrontar incluso déficits considerables de recursos propios. Concretamente, los Gobiernos de la UE han comprometido otros 189 mm de euros (de los que 147 mm de euros corresponden a Gobiernos de la zona del euro) que podrían inyectarse en las entidades en caso necesario. Por otra parte, en los tres países en los que algunas entidades «no superaron» la prueba de resistencia, el resto de las cantidades comprometidas son suficientes para cubrir los déficits que ha sacado a la luz el ejercicio. Por ejemplo, en Alemania, España y Grecia, el capital comprometido que queda tras restar la cantidad ya inyectada asciende a 11 mm de euros, 88 mm de euros y 2 mm de euros, respectivamente. Además, las entidades que se considera que no habían superado la prueba y las respectivas autoridades nacionales comunicaron rápidamente su intención de introducir nuevas medidas de recapitalización.

2 El Bank of Ireland captó 1,7 mm de euros de inversores privados, y también convirtió 1,7 mm de euros de las acciones preferentes que mantiene el Gobierno por importe de 3,5 mm de euros en acciones ordinarias. No obstante, esta conversión es neutral para el cálculo del déficit de recursos propios y, por consiguiente, no se incluye en este recuadro.

3 Las cifras utilizadas en el cálculo pueden discrepar, debido al redondeo.

En general, los resultados empresariales para el segundo trimestre de 2010 publicados en el período examinado contribuyeron también al aumento de los precios de las acciones. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX volvió a mejorar en julio, registrando un incremento del 2%, el primer resultado positivo en los últimos 24 meses, frente a la tasa de crecimiento del -3% observada en junio. Además, también se mantuvieron buenas perspectivas de beneficios: en julio el crecimiento de los beneficios por acción esperados por los analistas en los próximos doce meses y a más largo plazo se situó el 23% y en torno al 12%, respectivamente.

Recuadro 5

CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2010¹

Las cuentas integradas de la zona del euro ofrecen información completa y homogénea sobre las rentas, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de los sectores institucionales de la zona del euro. Las cuentas integradas con datos hasta el primer trimestre de 2010, publicadas el 29 de julio de 2010, muestran señales adicionales de normalización, con un descenso de la tasa de ahorro de los hogares, una recuperación del apetito por el riesgo y un aumento del patrimonio neto. Al mismo tiempo, el sector de sociedades no financieras presentó un superávit financiero, en el que una mayor disponibilidad de fondos internos limitó la necesidad de financiación externa. Las pautas de desintermediación en favor de los instrumentos de mercado se mantuvieron en todos los sectores.

Renta de la zona del euro y capacidad/necesidad de financiación

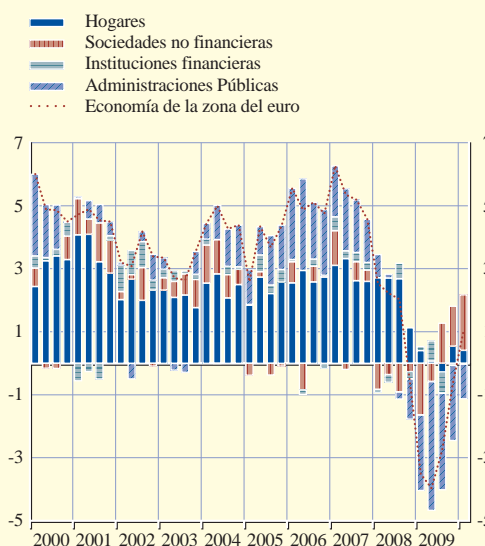
El repunte de la tasa de crecimiento de la renta nominal disponible de la zona del euro que se inició en el segundo trimestre de 2009 continuó en el primer trimestre de 2010 con una vuelta a un crecimiento interanual positivo del 1% (véase gráfico A), que benefició a las sociedades no financieras en el contexto de un aumento de los excedentes de explotación. Además, el descenso interanual de la renta disponible de las Administraciones Públicas se moderó, al recuperarse ligeramente la economía y aplicarse los planes de consolidación presupuestaria, sobre todo mediante incrementos de impuestos. Por el contrario, y en parte como reflejo de la mejora observada en la renta de las Administraciones Públicas, el crecimiento de la renta nominal de los hogares se redujo.

En este contexto, el ahorro bruto de la zona del euro siguió disminuyendo, como venía ocurriendo desde finales de 2007. No obstante, el ritmo de contracción interanual del ahorro se moderó de manera significativa (hasta una tasa de variación interanual del -1,7%), como consecuencia del aumento de los excedentes de explotación de las sociedades no financieras y de la ralentización de la contracción del ahorro público. Al mismo tiempo, la tasa de ahorro de los hogares cayó por tercer mes consecutivo hasta el 14,6% (en términos desestacionalizados).

La tasa de crecimiento interanual de la formación bruta de capital fijo continuó recuperándose, aunque con menos rapidez que la tasa de crecimiento del ahorro. Esta evolución contribuyó a una nueva mejora de la capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro (hasta registrar un déficit del 0,6% del PIB, en términos acumu-

Gráfico A Renta bruta disponible de la zona del euro y contribuciones sectoriales

(tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

¹ Para una información más detallada, véase el sitio web del BCE: <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181>.

lados de los cuatro últimos trimestres). Desde un punto de vista sectorial, esta mejora es reflejo, fundamentalmente, del saldo financiero de las sociedades no financieras, que pasó a tener un superávit, compensando un ligero descenso del superávit de los hogares y un nuevo deterioro del déficit público (véase gráfico B).

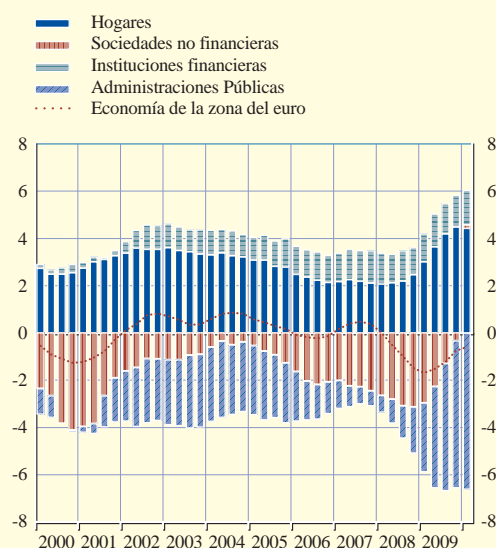
Las cuentas exteriores, donde se observa una mejora de la balanza por cuenta corriente y un descenso de la necesidad de financiación exterior (como resultado, principalmente, de la reducción de los flujos de entrada netos de valores distintos de acciones), son reflejo de esta evolución. Al mismo tiempo, la atonía registrada en las operaciones transfronterizas «brutas», que había caracterizado la evolución exterior desde finales del 2008, empezó a desaparecer, y puede observarse un desplazamiento hacia instrumentos de renta variable con más riesgo.

Evolución de los sectores institucionales

El crecimiento interanual de la renta bruta disponible nominal de los hogares cayó hasta el 0,6% (desde el 0,8% en el último trimestre de 2009) en un contexto de una menor contribución positiva de las prestaciones sociales netas de cotizaciones de las Administraciones Públicas y de un aumento de los impuestos tras la introducción de las primeras medidas de consolidación presupuestaria, mientras que todas las demás fuentes de renta mostraron un crecimiento débil, similar al observado en el trimestre anterior (véase gráfico C). La caída fue más acusada en términos reales como resultado del repunte de los precios de consumo, que provocó que la tasa de crecimiento interanual de la renta bruta disponible real se situara en valores negativos. El consumo de los hogares aumentó significativamente, registrando un crecimiento interanual del 1,6% (frente al -0,1% del trimestre anterior), a pesar del menor crecimiento de la renta, lo que indica una mejora de la confianza en el contexto de unas perspectivas de empleo ligeramente mejores y de un aumento de la riqueza financiera favorecido por la evolución del mercado de renta variable. Ello dio como resultado un nue-

Gráfico B Capacidad/necesidad de financiación en la zona del euro

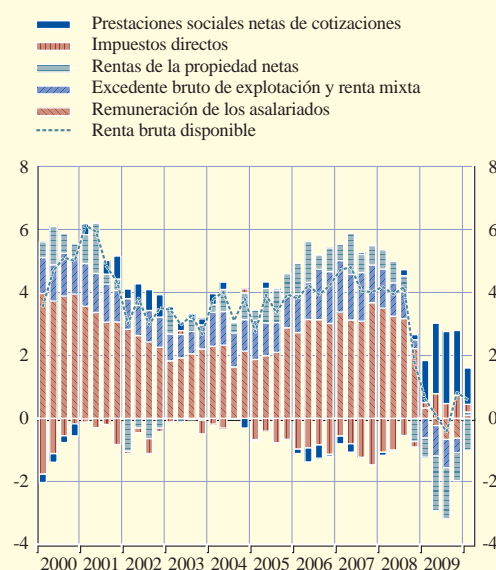
(en porcentaje del PIB; flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico C Renta bruta disponible de los hogares, en términos nominales

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



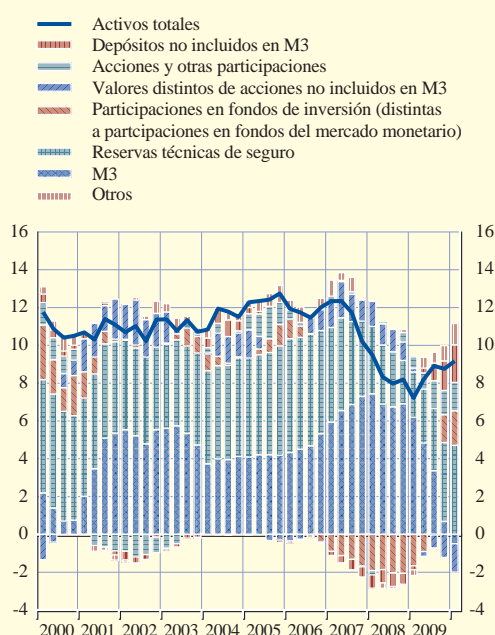
Fuente: Eurostat y BCE.

vo descenso de la tasa de ahorro. La formación bruta de capital de los hogares siguió disminuyendo sustancialmente, aunque de forma más moderada que en el trimestre anterior (-7,4% en tasa interanual, frente al -11,9% anterior), como consecuencia de la debilidad del mercado de la vivienda y de las presiones para el desapalancamiento. Este hecho se vio reflejado también en una concesión de préstamos todavía débil (una tasa de crecimiento interanual del 2,1%), que, sin embargo, aumentó en relación con el trimestre anterior. Como la inversión financiera se estabilizó en una tasa de crecimiento interanual del 3,3%, la capacidad de financiación se redujo ligeramente. Al mismo tiempo, los patrones observados en la asignación de carteras siguieron apuntando a un nuevo retroceso de la preferencia por la liquidez, a una búsqueda renovada de rendimientos y a un retorno del apetito por el riesgo. En concreto, las compras de acciones y otras participaciones, los fondos de inversión no monetarios y los pasivos en forma de seguros crecieron en detrimento de los depósitos de baja rentabilidad (véase gráfico D).

El excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras repuntó sustancialmente en el primer trimestre, debido al vigor observado en las exportaciones de bienes y al continuo ahorro en los costes, y registró un crecimiento anual sin precedentes del 4,1% (frente al -3,5% del trimestre anterior), que produjo un acusado incremento del ahorro, ya que los dividendos distribuidos siguieron siendo moderados (véase gráfico E). Al mismo tiempo, la contracción interanual de la formación de capital fijo de las sociedades no financieras siguió disminuyendo y, como el ritmo de reducción de las existencias se desaceleró de forma acusada, el descenso interanual de la formación de capital

Gráfico D Inversión financiera de los hogares

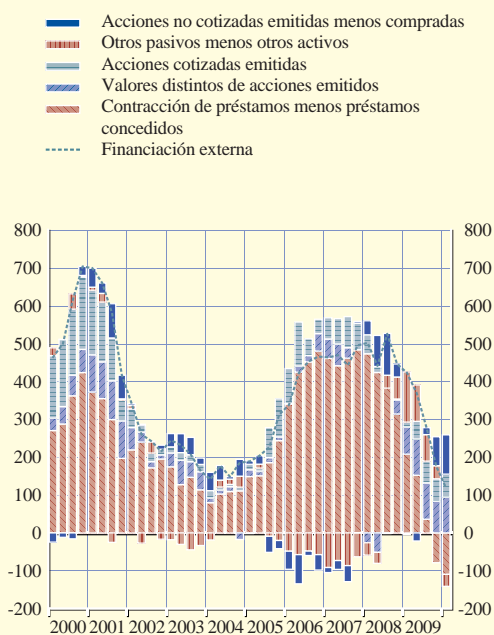
(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; en porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuente: Eurostat y BCE.

Gráfico E Financiación externa de las sociedades no financieras, por fuente de financiación

(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

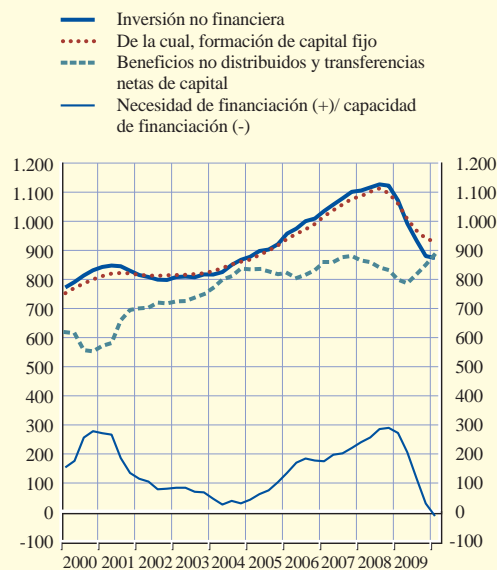
Nota: A efectos de presentación, se excluyen de la financiación algunas operaciones con activos, ya que se realizan principalmente dentro del sector (préstamos concedidos por las sociedades no financieras y acciones no cotizadas y otras cuentas pendientes de cobro/de pago).

se ralentizó marcadamente, pasando del -21% en el último trimestre de 2009 al -2,6% en el primer trimestre de 2010. No obstante, al ser el ahorro mayor que la inversión de capital, la habitual posición deudora neta de las sociedades no financieras se convirtió en posición acreedora en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres (véase gráfico F). La resultante acumulación de abundantes reservas de liquidez podría señalar un comportamiento de carácter precautorio, como consecuencia de las perspectivas aún inciertas sobre la actividad y la financiación bancaria, y de la reducción en curso de las vulnerabilidades existentes en los balances. Los ratios de apalancamiento de las empresas siguen situándose en niveles excepcionalmente elevados —la deuda en relación con el valor añadido bruto se estabilizó en el 165%, mientras que la deuda en relación con las acciones y otras participaciones (*stock* nocional) se estabilizó en el 70%. En este contexto, la tasa de crecimiento interanual de la financiación concedida a las sociedades no financieras repuntó ligeramente, situándose en el 1,1%, frente al 0,8% del trimestre anterior, ya que la necesidad de financiación externa se vio limitada por la moderación de la inversión en términos reales y por el aumento de los fondos internos disponibles, que habitualmente precede a cualquier recurso a la financiación externa (el orden de preferencia o *pecking order* de las finanzas corporativas). Se siguen observando pronunciados efectos de sustitución, ya que la financiación en el mercado (valores distintos de acciones y acciones cotizadas) compensó con creces las amortizaciones netas de los préstamos concedidos por las IFM.

En el primer trimestre de 2010, el saldo presupuestario de las *Administraciones Públicas* de la zona del euro (necesidad de financiación) siguió deteriorándose, hasta situarse en el 6,6% del PIB (en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), frente al 6,2% del último trimestre de 2009. Este deterioro, por noveno trimestre consecutivo desde que terminó 2007, se debió principalmente a que la inversión bruta de las *Administraciones Públicas* se mantuvo prácticamente estable (en el 2,7% del PIB) y a una contracción adicional del ahorro bruto (neto de transferencias de capital), que se situó en el -3,9% del PIB, frente al -3,4% registrado en el trimestre anterior. Sin embargo, el ahorro bruto mostró una disminución en su tasa de descenso —lo que indica que, posiblemente, se sitúe en el mínimo en el próximo trimestre—, a causa de la actuación de los estabilizadores automáticos en una economía que está recuperándose de forma moderada, mientras que el impacto de la mayoría de las medidas de estímulo fiscal adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro también se redujo. Al mismo tiempo, esta evolución se vio sustentada por aumentos de impuestos en el contexto de la introducción de medidas de saneamiento presupuestario. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera pública se contrajo rápidamente, hasta el -0,7%, el valor más bajo desde que se inició la crisis (en el segundo trimestre de 2009 se registró un máximo del 15,8%), dado que los Gobiernos empezaron a reducir las intervenciones dirigidas a estabilizar el sector financiero. Además, comenzó a disminuir la acumulación de efectivo registrada en los trimestres anteriores. Por lo tanto, la finan-

Gráfico F Ahorro, inversión de capital y necesidad de financiación de las sociedades no financieras

(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

ciación mediante la contracción de préstamos y la emisión de deuda también descendió hasta el 7,8%, frente al 9,5% del último trimestre de 2009. Las emisiones de deuda pública, que aún eran elevadas, continuaron siendo absorbidas por las IFM y por los no residentes, y cada vez más por los inversores institucionales residentes.

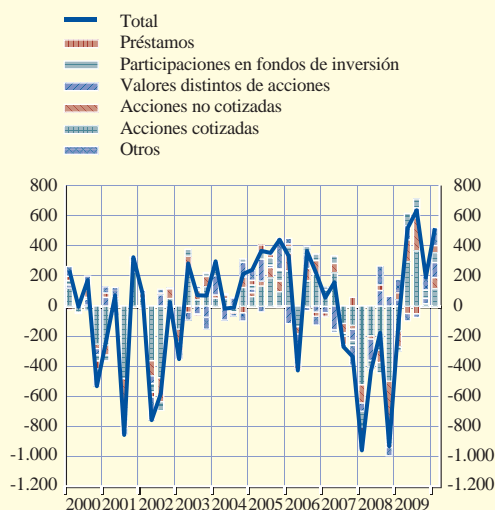
La renta bruta de las instituciones financieras volvió a tener un crecimiento positivo moderado, debido a la mejora de los intereses netos recibidos (relacionados, en parte, con las estrategias de *carry-trade* de la deuda pública y con la inclinación de la curva de rendimientos). La contribución del excedente de explotación neto al crecimiento de la renta se redujo (hasta el 2,8%, frente al 7,3% del último trimestre de 2009), a causa de la moderación de los diferenciales bancarios y de la debilidad del tradicional negocio de concesión de préstamos. Además, las instituciones financieras se han beneficiado de sustanciales revalorizaciones en los últimos trimestres (véase gráfico G), que alcanzaron un máximo histórico en términos de flujos acumulados de cuatro trimestres cercano a los 1.900 mm de euros, en un contexto de descenso de los tipos de interés a largo plazo y de recuperación de los mercados de valores desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2009. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera (neta de depósitos interbancarios) se incrementó hasta el 2,7%, frente al 2,2% del último trimestre de 2009. Los depósitos de IFM con no residentes constituían la variable que contribuyó en mayor medida a esa evolución (a pesar de que seguía mostrando un flujo acumulado de cuatro trimestres negativo), mientras que la tasa de crecimiento de las adquisiciones de valores distintos de acciones por parte de las IFM siguieron descendiendo. Al mismo tiempo, las tenencias de este tipo de valores en poder de inversores institucionales (principalmente tenencias de deuda pública) siguieron aumentando, en particular por parte de las empresas de seguros y fondos de pensiones, cuyas adquisiciones a lo largo del trimestre alcanzaron un volumen sin precedentes de 77 mm de euros (frente a las adquisiciones de 75 mm de euros por parte de las IFM). La ratio de acciones y otras participaciones en relación con los activos financieros se estabilizó en el 8,8%, pues la expansión observada en el balance del sector se vio compensada por los incrementos del valor de las acciones y otras participaciones.

Mercados financieros

La considerable expansión de las operaciones financieras netas en valores distintos de acciones que caracterizó la evolución de hace un año continuó moderándose, aunque las grandes emisiones realizadas por las sociedades no financieras siguieron sustituyendo a los préstamos bancarios, como había ocurrido desde finales de 2008. La posición compradora neta de los otros intermediarios finan-

Gráfico G Pérdidas y ganancias en los activos de las instituciones financieras

(flujos intertrimestrales; mm de euros)



Fuente: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Este gráfico presenta los otros flujos económicos, que se refieren, principalmente, a las ganancias y las pérdidas de capital (realizadas o no realizadas) en los activos que se valoran a precio de mercado en las cuentas integradas de la zona del euro (acciones cotizadas, acciones no cotizadas, participaciones en fondos de inversión y valores distintos de acciones). Para las demás clases de activos (sobre todo préstamos), que se valoran por el valor nominal, se presentan los cambios en los balances debidos a variaciones del tipo de cambio y a la eliminación de los activos dañados de los balances del acreedor y del deudor una vez que el acreedor constata que los flujos de efectivo correspondientes a dichos activos no se pueden cobrar.

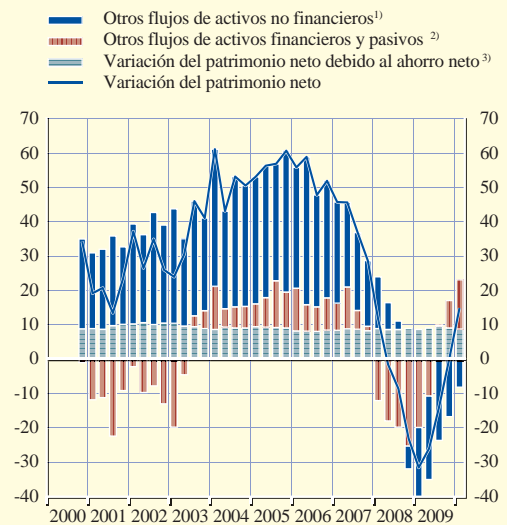
cieros refleja considerables adquisiciones de participaciones en fondos de inversión, mientras que las emisiones llevadas a cabo por los fondos de titulización (sobre todo en el contexto de las titulaciones retenidas) descendieron. En el mismo sentido, las empresas de seguro y los fondos de pensiones incrementaron sus compras, mientras que los hogares se convirtieron en importantes vendedores. Las emisiones realizadas por las IFM continuaron siendo limitadas y estas instituciones aumentaron ligeramente sus tenencias de valores distintos de acciones. El resto del mundo siguió siendo un importante comprador neto, aunque a menor escala que en el trimestre anterior, como consecuencia de la mejora de la capacidad de financiación de la zona del euro. Al mismo tiempo, las emisiones de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras continuaron siendo intensas, en el contexto de una tendencia general a la desintermediación en detrimento de la financiación bancaria. Las sociedades no financieras fueron vendedoras netas de acciones, y los fondos de inversión, importantes compradores. En el mercado de fondos de inversión, la emisión de participaciones en fondos de inversión distintos de los fondos del mercado monetario mantuvo la fuerte aceleración registrada en los trimestres anteriores, como consecuencia de la preferencia de los hogares por activos de más riesgo y a más largo plazo en lugar de por activos monetarios. En el mercado de préstamos, la reducción actual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras estuvo acompañada de un aumento moderado de los préstamos a los hogares.

Evolución de los balances

En el primer trimestre de 2010, la tasa de variación interanual del patrimonio neto de los hogares siguió siendo positiva (después de dos años de descenso), debido a la recuperación de los mercados de valores (gráfico H). El incremento de los precios de mercado reforzó el balance de las entidades de crédito, cuyas posiciones en acciones y en valores distintos de acciones son considerables (véase gráfico G).

Gráfico H Variación del patrimonio neto de los hogares

(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: El BCE ha estimado los datos sobre los activos no financieros.
 1) Principalmente pérdidas y ganancias en las tenencias de activos inmobiliarios y de suelo.
 2) Principalmente pérdidas y ganancias en acciones y otras participaciones.
 3) Esta variable comprende el ahorro neto, las transferencias de capital recibidas netas y la discrepancia entre las cuentas no financieras y las financieras.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se elevó al 1,7% en julio de 2010, frente al 1,4% de junio, como resultado, muy probablemente, de efectos de base al alza de los componentes de energía y alimentos. En los próximos meses, se espera que las tasas de inflación interanual medidas por el IAPC sigan mostrando cierta volatilidad en torno a los niveles actuales. De cara al futuro, en 2011 las tasas de inflación deberían mantenerse, en general, en una senda moderada, ante las reducidas presiones inflacionistas internas. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se elevó al 1,7% en julio de 2010, desde el 1,4% de junio (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de julio, parece que este aumento estuvo relacionado, en gran medida, con efectos de base al alza de los componentes de energía y alimentos.

En junio, el último mes para el que se dispone del detalle oficial del IAPC, la tasa de variación interanual del IAPC general disminuyó ligeramente, en 0,2 puntos porcentuales, en relación con el mes de mayo. Este descenso fue consecuencia, principalmente, de la fuerte caída de la tasa de variación interanual del componente energético, que se situó en el 6,2% en junio, frente al 9,2% del mes anterior, reflejo de un efecto de base negativo y, en parte, de la tasa de variación intermensual negativa de los precios de los productos derivados del petróleo¹.

La tasa de variación interanual de los precios de todos los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) siguió mostrando una tendencia al alza, situándose en junio en el 0,9%, es decir, 0,2 puntos porcentuales por encima del nivel de mayo. Los precios de los alimentos no elaborados se elevaron en junio, como resultado, básicamente, de la evolución de los precios de las frutas y hortalizas. La tasa de variación

1 Para más detalles sobre la relación entre los precios del petróleo y la inflación, véase el artículo titulado «Precios del petróleo: factores determinantes e impacto sobre la inflación y la macroeconomía en la zona del euro», en el presente Boletín Mensual.

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2010 Feb	2010 Mar	2010 Abr	2010 May	2010 Jun	2010 Jul
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	3,3	0,3	0,9	1,4	1,5	1,6	1,4	1,7
Energía	10,3	-8,1	3,3	7,2	9,1	9,2	6,2	,
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	-1,2	-0,1	0,7	0,4	0,9	,
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,6	0,5	0,6	0,9	0,9	,
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	,
Servicios	2,6	2,0	1,3	1,6	1,2	1,3	1,3	,
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	6,1	-5,1	-0,4	0,9	2,8	3,1	3,0	,
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	54,5	59,1	64,0	61,6	62,2	58,9
Precios de las materias primas no energéticas	2,0	-18,5	25,4	34,5	51,9	52,1	50,5	56,0

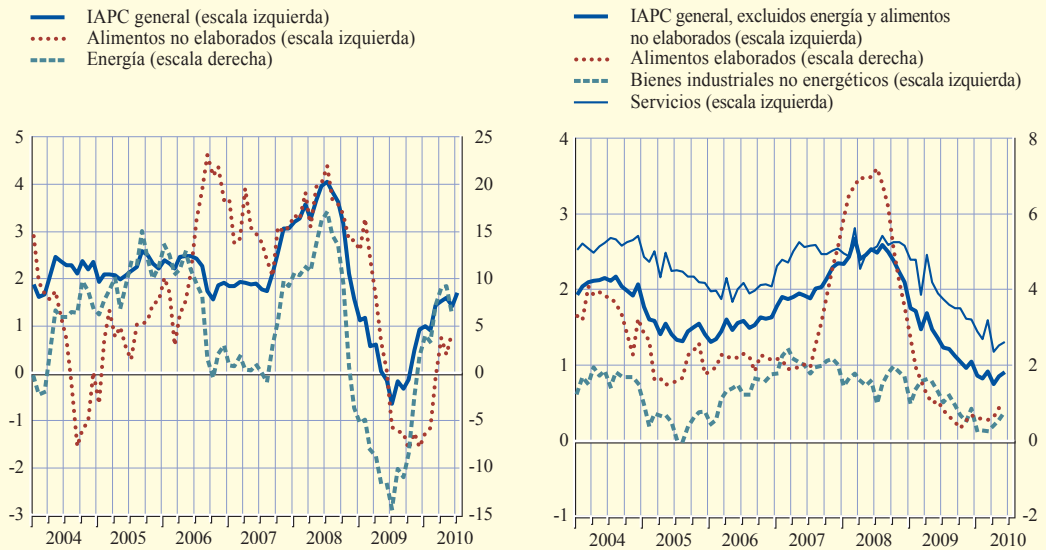
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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 julio de 2010 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 21 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

interanual de los precios de los alimentos no elaborados se situó en el 0,9% en junio, frente al 0,4% del mes anterior, mientras que la de los precios de los alimentos elaborados se mantuvo sin cambios en el 0,9%. Dentro de los precios de los alimentos elaborados, los subcomponentes con la mayor ponderación (pan y cereales; leche, queso y huevos; azúcar; agua mineral y zumos de fruta) siguieron registrando tasas de variación interanual negativas en junio. Por el contrario, en el mismo mes la tasa de variación interanual de los precios del tabaco continuó subiendo de forma acusada, un 5,4%, como consecuencia, fundamentalmente, del aumento de los impuestos especiales y de otros impuestos indirectos.

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 se situó en el 0,9% en junio, 0,1 puntos porcentuales por encima del nivel de mayo, como resultado, principalmente, de un ligero incremento de los precios de los bienes industriales no energéticos, mientras que los precios de los servicios permanecieron estables. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se elevó en junio, hasta el 0,4%, desde el 0,3% de mayo, como consecuencia, en buena parte, de la evolución de los precios de las prendas de vestir, del calzado y de la joyería, en este último caso debido al repunte del precio del oro y de otros metales preciosos. Pese a este reciente aumento, cerca de una cuarta parte de las partidas de los bienes industriales no energéticos siguió registrando tasas de variación interanual negativas en junio, lo que constituye una proporción más alta que la media observada desde 1999. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios no experimentó cambios en junio, manteniéndose en el 1,3%, y sus principales subcomponentes tampoco registraron variaciones significativas. En lo que respecta a los precios de los servicios, en el recuadro 6 se describe la medida en que el componente de alquileres del IAPC se ha visto afectado por la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro.

Recuadro 6

PRECIOS DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO Y COMPONENTE DE ALQUILERES DEL IAPC

Al igual que en muchas otras economías, en la zona del euro el gasto en la adquisición de una casa o un apartamento no está directamente incorporado en los índices de precios de consumo, mientras que el gasto en alquileres sí lo está en general. Dada la relación teórica a largo plazo existente entre la evolución de los precios de la vivienda y la de los alquileres, las variaciones de los precios de los inmuebles residenciales podrían tener un impacto indirecto sobre la inflación en los precios de consumo a través de las variaciones de los alquileres. En este contexto, es posible que la fuerte caída de los precios de la vivienda observada recientemente en algunos países de la zona del euro haya ejercido ciertas presiones a la baja sobre los alquileres, lo que, a su vez, puede haber tenido un impacto sobre el IAPC general de la zona del euro a través de su componente de alquileres. En este recuadro se analiza el alcance de este impacto para la zona del euro. En primer lugar, se describe la relación entre la evolución de los precios de la vivienda y la de los alquileres desde una perspectiva teórica. En segundo lugar, se presenta un análisis empírico de la correlación entre los precios de la vivienda en la zona del euro y el componente de alquileres del IAPC, poniendo de relieve algunas de las limitaciones de las implicaciones teóricas. Por último, se evalúa el impacto sobre el IAPC general de la zona del euro, comparándolo con los resultados del índice de precios de consumo (IPC) de Estados Unidos.

Correlación entre los precios de la vivienda y los alquileres desde una perspectiva teórica

La vivienda puede considerarse desde una perspectiva de inversión, es decir, como un activo no financiero, o desde una perspectiva de consumo, es decir, como una morada objeto de consumo por parte del propietario o del inquilino. Ambas perspectivas suponen la existencia de una relación a largo plazo entre los precios de la vivienda y los alquileres, aunque con mecanismos de ajuste potencialmente diferentes a corto plazo. Si se consideran los inmuebles residenciales como activos, se pueden considerar los alquileres como una aproximación del correspondiente dividendo. Por ejemplo, ello implicaría que, en igualdad de condiciones, un mayor valor actual descontado de los dividendos futuros se traduciría en un precio más elevado del activo subyacente. Sin embargo, si se considera la vivienda como un servicio objeto de consumo por parte del propietario o del inquilino, suponiendo que la propiedad y el alquiler puedan sustituirse mutuamente, la existencia de desajustes transitorios de los precios, como la sobrevaloración de los precios de adquisición de los inmuebles residenciales, llevaría a sustituir la compra por el alquiler. Ello tendría el efecto contrario sobre las variaciones de los precios de la vivienda y las de los alquileres, lo que resultaría, en una situación de mercado perfecto, en un equilibrio a largo plazo del mercado de la vivienda. Sin embargo, en la práctica, los factores determinantes de los precios de la vivienda y de los alquileres, así como su correlación, están sujetos a varias limitaciones, que se analizan a continuación en relación con la evidencia empírica disponible para la zona del euro.

Evidencia empírica relativa a la zona del euro

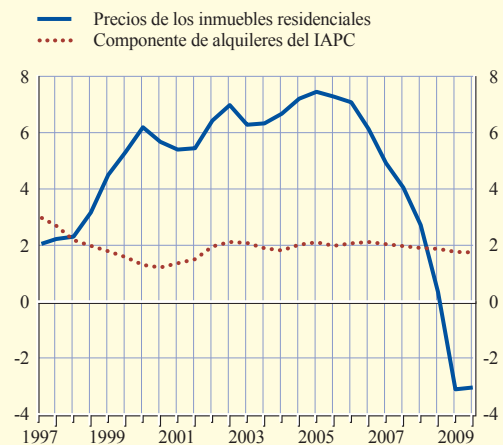
El análisis empírico de la correlación entre los precios de la vivienda y los alquileres en la zona del euro se basa en el indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona, elaborado por el BCE¹, y el componente de alquileres del IAPC de la zona del euro. Las tasas de variación interanual de estas

1 El indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro elaborado por el BCE es una media ponderada semestral de los indicadores nacionales. La serie comienza en 1996 y la última observación disponible corresponde al segundo semestre de 2009.

series se presentan en el gráfico A². Tras mostrar una tendencia al alza durante un largo período de tiempo, la tasa de variación interanual de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro empezó a experimentar una desaceleración en torno a 2005, para acabar registrando valores negativos en 2009³. Por el contrario, los alquileres registraron un crecimiento mucho menos volátil durante el mismo período. En general, las variaciones de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro han sido más pronunciadas que las del componente de alquileres del IAPC. Entre 1997 y 1999, las tasas de crecimiento de las dos series se movieron en direcciones opuestas. A partir del año 2000, las variaciones observadas en el crecimiento del componente de alquileres del IAPC parecen haber reflejado las variaciones registradas en el crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales, aunque con un importante retraso y una amplitud mucho menor.

Gráfico A Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro y componente de alquileres del IAPC

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Las mencionadas diferencias en la evolución de los precios de los inmuebles residenciales y la de los alquileres pueden explicarse por distintos factores, entre los cuales cabe señalar la regulación de los alquileres, las medidas de política fiscal relativas a la vivienda, los cambios estructurales económicos, las condiciones de financiación y algunas cuestiones estadísticas. En la zona del euro existen varias formas de regular los alquileres, como la indicación (con diversos índices de precios), topes de aumento de los alquileres, prolongados contratos con distintas cláusulas de ajuste y de protección de los alquileres. El componente de alquileres del IAPC incluye también los alquileres de las viviendas sociales, que representan un porcentaje significativo del mercado de alquiler en algunos países de la zona del euro. En consecuencia, puede esperarse que solo una parte de los pagos de alquileres incluidos en el IAPC, normalmente los que se refieren a nuevos contratos de alquiler para viviendas que no sean sociales, podrían responder directamente a las fuerzas del mercado, en general, y a variaciones de los precios de los inmuebles residenciales, en particular⁴. Ello explica, en buena medida, el retraso y la moderación de la respuesta del índice general de alquileres.

La relación entre los precios de la vivienda y los alquileres puede debilitarse también como consecuencia de restricciones de la oferta y de limitaciones en la posibilidad de sustituir la compra por el alquiler y viceversa, debido, por ejemplo, a restricciones de crédito, al tamaño del mercado del alquiler, a diferencias en las características de las viviendas en propiedad o en alquiler y a elevados costes de transacción. Si se considera la vivienda como un activo, podría producirse una brecha entre los alquileres y los precios de los inmuebles residenciales, como resultado de otros factores que afecten al coste de uso de la vivienda, entre los que pueden citarse los intereses hipotecarios, varias formas de impuestos sobre la propiedad y de ayuda a la vivienda, además de las expectativas respecto a la

2 Los datos semestrales del componente de alquileres del IAPC de la zona del euro son una media de las observaciones mensuales.

3 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda de la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo de 2010.

4 Véase también el informe sobre cuestiones estructurales, «Structural Issues Report», titulado «Structural factors in the EU housing markets», BCE, 2003.

evolución futura de los precios de la vivienda⁵. En vista de la reciente expansión y recesión de los mercados de la vivienda en Estados Unidos y algunos países de la zona del euro, este último factor podría haber contribuido de forma significativa a disociar los precios de la vivienda y los alquileres en la primera parte de la pasada década.

Algunos de estos factores pueden explicar también la divergencia entre las tasas de variación interanual de los alquileres y de los precios de la vivienda observada en varios países de la zona del euro a finales de los años noventa. El panel izquierdo del gráfico B muestra que, en distintos países de la zona, la inflación en los alquileres bajó entre 1997 y 1999, mientras que se aceleró el crecimiento de los precios de la vivienda. El inicio de la UEM durante ese período originó importantes cambios estructurales. En primer lugar, en varios países la inflación en los precios de consumo disminuyó, lo que pudo tener una incidencia a la baja sobre la inflación en los alquileres a través del mecanismo de indicación. El panel derecho del gráfico B muestra que en distintos países la desaceleración del crecimiento de la inflación en el componente de alquileres del IAPC reflejó la del IAPC general, aunque fue más acusada⁶. En segundo lugar, la caída de los tipos de interés nominales y reales hizo que fuera más económico para los hogares comprar en vez de alquilar una propiedad, lo que provocó, probablemente, un efecto de sustitución con implicaciones al alza para los precios de la vivienda y a la baja para los alquileres⁷.

Además, es importante darse cuenta de que la limitada correlación observada entre los precios de la vivienda y el componente de alquileres del IAPC de la zona del euro podría reflejar también algunas cuestiones estadísticas. Por lo que respecta a los precios de la vivienda, los datos utilizados en este recuadro han sido recogidos por los BCN de la zona del euro⁸ y no están armonizados en términos de

5 Para más información, véanse el artículo titulado «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero de 2006 y «Housing finance in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 101, BCE, marzo de 2009. Véase también Hiebert, P. y Sydow, M., «What drives returns to euro area housing? Evidence from a dynamic dividend-discount model», *Working Paper Series*, n.º 1019, BCE, 2009.

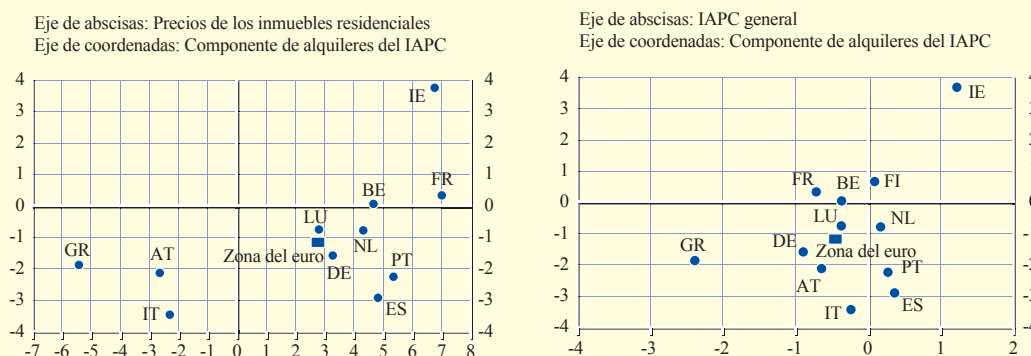
6 El gráfico B ha de interpretarse con cierta cautela, ya que representa las variaciones simultáneas de una serie con respecto a la otra, mientras que cabe esperar que las variaciones de los alquileres reaccionen a variaciones del IAPC general y de los precios de la vivienda con algún retraso.

7 Para más información, véase el informe «Structural Issues Report» mencionado anteriormente.

8 Las oficinas de estadística de la UE están trabajando en un enfoque estadístico armonizado para la elaboración de los índices de precios de los inmuebles residenciales. Sin embargo, hasta el momento solo un número reducido de países ha publicado los resultados de este proyecto.

Gráfico B Variaciones de los precios de los inmuebles residenciales, de los alquileres y del IAPC general de la zona del euro entre 1997 y 1999

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: Las variaciones se refieren a la tasa de variación interanual registrada en 1999 menos la observada en 1997 (o 1998, si no se dispone de datos anteriores).

propiedades estadísticas. Un análisis de la transmisión de las variaciones de los precios de la vivienda a las de los alquileres podría verse afectado, en particular, por diferencias en la cobertura de los tipos de vivienda en los distintos índices. Por otro lado, este análisis podría verse afectado también por la manera en que las variaciones de precios individuales se combinan para formar un índice agregado y por el modo en que se realizan los ajustes por variaciones de composición de las características de las viviendas cuyos precios se observan a lo largo del tiempo. Por ejemplo, los índices de precios de viviendas de segunda mano miden un fenómeno diferente respecto a los índices de precios de viviendas nuevas. La transmisión de las variaciones de los precios de las viviendas de segunda mano y de las viviendas nuevas al componente de alquileres del IAPC puede mostrar una dinámica muy distinta en términos de magnitud, canal y tiempo de la transmisión. En la zona del euro, mientras que los indicadores de varios países incluyen tanto las viviendas nuevas como las de segunda mano, cerca de una tercera parte de la cobertura del indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro está relacionada con indicadores nacionales que solo reflejan variaciones de los precios de las viviendas de segunda mano.

En cuanto al componente de alquileres del IAPC, aunque se presta más a comparaciones entre países, algunas cuestiones estadísticas pueden dificultar todavía el análisis de la transmisión. En particular, es importante que los índices de alquileres reflejen con precisión el equilibrio entre los contratos de alquiler de las viviendas nuevas y los de las viviendas de segunda mano y que abarquen los alquileres sociales y los de mercado abierto. Tal y como se indicaba anteriormente, los precios de contratos existentes pueden tender a ser más rígidos que los de contratos nuevos y a estar sometidos más frecuentemente a regulación. En algunos países de la zona del euro, la cobertura de los nuevos contratos de alquiler, especialmente los de viviendas de nueva construcción, es limitada.

Otra cuestión es la contribución relativa de la evolución nacional de los precios, por un lado, al indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro y, por otro, al componente de alquileres del IAPC. El indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro agrega las variaciones de los precios nacionales de la vivienda, en porcentaje del PIB, mientras que las estimaciones del componente de alquileres del IAPC de la zona del euro refleja el tamaño relativo de los mercados de alquiler de cada país.

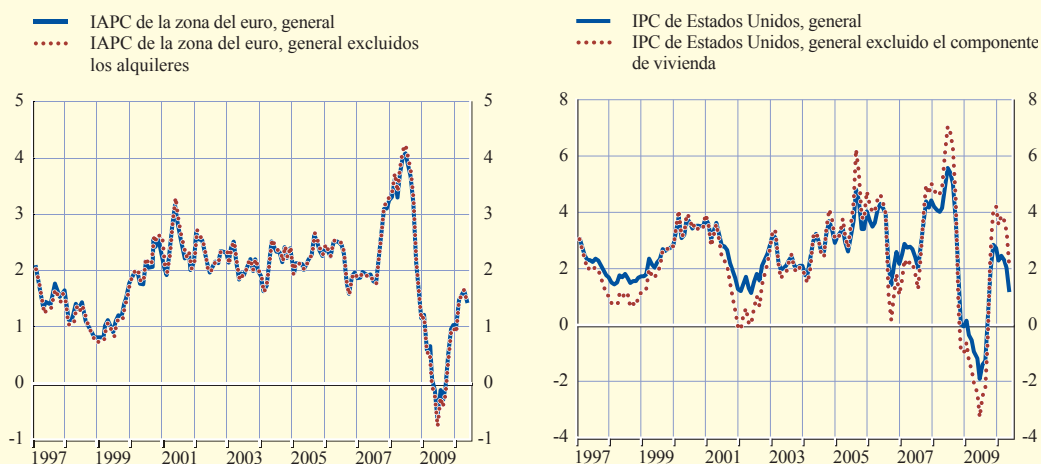
Impacto sobre los índices generales de precios de consumo de la zona del euro y Estados Unidos

Para evaluar el impacto de la inflación en los alquileres sobre el IAPC general, en el panel izquierdo del gráfico C se compara la tasa de variación interanual del IAPC general de la zona del euro con la del índice general excluidos los alquileres, mientras que en el panel derecho se compara la tasa de variación interanual del IPC general de Estados Unidos con la del IPC general excluido el componente de vivienda. Aunque las diferencias entre las dos series son poco significativas en la zona del euro, lo son más en Estados Unidos. En particular, más recientemente, el IPC general de Estados Unidos excluido el componente de vivienda ha registrado tasas de crecimiento más elevadas que el IPC general. En este contexto, cabe destacar que el IPC de Estados Unidos y el IAPC de la zona del euro difieren en términos de cobertura de los costes de la vivienda. El IPC de Estados Unidos incluye los costes de la vivienda en propiedad en forma de pagos imputados de alquileres, mientras que el IAPC de la zona del euro no incluye estos costes⁹. Los alquileres equivalentes para los propietarios

⁹ Por lo que se refiere al tratamiento de la viviendas en propiedad en el IAPC, véase también el recuadro 2 del artículo titulado «El índice armonizado de precios de consumo: concepto, propiedades y experiencia acumulada», en el Boletín Mensual de julio de 2005. El componente de vivienda del IPC de Estados Unidos incluye también el alojamiento fuera de la vivienda y los seguros de inquilinos y propietarios, aunque el peso de estas partidas es relativamente pequeño.

Gráfico C IAPC de la zona del euro e IPC de Estados Unidos, general y general excluidos los alquileres

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, BCE y Thomson Financial Datastream.

constituyen cerca del 24% del coste de la vida en el IPC de Estados Unidos. Por el contrario, los alquileres reales representan alrededor del 6% de la cesta del IPC de Estados Unidos y del IAPC de la zona del euro.

En conclusión, mientras que, en teoría, cabe esperar que se produzca a largo plazo una correlación entre la evolución de los precios de la vivienda y la de los alquileres, varios factores institucionales y económicos afectarán probablemente a la dinámica de esta relación. En la zona del euro, la respuesta del componente de alquileres del IAPC a la evolución de los precios de los inmuebles residenciales es moderada. En consecuencia, las pronunciadas variaciones observadas recientemente en los precios de la vivienda han tenido, en general, un escaso impacto sobre el IAPC de la zona del euro a través del canal de los «alquileres». En cambio, en Estados Unidos la caída de las tasas de crecimiento de los alquileres ha contribuido considerablemente a rebajar la inflación en los últimos meses.

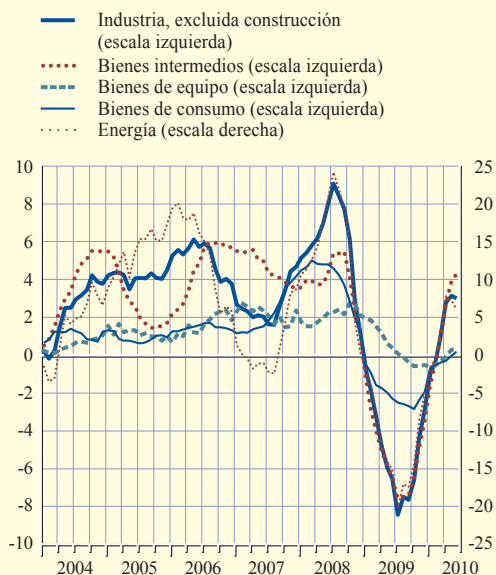
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En junio, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se mantuvo, en general, estable, en el 3%, frente al 3,1% de mayo (véase gráfico 22). Este ligero descenso fue debido a la disminución de la tasa de variación interanual de los precios de la energía, como resultado de un efecto de base, mientras que los precios industriales, excluidas la energía y la construcción, se elevaron, como consecuencia de la evolución de los precios de los bienes intermedios y de los bienes de consumo.

Los indicadores de las encuestas de julio señalaron también la persistencia de ciertas presiones al alza sobre los precios, aunque en menor medida que en junio. Por lo que se refiere al índice de directores de compras, el índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero descendió por segundo mes consecutivo en julio, como resultado, en parte, de la evolución reciente de los precios de las materias primas, aunque se mantiene muy por encima del umbral de 50 que indica un aumento de los precios (véase gráfico 23). El índice de precios cobrados en el sector manufacturero solo disminuyó ligeramente en julio. En el sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios y el de precios de venta ape-

Gráfico 22 Desagregación de los precios industriales

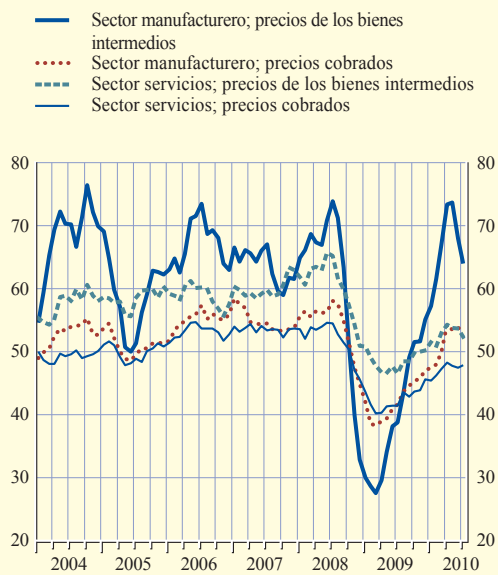
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 23 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.

nas experimentaron cambios en el mismo mes. El índice de precios de venta permanece todavía por debajo de 50, señal de descenso de los precios en ese sector. En general, los indicadores de las encuestas continúan sugiriendo que las empresas de la zona del euro están teniendo dificultades en trasladar el incremento de los precios de los bienes intermedios a los consumidores.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

No se dispone de muchos datos nuevos sobre los indicadores de costes laborales desde el anterior Boletín Mensual. En el primer trimestre de 2010, la brecha entre las tasas de crecimiento interanual de distintos

Cuadro 5 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	3,3	2,7	3,2	2,8	2,4	2,2	1,8
Costes laborales totales por hora	3,5	2,7	3,1	3,3	2,6	1,7	2,1
Remuneración por asalariado	3,1	1,5	1,8	1,4	1,5	1,3	1,5
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	-0,2	-2,3	-3,9	-3,1	-1,9	0,0	1,9
Costes laborales unitarios	3,3	3,8	5,9	4,7	3,5	1,3	-0,5

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

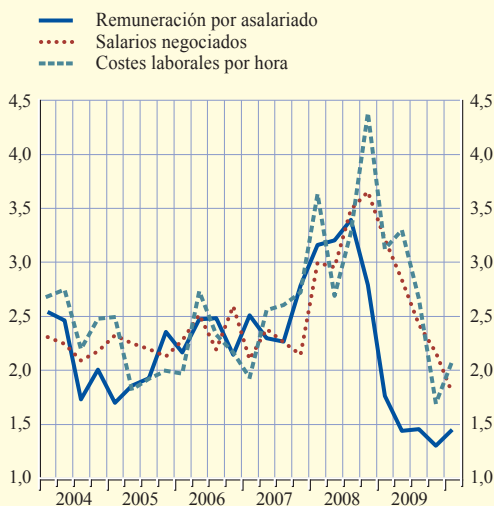
indicadores de costes laborales siguió estrechándose (véanse gráfico 24 y cuadro 5). El panorama general confirma la moderación de los costes laborales a comienzos de 2010.

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro disminuyó al 1,8% en el primer trimestre de 2010, desde el 2,2% del último trimestre de 2009. Este descenso se produjo de forma generalizada en todos los países y confirma que el crecimiento de los salarios negociados de la zona del euro mantiene la trayectoria descendente que viene mostrando desde comienzos de 2009. La información disponible sugiere que el crecimiento relativamente moderado de los salarios negociados observado en el primer trimestre de 2010 se mantuvo en el segundo trimestre, en línea con la debilidad de los mercados de trabajo.

En el primer trimestre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro se elevó ligeramente, hasta el 2,1%, desde el 1,7% del cuarto trimestre de 2009. Este ascenso puede considerarse como una normalización tras el fuerte descenso registrado en el cuarto trimestre de 2009, en el que la citada tasa experimentó una caída de 0,9 puntos porcentuales. Incluso después de la ligera aceleración observada en el primer trimestre, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora permanece en un nivel próximo a los mínimos históricos alcanzados en 2005, y refleja, principalmente, la evolución del sector industrial, en el que la tasa de crecimiento interanual aumentó al 1,8%, situándose 1,2 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en el trimestre precedente (véase gráfico 25).

Gráfico 24 Indicadores de costes laborales

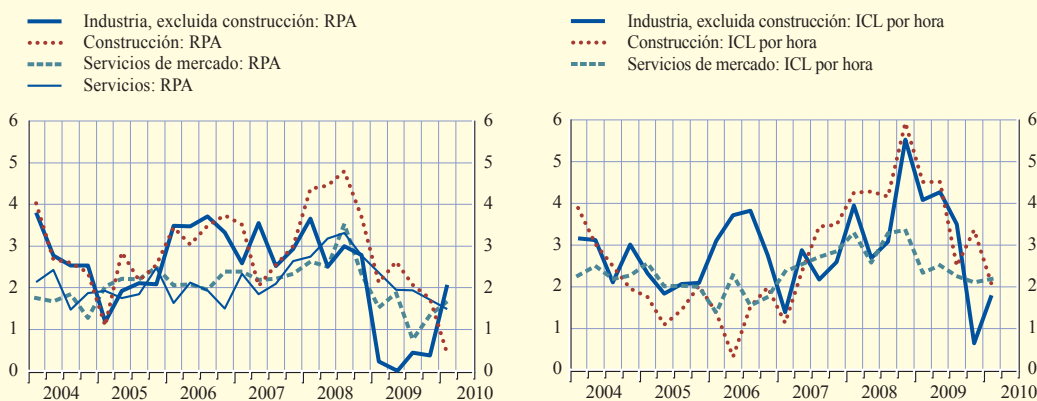
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 25 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.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se elevó ligeramente, al 1,5%, en el primer trimestre de 2010, desde el 1,3% del cuarto trimestre de 2009. El desglose por sectores muestra un marcado aumento en el sector industrial y un fuerte descenso en el de la construcción. El hecho de que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados haya sido mayor que la de la remuneración por asalariado en el primer trimestre del año señala la existencia de una deriva salarial todavía negativa en la zona del euro.

La relativa estabilidad de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, unida a una sustancial mejora de la productividad del trabajo, ambas medidas por persona ocupada, originó una nueva importante desaceleración del crecimiento de los costes laborales unitarios. En el primer trimestre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios fue negativa (-0,5%), en comparación con el aumento del 1,3% registrado en el trimestre anterior, lo que supuso una acusada reducción en relación con el máximo de casi el 6% alcanzado en el primer trimestre de 2009.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En los próximos meses, se espera que las tasas de inflación interanual medidas por el IAPC sigan mostrando cierta volatilidad en torno a los niveles actuales. De cara al futuro, en 2011 las tasas de inflación deberían mantenerse, en general, en una senda moderada, ante las reducidas presiones inflacionistas internas.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica muestra que las expectativas de inflación de los encuestados para los años 2010, 2011 y 2012 no han cambiado en relación con la encuesta anterior (véase recuadro 7).

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están, en general, equilibrados. Los riesgos alcistas a medio plazo 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.

Recuadro 7

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTE AL TERCER TRIMESTRE DE 2010

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al tercer trimestre de 2010 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada entre el 14 y el 19 de julio de 2010 respecto de la cual se recibieron 55 respuestas. En esta encuesta se recogen las expectativas de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB y el desempleo de la zona del euro¹.

¹ Dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.

Expectativas de inflación para los años 2010, 2011 y 2012

En comparación con la encuesta anterior, los encuestados no han modificado sus expectativas de inflación, que sitúan en el 1,4% para 2010, el 1,5% para 2011 y el 1,7% para 2012 (véase cuadro)².

Las expectativas de inflación de la EPE para 2010 y 2011 se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en junio de 2010 y son muy similares a las previsiones de julio de 2010 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para 2010 y 2011 y ligeramente superiores a las correspondientes a 2012³.

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad a que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. En comparación con la encuesta anterior, la distribución de probabilidad agregada para 2010 se concentra más en el intervalo comprendido entre el 1% y el 1,9%, al que los encuestados asignan una probabilidad del 81%. Dentro de este intervalo, se asigna una probabilidad casi igual a los tramos 1%-1,4% y 1,5%-1,9%. Los encuestados asignan una probabilidad del 11% a una inflación inferior al 1% y una probabilidad del 8% a una inflación superior al 1,9%. La distribución de probabilidad para 2011 se mantiene en general estable en comparación con la EPE anterior, con un ligero aumento de la probabilidad de que la inflación se sitúe entre el 1% y el 1,9% (véase gráfico A). Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que los riesgos para estas previsiones apuntan a la baja en todos los horizontes temporales, especialmente para 2012. Ello se refleja en el hecho de que la mayoría de encuestados facilitan

2 Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

3 Las previsiones de Consensus Economics para 2012 se publicaron en abril de 2010.

Resultados de la EPE, de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta					
	2010	Junio 2011	2011	Junio 2012	2012	A largo plazo ²⁾
EPE III 2010	1,4	1,4	1,5	1,7	1,7	2,0
EPE anterior (II 2010)	1,4	-	1,5	-	1,7	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	1,4-1,6	-	1,0-2,2	-	-	-
Consensus Economics (julio 2010)	1,5	-	1,5	-	1,5	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2010)	1,4	-	1,5	-	1,6	1,9
Crecimiento del PIB real	2010	I 2011	2011	I 2012	2012	A largo plazo ²⁾
EPE III 2010	1,1	1,4	1,4	1,4	1,6	1,8
EPE anterior (II 2010)	1,1	-	1,5	-	-	1,8
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	0,7-1,3	-	0,2-2,2	-	-	-
Consensus Economics (julio 2010)	1,1	-	1,4	-	1,6	1,8
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2010)	1,1	-	1,3	-	1,6	2,0
Tasa de desempleo ¹⁾	2010	Mayo 2011	2011	Mayo 2012	2012	A largo plazo ²⁾
EPE III 2010	10,1	10,2	10,2	9,9	9,8	8,4
EPE anterior (II 2010)	10,3	-	10,3	-	-	8,5
Consensus Economics (julio 2010)	10,1	-	10,2	-	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2010)	10,2	-	10,2	-	10,0	8,8

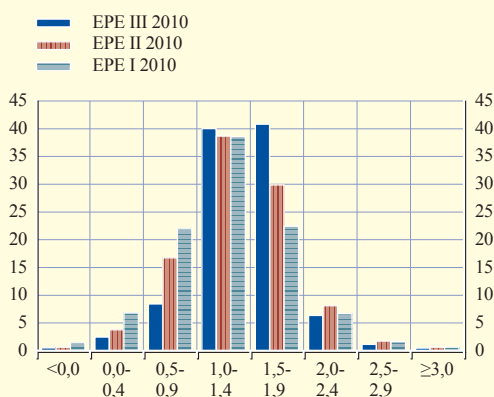
1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a largo plazo del Barómetro de la Zona del Euro se refieren a 2014, las de la EPE para el tercer trimestre de 2010 y las de Consensus Economics se refieren a 2015. Las expectativas para 2012 y las expectativas a largo plazo de Consensus Economics son las publicadas en abril de 2010.

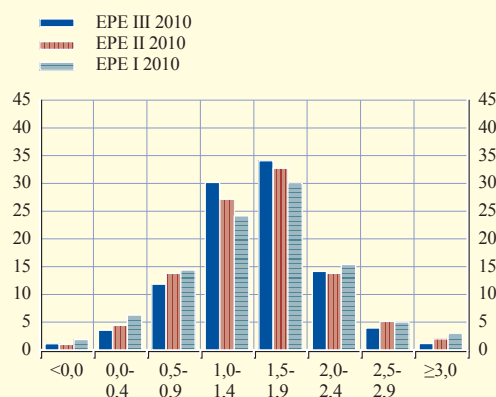
Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media anual en 2010 y 2011 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)

a) 2010



b) 2011



Fuente: BCE.

1) Corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

una estimación superior a la previsión media de su distribución de probabilidad, lo que significa que asignan una mayor probabilidad a que los resultados se sitúen por debajo de esta previsión a que se sitúen por encima de la misma. Como principal riesgo bajista para las perspectivas de inflación, la mayor parte de los encuestados indica el reducido crecimiento salarial, consecuencia de la elevada tasa de desempleo. Muchos encuestados señalan los siguientes factores como principales riesgos alcistas para el escenario de referencia: i) elevación de los precios de importación, debido a la depreciación del euro; ii) subida de los precios de las materias primas y del petróleo; y iii) aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados, como resultado de los planes de consolidación fiscal.

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a largo plazo (para 2015) se han revisado ligeramente al alza, en promedio hasta el 2%, frente al 1,9% (para 2014) de la EPE anterior. La mediana de las estimaciones, que se ve menos afectada por los valores extremos que la estimación media, se mantiene en el 1,9%. La previsión media está en línea con las previsiones de inflación a largo plazo de abril de 2010 de Consensus Economics (2%) para 2015 y por encima de las de julio de 2010 del Barómetro de la Zona del Euro (1,9%) para 2014.

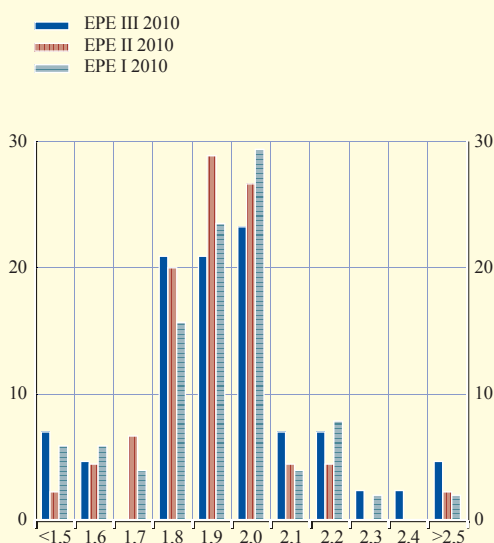
La ligera tendencia al alza de las expectativas de inflación a largo plazo coincide con el mayor desacuerdo que muestran los encuestados respecto a estas expectativas, medidas por la desviación típica de sus previsiones. Con todo, la mayoría de encuestados sitúan las expectativas de inflación a largo plazo entre el 1,8% y el 2% (véase gráfico B).

Al mismo tiempo, la incertidumbre agregada respecto a estas expectativas de inflación, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, se mantiene en un nivel similar al de la encuesta anterior⁴. Por último, la probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un

4 Para más información sobre los indicadores de incertidumbre, véase el recuadro titulado «Cómo medir las percepciones de la incertidumbre macroeconómica», en el Boletín Mensual de enero de 2010.

Gráfico B Distribución de corte transversal de las expectativas de inflación a largo plazo (2015) de los participantes en la EPE

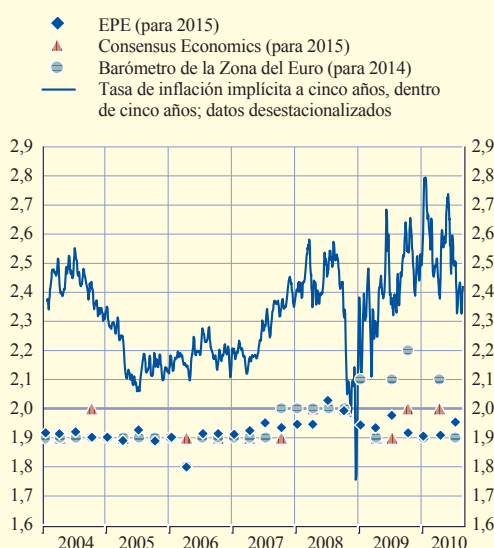
(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

Gráfico C Expectativas de inflación a largo plazo de las encuestas y tasas de inflación implícitas

(tasas medias de variación interanual; medias móviles de cinco días de datos diarios)



Fuentes: Consensus Economics, Barómetro de la Zona del Euro, Reuters y cálculos del BCE.

nivel igual o superior al 2% se mantiene prácticamente estable en el 44%, frente al 43% de la encuesta anterior.

Los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros se han mantenido prácticamente estables. Sin embargo, se han situado, en general, por encima de las previsiones de la EPE, ya que incorporan no solo el nivel esperado de inflación sino también una prima adicional para compensar a los inversores en renta fija por los riesgos de inflación. También han sido más volátiles que los indicadores basados en las encuestas, debido a la volatilidad de la citada prima de riesgo de inflación y también a la fluctuante situación de liquidez que han venido experimentando los mercados de renta fija desde mediados de 2008 (véase gráfico C)⁵. Por lo tanto, habrá de considerarse con cierta cautela la volatilidad que han mostrado estos indicadores, evitando interpretarla automáticamente como reflejo de revisiones de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado⁶.

Expectativas de crecimiento del PIB real

En promedio, las expectativas de los encuestados respecto al crecimiento del PIB real no han variado, manteniéndose en el 1,1% para 2010, pero se han revisado ligeramente a la baja, hasta el 1,4%, para 2011, desde el 1,5% de la encuesta anterior. En 2012, los encuestados esperan que el PIB real de la zona del euro registre un crecimiento del 1,6%.

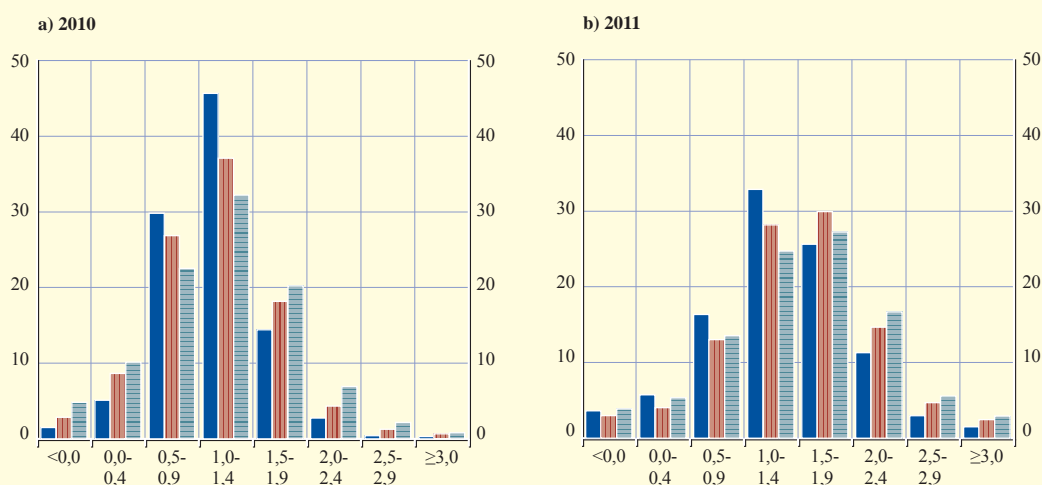
⁵ Véase también el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio de 2006.

⁶ Para un análisis más detallado del impacto de la actual crisis financiera sobre los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados, véase el recuadro titulado «Incrementos recientes de los rendimientos reales y sus consecuencias para el análisis de las expectativas de inflación», en el Boletín Mensual de noviembre de 2008. La evolución reciente de los indicadores de expectativas de inflación de los mercados financieros se describe en la sección 2.4 del presente Boletín Mensual.

Gráfico D Distribución de probabilidad para el crecimiento medio anual del PIB real en 2010 y 2011 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)

■ EPE III 2010
■ EPE II 2010
■ EPE I 2010



Fuente: BCE.

1) Corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

Las expectativas de crecimiento para 2010 y 2011 se sitúan en los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en junio de 2010 y están generalmente en línea con las últimas previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para 2010 y 2011.

La distribución de probabilidad agregada para 2010 se concentra más en el intervalo comprendido entre el 1% y el 1,4% que en la encuesta anterior, ya que los encuestados asignan una probabilidad del 46% a este intervalo. Por lo que se refiere a 2011, el intervalo al que se asigna una mayor probabilidad (33%) es el comprendido entre el 1% y el 1,4% (véase gráfico D).

El nivel de incertidumbre respecto a las previsiones de crecimiento del PIB real a un año y a dos años no ha variado en relación con la encuesta anterior. Los encuestados consideran que los riesgos para la previsión media de crecimiento del PIB real apuntan a la baja en todos los horizontes temporales, especialmente para 2012. Entre estos riesgos, varios encuestados incluyen la adopción de planes de consolidación fiscal, el debilitamiento del consumo privado y de la inversión pública, y el aumento de las tensiones financieras, en particular, el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. También consideran que el principal riesgo alcista para el crecimiento del PIB real es el efecto positivo de la depreciación del euro.

Las expectativas de crecimiento a largo plazo (para 2015) se mantienen en el 1,8%, sin cambios con respecto a la encuesta anterior, en línea con las previsiones de abril de Consensus Economics (1,8% para 2015) y por debajo de las de julio del Barómetro de la Zona del Euro (2% para 2014). Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que los riesgos para estas previsiones apuntan claramente a la baja.

Expectativas para la tasa de desempleo en la zona del euro

Los encuestados han revisado a la baja sus expectativas respecto a la tasa de desempleo en 0,2 puntos porcentuales para 2010 y en 0,1 puntos porcentuales para 2011, hasta el 10,1% y el 10,2% respectivamente. Las relativas a 2012 se sitúan ahora en el 9,8%. Los encuestados consideran que los riesgos para las expectativas a corto y medio plazo apuntan al alza. Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo (para 2015) se han revisado ligeramente a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 8,4%, pero los riesgos para las perspectivas a largo plazo apuntan nuevamente al alza.

Otras variables y supuestos condicionantes

Según otros datos facilitados por los encuestados, estos esperan en general que i) los precios del petróleo suban desde 77 dólares por barril en el tercer trimestre de 2010 hasta cerca de 87 dólares por barril en 2012; ii) el crecimiento salarial se sitúe en el 1,4% en 2010 y aumente al 1,5% en 2011, al 1,9% en 2012 y al 2,4% en 2014; iii) el euro se deprecie frente al dólar, para situarse, en promedio, en 1,23 dólares en 2011 y 1,26 dólares en 2012; iv) el tipo de interés oficial del BCE se mantenga estable en torno al 1% hasta el primer trimestre de 2011 y se eleve, hasta situarse, en promedio, alrededor del 2,1% en 2012.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica en la zona del euro ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009. Los datos económicos recientes y la información procedente de las encuestas de opinión apuntan a un fortalecimiento de la actividad en el segundo trimestre de 2010, y los datos disponibles para el tercer trimestre son mejores de lo esperado. De cara al futuro, se prevé que el PIB real de la zona del euro crezca a lo largo del tiempo a un ritmo moderado, y todavía desigual, en todas las economías y sectores de la zona. El crecimiento actual a escala mundial, y su efecto sobre la demanda de 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 seguir sosteniendo la economía de la zona del euro. Al mismo tiempo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances y las perspectivas del mercado de trabajo frenen el ritmo de la recuperación. Los riesgos para las perspectivas económicas siguen estando prácticamente equilibrados, en un entorno marcado por la incertidumbre.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

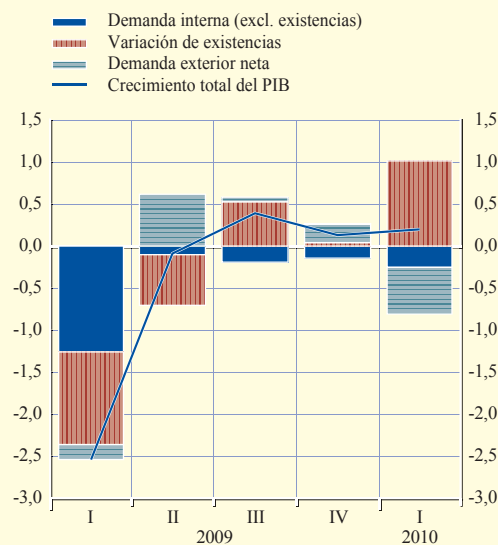
El PIB real de la zona del euro se elevó un 0,2% en el primer trimestre de 2010, de acuerdo con la segunda estimación de Eurostat, en comparación con el aumento del 0,1% observado en el trimestre anterior (véase gráfico 26). Los indicadores disponibles apuntan a un fortalecimiento de la recuperación en el segundo trimestre.

En el primer trimestre de 2010, la contribución positiva de las existencias al crecimiento del PIB real, cifrada en 1 punto porcentual, se vio compensada por las aportaciones negativas de otros componentes de la demanda interna y de la demanda exterior neta.

En lo que se refiere a los componentes de la demanda interna, el consumo privado disminuyó ligeramente en el primer trimestre de 2010, después de haber registrado un alza moderada en el cuarto trimestre de 2009. Los indicadores disponibles sugieren que el gasto en consumo mantuvo su debilidad en el segundo trimestre de 2010. La tasa de crecimiento intertrimestral de las ventas del comercio al por menor se redujo un 0,2% en el mismo trimestre (véase gráfico 27). Si se incluyen las matriculaciones de automóviles, la reducción —del 0,9%— fue aún más acusada, debido a la caída observada en las matriculaciones, al desaparecer el impacto de los planes de sustitución de vehículos. En conjunto, los últimos indicadores de consumo apuntan a una contención del consumo privado en el segundo trimestre. Por lo que respecta al tercer trimestre del año, solo se dispone de información muy limitada. Las encuestas relativas al consumo proporcionan señales divergentes. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se incrementó en julio, alcanzando un nivel que no se había observado desde mayo de 2008. Los indicadores de opinión sobre las ventas del comercio al por menor también aumentaron en julio. Mientras tanto, el indicador de compras de bienes duraderos correspondiente a la misma encuesta, cuya correlación con el crecimiento del consumo es mucho más fuerte que la de la confianza de los consumidores, se redujo ese mismo mes.

Gráfico 26 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La formación bruta de capital fijo cayó un 1,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, tras haber experimentado un descenso similar en el trimestre anterior. Esta caída estuvo determinada, en gran medida, por el componente de construcción, que se redujo de manera más pronunciada que en el trimestre anterior, debido en parte a los efectos de las adversas condiciones meteorológicas. La inversión, excluida la construcción, también se redujo, aunque un ritmo mucho más lento.

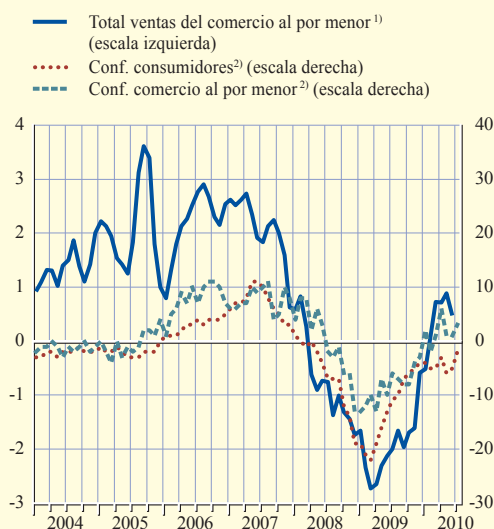
Los indicadores disponibles sugieren que es probable que la inversión en la zona del euro haya aumentado más allá del primer trimestre. La producción de la construcción se contrajo en mayo, y, sin embargo, en abril y mayo se mantuvo, en promedio, un 1,1% por encima del nivel registrado en el primer trimestre de 2010, en que disminuyó un 4,1%. Los efectos de las condiciones meteorológicas inusualmente adversas que se observaron en el primer trimestre parecen haber revertido en el segundo. La producción industrial de bienes de equipo, un indicador de la inversión futura, excluida la construcción, se elevó de nuevo en abril y en mayo. La confianza industrial siguió ofreciendo señales positivas en julio. Además, según las encuestas de la Comisión Europea, la utilización de la capacidad productiva aumentó en julio, con respecto a abril. Los límites a la producción atribuibles a la demanda insuficiente siguió reduciéndose notablemente durante ese periodo, mientras que los límites por el lado de la oferta derivados de la falta de equipo o de espacio y de la escasez de mano de obra se han incrementado ligeramente. En conjunto, es probable que la inversión sea relativamente intensa en el segundo trimestre, como resultado de la reversión de los efectos de las adversas condiciones meteorológicas observadas en el primer trimestre. Fuera de eso, se espera que, en general, siga siendo bastante moderada.

Por lo que respecta a la evolución del comercio, tanto las importaciones como las exportaciones crecieron de forma acusada en el primer trimestre de 2010. Al ser el aumento de las importaciones ligeramente mayor, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue negativa. Las elevadas tasas de crecimiento del comercio pueden considerarse una corrección de la grave contracción registrada en 2008 y en el primer semestre de 2009¹. Los datos y las encuestas recientes indican que el comercio de la zona del euro ha seguido registrando un fuerte crecimiento más allá del primer trimestre de 2010, aunque a un ritmo algo más lento.

Las existencias realizaron una contribución positiva sustancial al crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2010. De cara al futuro, las encuestas y la evidencia anecdótica indican que la reposición de existencias debería ralentizarse. Sin embargo, sigue habiendo un nivel elevado de incertidumbre en re-

Gráfico 27 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.

1 Véase también en el artículo titulado «Evolución reciente del comercio mundial y de la zona del euro», en el presente Boletín Mensual.

lación con la contribución al crecimiento del PIB en el segundo trimestre, ya que depende de la rapidez con la que se recupere la demanda y de la medida en la que las empresas revisen sus expectativas relativas a la actividad económica. Además, existe cierta incertidumbre de carácter estadístico en torno a la manera en que se estiman las existencias.

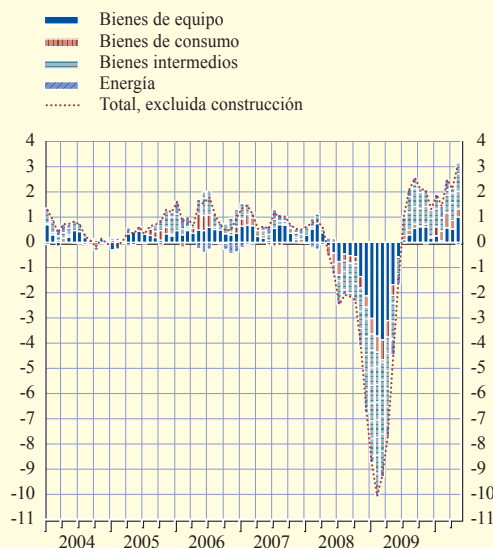
4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

El valor añadido real aumentó un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, tras haber crecido un 0,1% en el cuarto trimestre de 2009. Este aumento refleja un crecimiento mayor en la industria (excluida la construcción) y, en menor medida, en los servicios. Sin embargo, continuó el descenso en la producción de la construcción en el primer trimestre de 2010.

Es lo que se refiere a la evolución en el segundo trimestre 2010, la producción industrial (excluida la construcción) mejoró en abril y en mayo (véase gráfico 28), por lo que, en estos dos meses, se situó en un promedio de 2,5% por encima del nivel registrado en el primer trimestre de 2010, tras haber experimentado un aumento intertrimestral de la misma magnitud en el primer trimestre. Los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) también se incrementaron en abril y en mayo, lo que sitúa el nivel medio de los dos meses muy por encima del observado en el primer trimestre del año e indica un crecimiento en el segundo trimestre mayor que en el primero.

Gráfico 28 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

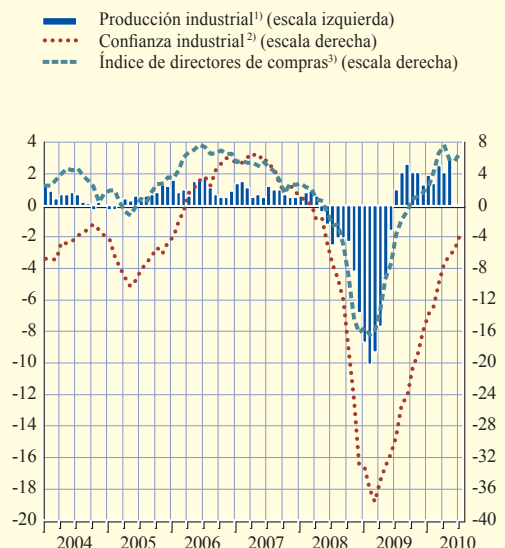
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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 29 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.

La información procedente de las encuestas apunta a una expansión de la actividad económica en el segundo trimestre de 2010 y en julio. El índice de directores de compras de las manufacturas volvió a aumentar por encima de 56 en julio, lo que señala una aceleración de la actividad en el sector (véase gráfico 29). En cuanto a las rama de servicios, el índice de actividad comercial también mejoró sustancialmente en julio, confirmando que la actividad ha seguido expandiéndose en ese sector, aunque un ritmo más moderado que en las manufacturas. Otras encuestas de opinión, como la de la Comisión Europea son acordes con el índice de directores de compras, y sugieren que el clima relativo a la economía ha mejorado. En julio, la confianza aumentó en todos los sectores.

MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro se ha estabilizado en los últimos meses. En el primer trimestre de 2010, el empleo de la zona se mantuvo invariable, en términos intertrimestrales, lo que supone una evidente mejora con respecto a los acusados descensos observados con anterioridad.

A nivel sectorial, el empleo en la industria (excluida la construcción) se redujo, aunque a un ritmo más lento que en el cuarto trimestre de 2009 (véase cuadro 6 y gráfico 30). Las condiciones meteorológicas inusualmente adversas del primer trimestre de 2010 provocaron un descenso del empleo en la construcción, que se espera que se invierta en el segundo trimestre. El empleo en los servicios aumentó en el primer trimestre de 2010 por primera vez desde el segundo trimestre de 2008 en los servicios financieros y empresariales y en la administración pública y su crecimiento fue nulo en el comercio y el transporte. Los datos de Eurostat sobre las horas trabajadas, en términos trimestrales, en la zona del euro muestran una pequeña reducción en el primer trimestre de 2010, en comparación con los mayores descensos observados en trimestres anteriores.

Junto con la recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, las pérdidas de empleo observadas en los últimos trimestres han contribuido a que se produzca una inflexión en el descenso de la productividad. En términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro (medida como el producto por asalariados) aumentó nuevamente en el primer trimestre de 2010, hasta situarse en el 1,9%, en tasa interanual, tras haber registrado un crecimiento nulo en el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico 31). En gran medida, este aumento procede de la industria (excluida la construcción). La productividad mejoró de manera más gradual en los servicios.

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

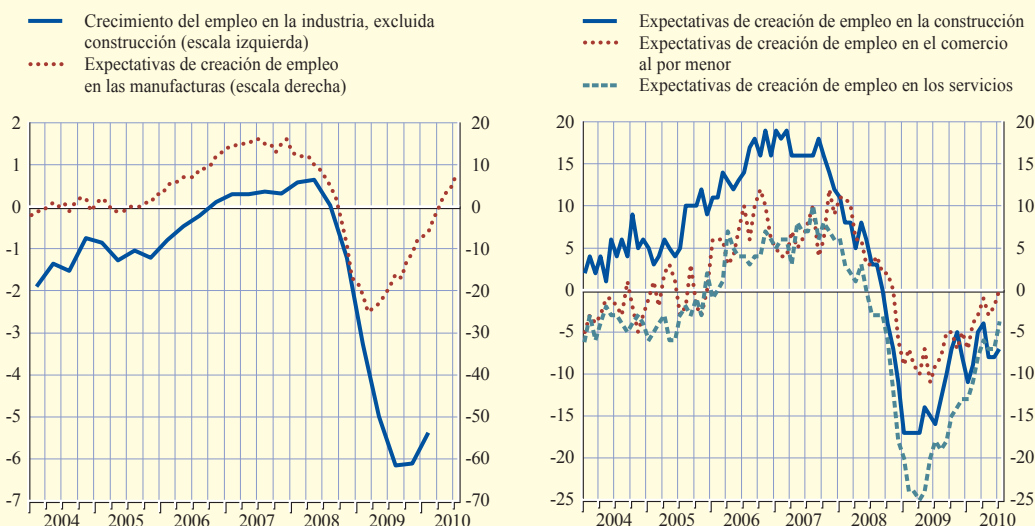
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				2010 I
	2008	2009	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	
Total de la economía	0,7	-1,9	-0,8	-0,5	-0,5	-0,20	0,0
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,8	-2,2	-0,6	-0,7	-1,2	0,3	0,1
Industria	-0,7	-5,6	-1,8	-1,6	-1,7	-0,9	-1,1
Excluida la construcción	0,0	-5,1	-1,7	-1,7	-1,7	-1,1	-0,9
Construcción	-2,3	-6,7	-2,2	-1,3	-1,7	-0,4	-1,5
Servicios	1,4	-0,6	-0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,4
Comercio y transporte	1,2	-1,8	-0,8	-0,5	-0,3	-0,6	0,0
Finanzas y empresas	2,3	-2,2	-1,2	-0,7	-0,5	0,2	0,5
Administración pública ¹⁾	1,1	1,3	0,1	0,4	0,3	0,2	0,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 30 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

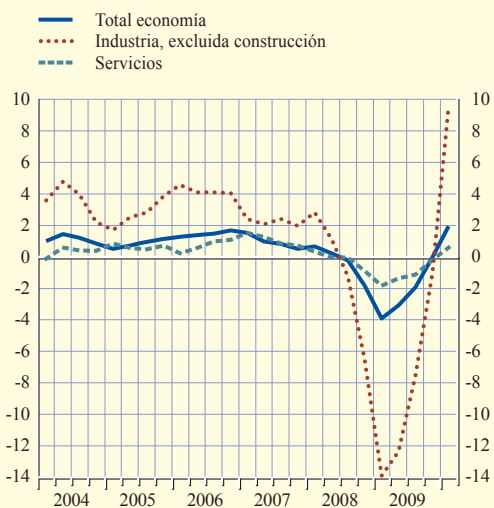


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
 Notas: Los saldos netos están ajustados a la media. A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

En junio, la tasa de paro de la zona del euro se mantuvo en el 10% por quinto mes consecutivo, lo que significa que la tasa intertrimestral del segundo trimestre de 2010 fue también del 10%, ligeramente por encima del 9,9% registrado en el primer trimestre (véase gráfico 32). Los indicadores de opinión mejo-

Gráfico 31 Productividad del trabajo

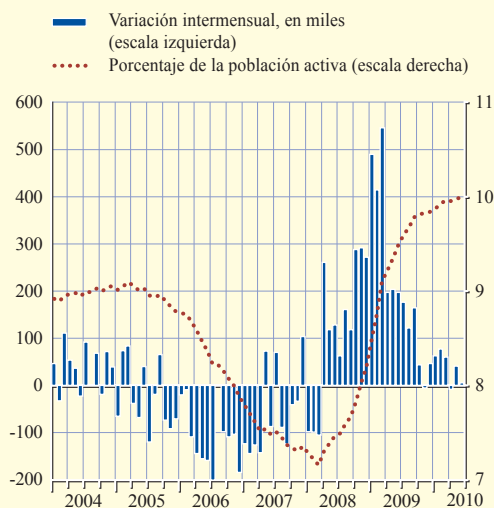
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 32 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

raron en el segundo trimestre de 2010, con una nueva subida en julio, en relación con junio, sugiriendo una estabilización del paro en la zona del euro en los próximos meses. Esta estabilización es acorde también con la revisión a la baja de las cifras de desempleo esperadas para 2010 de la encuesta a expertos en previsión económica (véase recuadro 7 de la sección 3).

4.3 PERSPECTIVAS EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Se espera que, en el segundo trimestre de 2010, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se haya fortalecido debido fundamentalmente a efectos de carácter transitorio. Los datos disponibles para el tercer trimestre son mejores de lo esperado. De cara al futuro, se prevé que el PIB real de la zona del euro crezca a lo largo del tiempo a un ritmo moderado, y todavía desigual, en todas las economías y sectores de la zona. El crecimiento actual a escala mundial, y su efecto sobre la demanda de 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 seguir sosteniendo la economía de la zona del euro. Al mismo tiempo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances y las perspectivas del mercado de trabajo tengan un efecto moderador sobre el crecimiento económico.

Se sigue considerando que los riesgos por las perspectivas económicas están prácticamente equilibrados, en un entorno marcado por la incertidumbre. Por una parte, la economía mundial y el comercio exterior podrían recuperarse con más intensidad de lo que se prevé en estos momentos, respaldando con ello las exportaciones de la zona del euro. Por otra parte, sigue preocupando el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros. Además, los nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, la intensificación de las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales podrían influir negativamente.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En los tres meses transcurridos hasta el 4 de agosto de 2010, el euro se depreció un 2,2% en términos efectivos nominales, situándose muy por debajo de la media registrada en 2009. La depreciación del euro fue generalizada.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

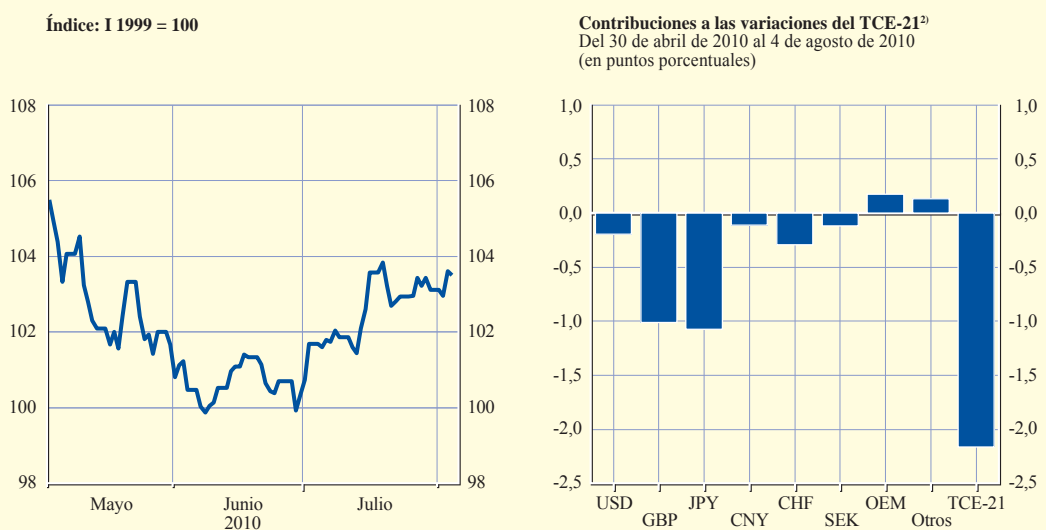
El 4 de agosto de 2010, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 2,2% por debajo del nivel observado a finales de abril y un 7,4% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 33). La depreciación del euro fue generalizada y vino acompañada de un aumento de la volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a otras principales monedas.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En los tres meses transcurridos hasta el 4 de agosto de 2010, el euro se depreció frente al dólar estadounidense, situándose por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 34). En esa fecha, la moneda única cotizaba a 1,32 dólares, un 0,8% por debajo del nivel de finales de abril y en torno a un 5% por debajo de la media de 2009. Esta depreciación más bien moderada fue resultado de un acusado debilitamiento en mayo que se compensó, en gran medida, con una fuerte apreciación, especialmente en julio. A la reaparición de las tensiones en los mercados financieros a principios de mayo, a las que cabe atribuir las presiones a la baja que sufrió el euro en mayo, siguió la publicación de datos macroeconómicos sobre

Gráfico 33 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-21) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Fuente: BCE.

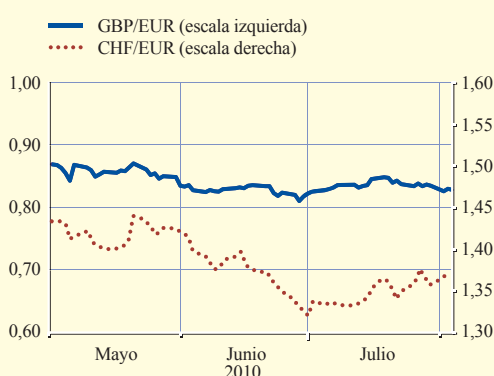
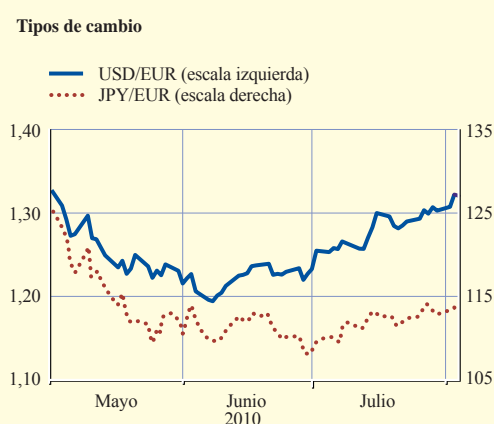
1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 21 socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

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.

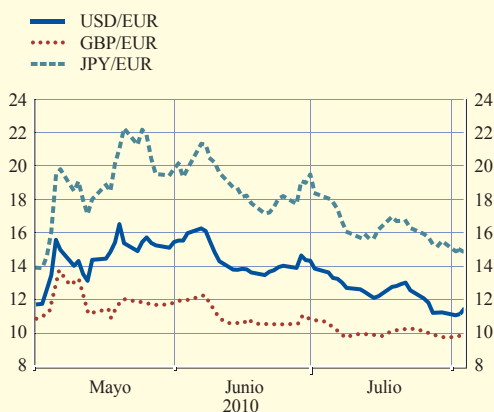
la zona del euro más positivos de lo esperado, lo que revirtió la tendencia del tipo de cambio bilateral del euro frente al dólar.

Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)



Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

YEN/EURO

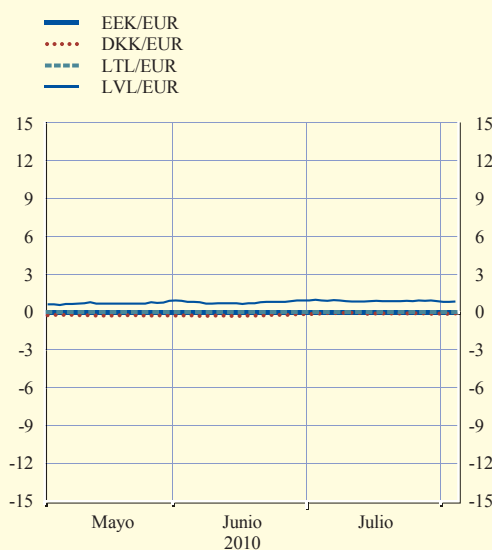
En los tres meses transcurridos hasta el 4 de agosto de 2010, el euro se depreció frente al yen japonés. En esa fecha, la moneda única cotizaba a 112,9 yenes, un 10,3% por debajo del nivel de finales de abril y un 13,4% por debajo de la media de 2009. Durante el mismo período de tres meses, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre estas dos monedas aumentó tanto en el horizonte de corto plazo como en el de largo plazo (véase gráfico 34).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres meses transcurridos hasta el 4 de agosto de 2010, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 35). Al mismo tiempo, el lats letón se mantuvo en la zona débil de la banda

Gráfico 35 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 $\pm 15\%$.

de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente. El 13 de julio de 2010, el Consejo de la UE adoptó una decisión por la que se autoriza a Estonia a adoptar el euro como moneda de curso legal a partir del 1 de enero de 2011. El tipo de conversión irrevocable se fijó en 15,6466 coronas por euro (véase recuadro 8).

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se depreció un 4,8% frente a la libra esterlina en los tres meses transcurridos hasta el 4 de agosto, cotizando en esa fecha a 0,83 libras. Durante el mismo período, el euro se apreció frente al forint húngaro (un 5,7%) y el zloty polaco (un 2,2%), y se depreció frente a la corona checa (un 3,1%).

OTRAS MONEDAS

El euro se depreció frente al franco suizo en los tres meses transcurridos hasta el comienzo de agosto, en la medida en que la moneda suiza se vio favorecida por la búsqueda de activos más seguros por parte de los inversores internacionales. A finales de junio, se suspendieron las intervenciones del Banco Nacional de Suiza encaminadas a limitar la apreciación del franco. El 4 de agosto de 2010, el euro cotizaba a 1,37 francos suizos, un 4,3% por debajo del nivel de finales de abril. Durante el mismo período, los tipos de cambio bilaterales del euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong siguieron manteniendo una evolución paralela a la observada frente al dólar estadounidense.

Recuadro 8

INTRODUCCIÓN DEL EURO EN ESTONIA EL 1 DE ENERO DE 2011

Conforme al requisito establecido en el artículo 140 del Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea de informar al Consejo de la Unión Europea (Consejo de la UE) al menos una vez cada dos años, o a petición de un Estado miembro acogido a una excepción, de los progresos realizados por los Estados miembros acogidos a una excepción en el cumplimiento de sus obligaciones con respecto al objetivo de la Unión Económica y Monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) y la Comisión Europea elaboraron sus respectivos Informes de Convergencia en 2010. Estos informes se publicaron el 12 de mayo de 2010. Basándose en los resultados de las evaluaciones, la Comisión Europea consideró que Estonia ha cumplido las condiciones necesarias para la adopción de la moneda única. El 13 de julio de 2010, el Consejo de la UE adoptó una decisión por la que se autoriza a Estonia a adoptar el euro como moneda de curso legal a partir del 1 de enero de 2011.

El 13 de julio de 2010, El Consejo de la UE adoptó también un reglamento por el que se fija el tipo de conversión irrevocable de la corona estonia frente al euro. Este tipo de conversión, que ha quedado fijado en 15,6466 coronas por euro, corresponde a la actual paridad central, acordada el 28 de junio de 2004, cuando la moneda estonia se incorporó al Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTC II). Desde entonces, la paridad central de la corona estonia no se ha devaluado y el tipo de cambio se ha mantenido en dicha paridad con carácter de compromiso unilateral; por consiguiente, ello no ha supuesto ninguna obligación adicional para el BCE. El BCE respaldó la decisión de adoptar la actual paridad central como tipo de conversión para la introducción del euro. Una vez fijado ya el tipo de conversión, el BCE y el Eesti Pank realizarán, hasta el final de 2010, un seguimiento del tipo de cambio de mercado de la corona estonia frente al euro en el contexto del MTC II.

Con la introducción del euro en Estonia el 1 de enero de 2011, la zona del euro comprenderá 17 Estados miembros de la UE. Estonia podrá compartir los beneficios de la moneda única, que elimina la incer-

tidumbre derivada de los tipos de cambio dentro de la Unión Económica y Monetaria y ofrece un marco de política monetaria creíble para el mantenimiento de la estabilidad de precios en un entorno de bajos tipos de interés a largo plazo, total transparencia de precios y costes, reducidos costes de transacción e información y mayor resistencia a las perturbaciones económicas y financieras. Al mismo tiempo, para aprovechar al máximo todas las ventajas que le reportará el euro y permitir el funcionamiento eficiente de los mecanismos de ajuste en la zona del euro ampliada, es importante que Estonia aplique políticas encaminadas totalmente a la consecución del objetivo de mantener la estabilidad del proceso de convergencia. Cabe destacar que las autoridades estonias han subrayado públicamente su compromiso de lograr un entorno económico propicio para el crecimiento sostenible del producto y del empleo, con una situación macroeconómica equilibrada, incluida la estabilidad de precios. Concretamente, esto supone: (i) mantener unas políticas fiscales prudentes; (ii) continuar las reformas estructurales para mejorar la competitividad en términos de costes y aumentar la productividad; y (iii) adoptar las políticas apropiadas en el sector financiero para lograr la estabilidad financiera y evitar la acumulación de desequilibrios.

5.2 BALANZA DE PAGOS

El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro siguió intensificándose en los últimos meses, aunque se aprecian algunos indicios de que la tasa de crecimiento se está estabilizando. En mayo, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo significativamente en comparación con el nivel registrado un año antes, hasta 43,9 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB de la zona del euro). En la cuenta financiera, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera disminuyeron hasta 189,8 mm de euros, en cifras acumuladas, en el año transcurrido hasta mayo.

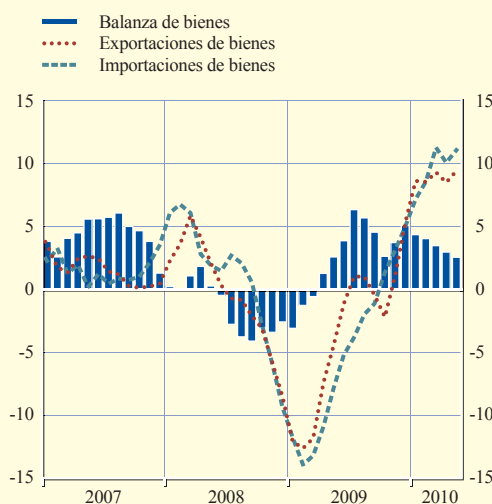
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro registró una nueva expansión en los últimos meses, en los que las importaciones crecieron a un ritmo más rápido que las exportaciones. Los datos de la balanza de pagos indican que las exportaciones de bienes a países de fuera de la zona del euro se incrementaron, en términos nominales, en un 9,4%, mientras que las importaciones nominales de bienes provenientes de fuera de la zona crecieron un 11% en los tres meses transcurridos hasta mayo (véanse gráfico 36 y cuadro 7). No obstante, se aprecian ya algunos indicios de estabilización del crecimiento del comercio de bienes de la zona con terceros países.

El sólido crecimiento de la demanda externa, respaldado en parte por las medidas de estímulo fiscal y el ciclo de existencias, sigue siendo un importante factor determinante de la expansión sostenida de las exportaciones de bienes. Además,

Gráfico 36 Comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral; para la balanza de bienes, mm de euros y medias móviles de tres meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: BCE.

Cuadro 7 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2010		2009 Ago	Media móvil de tres meses hasta		2010 May	Cifras acumuladas de 12 meses hasta	
	Abr	May		2009 Nov	2010 Feb		2009 May	2010 May
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-5,6	-5,8	-2,8	-5,2	-2,2	-4,4	-156,3	-43,9
Bienes	0,6	3,1	5,6	3,7	4,0	2,5	-17,6	47,6
Exportaciones	124,4	131,6	106,5	107,6	116,8	127,7	1.429,1	1.375,8
Importaciones	123,8	128,5	100,8	103,9	112,8	125,2	1.446,7	1.328,2
Servicios	4,0	3,1	2,0	2,1	3,6	3,4	33,6	33,5
Exportaciones	40,3	41,4	38,1	38,5	40,1	40,8	500,4	472,4
Importaciones	36,3	38,4	36,1	36,3	36,5	37,4	466,9	439,0
Rentas	-3,0	-4,4	-4,1	-3,8	-1,2	-3,0	-70,4	-36,4
Transferencias corrientes	-7,2	-7,6	-6,4	-7,1	-8,6	-7,4	-101,9	-88,6
Cuenta financiera¹⁾	8,6	17,8	-15,6	7,3	4,3	9,1	177,6	15,4
Total inversiones directas y de cartera netas	20,9	46,7	8,6	15,1	26,4	13,2	292,0	189,8
Inversiones directas netas	-11,4	-17,2	-5,3	-10,8	0,1	-18,4	-145,1	-103,1
Inversiones de cartera netas	32,3	63,9	13,8	25,9	26,3	31,6	437,2	292,8
Acciones y participaciones	-10,3	21,7	33,7	-21,5	11,1	-2,4	-81,5	62,8
Valores distintos de acciones	42,6	42,1	-19,8	47,4	15,1	33,9	518,7	230,0
Bonos y obligaciones	35,4	39,3	-33,9	23,0	8,0	24,1	217,2	63,8
Instrumentos del mercado monetario	7,2	2,8	14,1	24,4	7,1	9,8	301,5	166,2
Otras inversiones netas	-12,5	-26,6	-22,1	-9,2	-24,1	-22,1	-141,3	-173,3
<i>Tasas de variación sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-1,9	5,0	-0,3	1,0	7,4	7,5	-7,4	-4,2
Importaciones	-0,4	4,2	-2,1	2,4	6,4	8,9	-4,6	-7,6
Bienes								
Exportaciones	-2,2	5,7	1,0	1,0	8,5	9,4	-9,1	-3,7
Importaciones	0,4	3,7	-2,0	3,1	8,5	11,0	-6,2	-8,2
Servicios								
Exportaciones	-1,1	2,9	-3,6	0,9	4,1	1,9	-2,2	-5,6
Importaciones	-3,1	5,6	-2,5	0,6	0,4	2,5	0,8	-6,0

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.

la mejora de la competitividad en términos de precios como resultado de la depreciación del euro también podría haber tenido un efecto positivo sobre la evolución reciente de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro.

Al mismo tiempo, las importaciones de bienes procedentes de fuera de la zona del euro se están viendo cada vez más favorecidas por el fortalecimiento de la demanda interna, así como por la demanda sostenida de bienes intermedios importados inducida por las exportaciones. El crecimiento de las importaciones de bienes en términos nominales refleja, hasta cierto punto, un aumento de los precios de importación, que es atribuible, en parte, a la depreciación del euro y a la subida de los precios de las materias primas.

El crecimiento del comercio de servicios con países no pertenecientes a la zona del euro también aumentó ligeramente en mayo, pero siguió siendo relativamente débil en comparación con el comercio de bienes. Tras la evolución menos favorable de los meses anteriores, tanto las exportaciones como las

importaciones de servicios registraron en mayo un repunte del crecimiento, en términos nominales, que se cifró en tasas intertrimestrales del 1,9% y del 2,5%, respectivamente.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el déficit por cuenta corriente acumulado de doce meses ha comenzado a dar señales de estabilización en los últimos meses, aunque se redujo significativamente en comparación con las cifras registradas un año antes (véanse gráfico 37 y cuadro 7). En el año transcurrido hasta mayo, el déficit por cuenta corrientes acumulado ascendió a 43,9 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB), frente a los 156,3 mm de euros contabilizados un año antes. Esta reducción del déficit refleja un cambio de signo, de déficit a superávit, de la balanza comercial y un descenso de los déficits de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes. En el artículo titulado «Evolución reciente del comercio mundial y de la zona del euro» que se publica en esta edición del Boletín Mensual, se presenta un análisis más detallado de la evolución del comercio.

De cara al futuro, los indicadores disponibles sugieren que las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro continuarán creciendo en el corto plazo, respaldadas por la demanda externa que sigue siendo sólida. No obstante, podría producirse alguna pérdida de impulso en el contexto de una desaceleración del crecimiento económico mundial. De hecho, el índice de carteras de pedidos exteriores de la encuesta a directores de compras del sector manufacturero de la zona del euro se mantiene muy por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, aunque ha descendido ligeramente en los últimos meses.

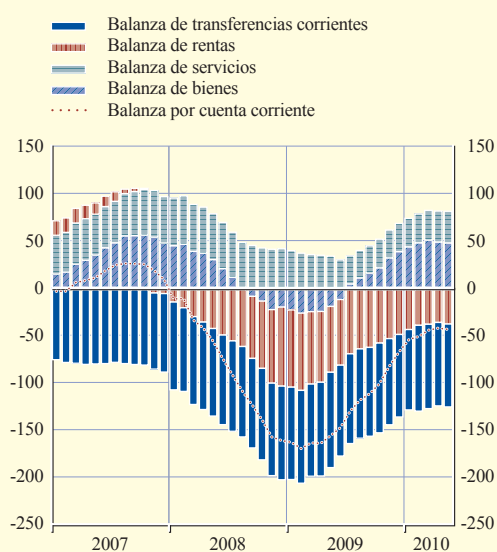
CUENTA FINANCIERA

En los tres meses transcurridos hasta mayo de 2010, el agregado de inversiones directas y de cartera registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 13,2 mm de euros, aproximadamente la mitad de las entradas netas contabilizadas en el período de tres meses precedente (véanse gráfico 38 y cuadro 7). Esta moderación es atribuible casi en su totalidad al aumento de las salidas netas de inversiones directas, como resultado, en parte, del incremento de los préstamos pendientes de las empresas de la zona del euro a sus filiales en el extranjero.

Por su parte, las entradas netas de inversiones de cartera solo experimentaron un ligero aumento en los tres meses transcurridos hasta mayo como consecuencia de los movimientos compensatorios registrados en los mercados de renta variable y de renta fija. Por una parte, se redujo aún más el interés de los inversores, especialmente de los no residentes en la zona del euro, por los valores de renta variable, lo que se tradujo en un cambio de signo, de entradas netas a salidas netas, en este tipo de valores. El menor apetito por el riesgo, mostrado por los inversores, fue resultado de un súbito recrudescimiento de las tensiones en los mercados financieros a principios de mayo, desencadenado, en parte, por la creciente inquietud respecto a las finanzas públicas de algunos países de la zona del euro, pero también de la

Gráfico 37 Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

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

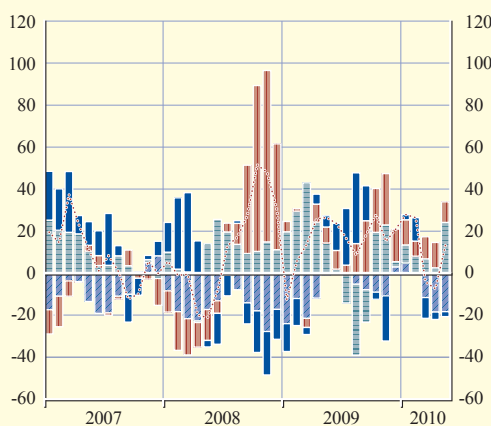


Fuente: BCE.

Gráfico 38 Principales partidas de la cuenta financiera

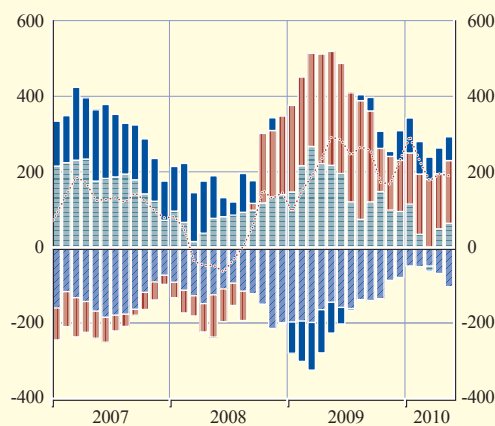
(mm de euros; flujos netos; medias móviles de tres meses; datos mensuales)

- Acciones y participaciones
- Instrumentos del mercado monetario
- Bonos y obligaciones
- Inversiones directas
- Total de inversiones directas y de cartera



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

- Acciones y participaciones
- Instrumentos del mercado monetario
- Bonos y obligaciones
- Inversiones directas
- Total de inversiones directas y de cartera



Fuente: BCE.

evolución económica fuera de la zona. Por otra parte, en los tres meses transcurridos hasta mayo, la inversión en valores distintos de acciones registró un notable aumento de las entradas netas en comparación con el período de tres meses precedente, lo cual es coherente con la mayor aversión al riesgo por parte de los inversores en un entorno de fuerte volatilidad de los mercados bursátiles y de búsqueda de activos de mejor calidad.

Por lo que respecta a la evolución a más largo plazo, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera descendieron hasta situarse en 189,8 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta mayo de 2010, frente a los 292 mm de euros contabilizados en el mismo período un año antes. Este descenso tuvo su origen, principalmente, en una reducción de las entradas netas de inversiones de cartera (véase cuadro 7). La desagregación por instrumentos de las inversiones de cartera indica que dicha reducción fue resultado, básicamente, de una fuerte caída de las entradas netas de valores de renta fija, que contrarrestó con creces el cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, que registró la inversión en acciones y participaciones (véase gráfico 38). En conjunto, la tendencia a reequilibrar las carteras, por parte de los inversores internacionales, favoreciendo la inversión en valores de renta variable en detrimento de los valores de renta fija, en los que se ha invertido de forma excepcionalmente intensa durante la crisis, sigue siendo sólida.



ARTÍCULOS

PRECIOS DEL PETRÓLEO: FACTORES DETERMINANTES E IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN Y LA MACROECONOMÍA DE LA ZONA DEL EURO

A la vista del elevado nivel y de la volatilidad de los precios del petróleo observados en la pasada década, en este artículo se analiza la evolución de los precios del crudo y su impacto sobre la macroeconomía de la zona del euro. Es importante comprender los factores determinantes de las variaciones de los precios del crudo y su probable evolución futura, debido al impacto de estas variaciones sobre la inflación y la macroeconomía de la zona del euro. Desde la primera perturbación de los precios del petróleo a comienzos de los años setenta, la evolución de estos precios ha estado determinada, principalmente, por la interacción entre la oferta y la demanda. Mientras que las bruscas alteraciones de la oferta de petróleo por la OPEP tuvieron un papel decisivo en las pronunciadas variaciones de los precios del crudo registradas en los años setenta, el fuerte aumento de la demanda de petróleo, especialmente por parte de países no pertenecientes a la OCDE, unido a las políticas de oferta aplicadas por algunos países productores, parecen haber sido los principales determinantes de los precios del crudo en la pasada década. Los factores financieros también pueden haber influido, especialmente en la escalada y posterior caída de los precios del petróleo observadas en 2008. De cara al futuro, es probable que se produzcan tensiones en el equilibrio entre la oferta y la demanda de petróleo: la oferta de crudo podría verse limitada por factores físicos, así como por la reducción de las inversiones, mientras que la demanda, especialmente la procedente de las economías emergentes, podría seguir creciendo.

Las perturbaciones de los precios del petróleo inciden en la actividad económica, principalmente a través de la relación de intercambio y de los canales de oferta y demanda, aunque también pueden influir en la confianza y la incertidumbre. La evidencia empírica sugiere que un aumento de los precios del crudo reduce gradualmente la actividad económica a lo largo de tres años. Sin embargo, cabe destacar que el efecto puede variar entre países, dependiendo no solo de su dependencia del petróleo y de la intensidad petrolífera sino sobre todo de la flexibilidad de sus economías. El origen de la perturbación subyacente de los precios del crudo desempeña también un papel fundamental. Un aumento de estos precios derivado de una contracción de la oferta tendrá probablemente un impacto más negativo sobre la actividad económica que un incremento de cuantía similar derivado de una elevada demanda de petróleo.

El impacto de las variaciones de los precios del petróleo sobre la inflación se analiza utilizando un diagrama representativo de los efectos directos e indirectos de primera y segunda vuelta. El impacto más intenso e inmediato procede de los efectos directos de primera vuelta (es decir, sobre los precios de consumo de la energía). Dada la importancia de los impuestos especiales y el hecho de que los costes y márgenes de distribución y venta al por menor hayan sido, en general, constantes, la elasticidad de los precios de consumo de la energía con respecto a las subidas de los precios del crudo aumenta a medida que suben los precios del petróleo. Al mismo tiempo, existe cierta evidencia de que los efectos indirectos de primera y segunda vuelta pueden haber disminuido, debido a la combinación de cambios estructurales en la economía y en el proceso de determinación de los precios y salarios. Ya que la zona del euro depende sustancialmente de las importaciones de crudo, es difícil evitar los efectos de primera vuelta, que constituyen básicamente una transferencia de ingresos a los países exportadores de petróleo. Sin embargo, para evitar la materialización de efectos de segunda vuelta y un impacto sostenido sobre la inflación a medio plazo, son necesarios un adecuado proceso de determinación de los precios y salarios y unas expectativas de inflación firmemente ancladas, así como una política monetaria creíble,

I INTRODUCCIÓN

A lo largo de la pasada década, los precios del petróleo se han caracterizado por su elevado ni-

vel y su volatilidad. Para comprender cómo las variaciones de los precios del crudo se propagan a través de la economía, los responsables de la política monetaria deben considerar no solo la natu-

raleza de estas perturbaciones sino también la estructura del sector energético, la manera en que se utiliza, en general, el petróleo en la economía (es decir, en términos de «mix» energético, así como de dependencia e intensidad energética) y el grado de flexibilidad económica. Es fundamental entender estos factores para poder valorar el impacto de las variaciones de los precios del crudo sobre la economía y establecer si ha cambiado con el tiempo y cuál podría ser en el futuro. Además, estos factores, unidos a la respuesta de los bancos centrales, explican en última instancia la transmisión de las perturbaciones de los precios del petróleo a la inflación y, de una forma más general, a la macroeconomía. El objetivo del presente artículo es comprender mejor los principales factores determinantes de la evolución de los precios mundiales del petróleo y cómo estos, en conjunción con las características estructurales de la economía de la zona del euro, afectan a la inflación y la macroeconomía de la zona.

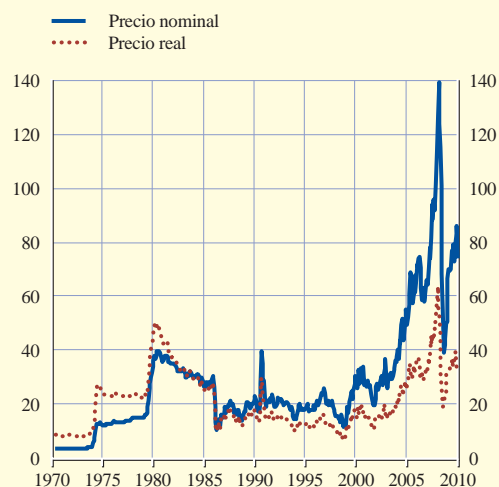
El artículo está estructurado de la manera siguiente. En la segunda sección se describen los factores determinantes de la evolución de los precios mundiales del petróleo, tanto a largo plazo como en el pasado reciente. En particular, se examinan las contribuciones relativas de la demanda, la oferta y otros factores (incluidos los financieros), ya que el impacto macroeconómico depende, en gran medida, del origen de las fluctuaciones de los precios del crudo. En la tercera sección se analiza el impacto de las variaciones de los precios del petróleo sobre la macroeconomía de la zona del euro (en términos de producto y precios), en el contexto del elevado nivel y de la volatilidad que han mostrado los precios del crudo en la última década. También se considera la posibilidad de que este impacto pueda variar con el tiempo o de que pueda haber quedado compensado, en parte, por otros factores (como, por ejemplo, la reinversión de beneficios del petróleo, a través de la cual el aumento de las exportaciones a los países productores de petróleo compensa, en parte, el impacto negativo de la subida de los precios del crudo). En la cuarta sección se presentan las conclusiones.

2 FACTORES DETERMINANTES DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO

El precio del petróleo se ha disparado en la pasada década, alcanzando nuevos máximos históricos, en términos nominales y reales, en julio de 2008 (véase gráfico 1), en una escalada sin precedentes en los últimos 40 años, tanto en magnitud como en velocidad. En el segundo semestre de 2008, esta escalada se detuvo y los precios del crudo se desplomaron rápidamente, como consecuencia de la intensificación de la crisis financiera y del acusado descenso de la actividad económica mundial, hasta situarse en un mínimo de 38 dólares por barril a finales de 2008. Sin embargo, en el segundo trimestre de 2009 los precios del petróleo comenzaron a repuntar fuertemente, hasta casi duplicarse, situándose en torno a 75 dólares por barril en junio de 2010. Los precios del crudo en términos reales (es decir, deflactados por el IPC de Estados Unidos) siguen siendo históricamente altos, aunque se mantienen ligeramente por debajo de los máximos registrados temporalmente a principios de los años ochenta. A continuación se analizan los principales factores determinantes de la evolución

Gráfico 1 Precios nominal y real del petróleo

(dólares por barril)



Fuentes: Global Financial Data y BLS.
 Notas: Los precios reales se expresan en dólares de 1982-1984. La última observación de precios reales se refiere a mayo de 2010 y la de precios nominales a junio de 2010.

internacional de los precios del petróleo en los últimos años y se evalúan sus perspectivas a medio y largo plazo.

EVOLUCIÓN DE LA OFERTA Y LA DEMANDA EN EL MERCADO DE PETRÓLEO

Para comprender los factores determinantes y las perspectivas de los precios del crudo, conviene considerar las perturbaciones que han afectado a estos precios en los últimos 50 años. En los años sesenta, la capacidad excedente de producción de Estados Unidos, que había sido hasta entonces el proveedor marginal de petróleo¹, comenzó a erosionarse. Al mismo tiempo, la OPEP empezó a poner a prueba su recién adquirido poder de mercado: las perturbaciones de los precios del crudo de 1973 y 1979 estuvieron asociadas a reducciones significativas de la oferta de la OPEP y de su capacidad operativa. La elevación de los precios provocó un marcado descenso de la demanda mundial de petróleo, especialmente en los países de la OCDE, y generó incentivos para incrementar la oferta de crudo en varios países no pertenecientes a la OPEP. Con ello se debilitó el control de la OPEP sobre la oferta marginal de petróleo y los

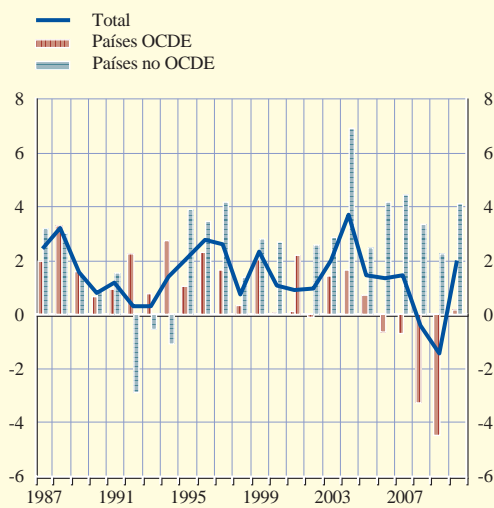
miembros del cartel se vieron incentivados a superar las cuotas acordadas, lo que hizo bajar los precios de forma progresiva.

Sin embargo, los precios del crudo volvieron a mostrar una volatilidad mucho más acusada a partir de la segunda mitad de los años noventa y subieron considerablemente entre 2004 y mediados de 2008. Esta escalada estuvo determinada, principalmente, por la creciente demanda procedente de economías emergentes no pertenecientes a la OCDE, especialmente China, India y Oriente Medio (véanse gráfico 2 y recuadro 1). A su vez, las perspectivas futuras de la oferta de petróleo empezaron a ser motivo de creciente preocupación, ante el estancamiento general del crecimiento de la producción de crudo de los países no pertenecientes a la OPEP observado a partir de finales de 2004 (véase gráfico 3). Las reducidas posibilidades de crecimiento de la producción de estos países por limitaciones geológicas y la escasa capacidad ex-

1 Un proveedor marginal es un productor que puede influir en los precios y equilibrar el mercado variando la cantidad de producto que suministra. Estos productores suelen tener una amplia capacidad excedente de producción y pueden modificar sus niveles de producción con un coste adicional relativamente reducido.

Gráfico 2 Variaciones de la demanda mundial de petróleo por regiones

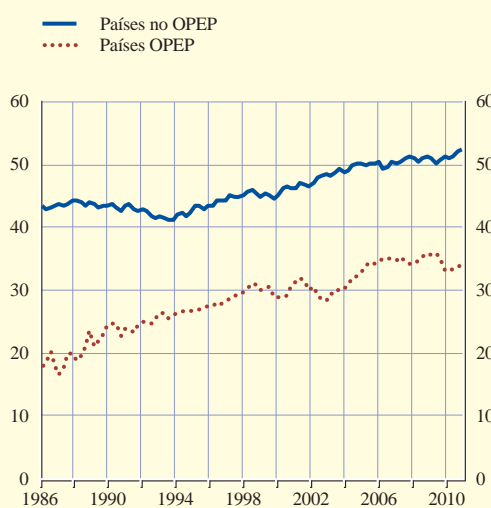
(tasas de variación interanual)



Fuente: Agencia Internacional de la Energía.
Nota: La última observación se refiere a 2010.

Gráfico 3 Oferta mundial de petróleo por productores

(millones de barriles por día)



Fuente: Agencia Internacional de la Energía.
Nota: La última observación se refiere al primer trimestre de 2010.

cedente de la mayor parte de los países de la OPEP incrementaron las tensiones en los mercados.

La escalada de los precios del petróleo se detuvo, como consecuencia de la desaceleración del crecimiento económico en las principales economías avanzadas, del inicio de la crisis financiera y del posterior descenso muy pronunciado de la actividad económica mundial, que redujo también el crecimiento de la demanda de crudo en las economías emergentes. Desde el lado de la oferta, la OPEP respondió a la disminución de la demanda mundial de petróleo con el anuncio de una reducción total de las cuotas de producción de casi 5 millones de barriles al día, lo que sirvió para limitar el descenso de los precios del crudo. En la primavera de 2009, los precios del petróleo empezaron a repuntar, hasta fluctuar en junio en torno a 75 dólares por barril, el nivel alcanzado a principios de septiembre de 2007. Por el lado de la demanda, ante la estabilización gradual de la economía mundial, las expectativas de los mercados respecto a la demanda futura de petróleo han estado, en buena medida, en el origen del repunte de los precios del crudo. En particular, una demanda de petróleo mayor de lo previsto por parte de países no pertenecientes a la OCDE, especialmente de grandes economías emergentes como China e India, generó presiones al alza sobre los precios del crudo. Ante el crecimiento de la demanda de petróleo observado al inicio de 2010, la producción estimada de la OPEP se elevó por encima del nivel establecido como objetivo y la oferta de países no pertenecientes a la OPEP aumentó también, sobre todo la de Canadá y Rusia. Por consiguiente, aunque parece que la demanda de crudo se está recuperando rápidamente, en 1,7 millones de barriles al día, en términos interanuales, en el primer trimestre de

2010, la oferta mundial ha crecido también, en casi 2 millones de barriles diarios.

La velocidad y magnitud de las recientes variaciones de los precios del petróleo han llevado a más de uno a argumentar que se ha producido una disociación entre los precios de mercado y los precios que justifican las variables fundamentales de la economía, y a considerar el posible papel de la especulación en las fluctuaciones de los precios del crudo. La financialización de los mercados de materias primas, especialmente los del petróleo, ha aumentado de forma significativa en los últimos años: el volumen de derivados del crudo negociados en el NYMEX se quintuplicó entre 2000 y 2008. Es difícil medir directamente la relación entre las variaciones de los precios del petróleo y la especulación. Los estudios empíricos proporcionan resultados contradictorios respecto a una posible causalidad sistemática entre las posiciones de inversión de los agentes no comerciales en los mercados de futuros de petróleo y los precios al contado y la volatilidad de estos precios. Sin embargo, algunos estudios sugieren claramente que en 2008 los precios del crudo se situaron, en cierta medida, por encima de su nivel de equilibrio determinado por las variables fundamentales de la economía, debido, en particular, a un aumento de la inversión financiera. En todo caso, cabe resaltar que la elasticidad precio de la oferta y la demanda es bastante reducida en los mercados de petróleo, lo que significa que cambios relativamente pequeños en las variables fundamentales pueden tener un impacto importante sobre los precios. En general, prosigue el debate sobre la especulación en los mercados de materias primas ya que la limitada disponibilidad de datos impide realizar análisis más profundos.

Recuadro I

ECONOMÍAS EMERGENTES Y DEMANDA DE PETRÓLEO

Debido, en parte, a la pujanza del crecimiento económico mundial, el consumo global de petróleo ha aumentado más rápidamente en el período 2001-2007 que en las dos décadas anteriores (véase gráfico A). La mayor parte de este incremento estuvo determinado por el crecimiento de la demanda

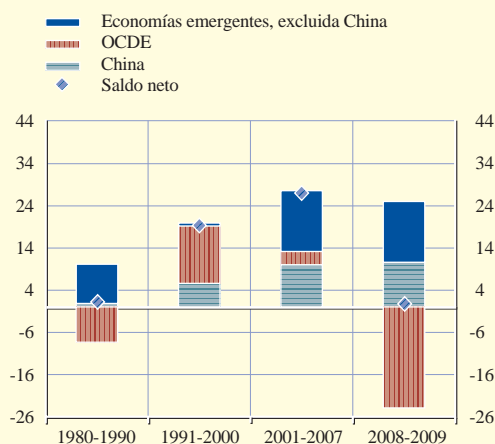
procedente de varias grandes economías emergentes (especialmente China, India y países de Oriente Medio), como resultado de la industrialización, de una mayor intensidad de las materias primas en el crecimiento, del aumento de la renta per cápita y del rápido crecimiento de la población. En algunos casos, la elevada demanda refleja también el hecho de que los precios internos para el usuario final están fuertemente subvencionados, por lo que no están vinculados a los precios de mercado mundiales. Ello ocurre especialmente en las economías exportadoras de petróleo, aunque también en algunas de las economías emergentes¹. Desde 2007, la demanda de petróleo en las economías emergentes y en desarrollo ha seguido creciendo, pese a la desaceleración mundial de la actividad económica, aunque a un ritmo menor que en la primera mitad de la década.

De cara al futuro, dado que el consumo per cápita de petróleo sigue siendo mucho más reducido en las economías emergentes y en desarrollo que en las economías avanzadas, la demanda de estos países presenta un alto potencial de crecimiento, que puede verse contrarrestado, en parte, por una mayor eficiencia en el uso de la energía. Por ejemplo, en 2008 en la zona del euro se consumieron cerca de 12 barriles de crudo por persona, frente a algo más de dos barriles en China y menos de un barril en India. La diferencia con respecto a Estados Unidos, donde se consumieron, en promedio, casi 23 barriles por persona en el año 2008, es incluso mayor (véase gráfico B).

1 Véase Helbling, T., V. Mercer-Blackman y K. Cheng (2008), «Riding a wave» en Finance and Development, FMI, marzo de 2008, vol. 45, número 1.

Gráfico A Contribución de algunas regiones al aumento del consumo medio anual

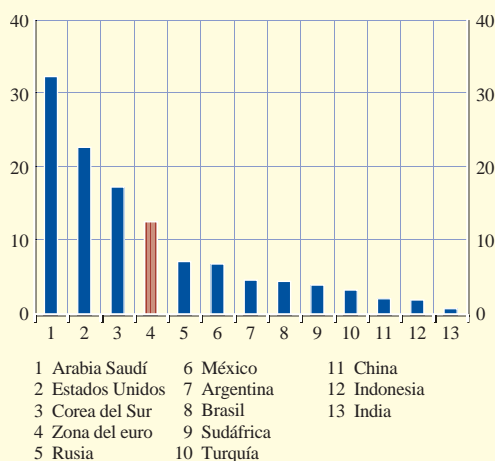
(datos anuales; millones de toneladas; medias del período)



Fuentes: Agencia Internacional de la Energía, British Petroleum y cálculos de los expertos del BCE.

Gráfico B Consumo de crudo per cápita en algunos países en 2008

(barriles por año)



Fuentes: Agencia Internacional de la Energía, British Petroleum y cálculos de los expertos del BCE.

PERSPECTIVAS A MEDIO Y LARGO PLAZO DEL MERCADO DE PETRÓLEO

De cara al futuro, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) prevé que habrá una amplia oferta

de petróleo a medio plazo, aunque persistirá el riesgo de mayores tensiones en el equilibrio entre la oferta y la demanda. Tras el fuerte descenso de la demanda de petróleo, que se produjo principalmente en los países de la OCDE (véase gráfico 2)

como consecuencia de la crisis financiera y de la posterior recesión, se espera que la demanda de crudo aumente sensiblemente con la recuperación de la economía mundial. La AIE estima que la demanda de petróleo se incrementará, en promedio, en 1,2 millones de barriles por día y año entre 2009 y 2015, especialmente en las economías emergentes. Aunque también las perspectivas para la oferta se han visto afectadas negativamente por la desaceleración económica, con un acusado descenso de la inversión en capacidad y mantenimiento en 2009², la AIE prevé que aumentará la capacidad de oferta mundial a medio plazo, como resultado, principalmente, del incremento de la capacidad de producción neta de los países de la OPEP, de la que una proporción importante procederá de Arabia Saudí (véase recuadro 2). Sin embargo, las perspectivas tanto de la oferta como de la demanda de crudo están sujetas a una elevada incertidumbre. Si la demanda mundial de petróleo experimenta una recuperación mayor de lo previsto, a la que la inversión no pueda responder rápidamente, la capacidad excedente de producción de la OPEP volverá a reducirse a partir del año próximo. Además, la capacidad de producción mundial disminuye cada año alrededor de unos 3,1 millones de barriles al día, debido al agotamiento de las reservas en los campos petrolíferos más antiguos, lo que podría tensar el equilibrio entre la oferta y la demanda de petróleo a medio plazo.

A más largo plazo, la posibilidad física de incrementar la capacidad de producción de crudo dependerá de las reservas mundiales, que serán un importante factor determinante de la oferta mundial y de los precios del petróleo en el futuro.

Existe una considerable incertidumbre respecto al volumen de las reservas de crudo. La AIE no espera que se llegue a un nivel máximo de producción convencional de petróleo hasta 2030. No obstante, será necesario recurrir a fuentes no convencionales adicionales de petróleo para hacer frente al crecimiento de la demanda: la AIE prevé que la oferta mundial proveniente de dichas fuentes se cuadruplicará en 2030, alcanzando los 7,4 millones de barriles al día. Entre las fuentes no convencionales de petróleo, las reservas geológicas de crudo pesado, como las arenas y pizarras bituminosas, son considerables³. Sin embargo, los costes estimados de producción de estos combustibles alternativos son muy inciertos y su rentabilidad energética es muy inferior a la del petróleo, al requerir grandes cantidades de energía para extraerlos. Además de las consideraciones medioambientales, estas nuevas tecnologías de extracción son también muy intensivas en capital, con largos plazos que pueden alcanzar los quince años. Por otro lado, la incertidumbre derivada de la elevada volatilidad de los precios del crudo que se ha venido observando en los últimos años y la mayor aversión al riesgo en los mercados financieros pueden haber desalentado o retrasado la inversión en este sector, aunque, en teoría, el alza de los precios debería estimular la inversión en oferta.

2 Aunque la inversión nominal disminuyó un 20%, el descenso de la inversión real —que es más difícil de cuantificar con precisión— fue menor, al reducirse los costes de explotación (especialmente los relativos a salarios y perforaciones).

3 Las arenas bituminosas son una forma de crudo pesado que se puede encontrar en Canadá y Venezuela. De modo similar, las pizarras bituminosas son un tipo de rocas que contienen petróleo y de las que existen abundantes reservas en Estados Unidos.

Recuadro 2

CAPACIDAD DE PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO DE ARABIA SAUDÍ: EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS

La capacidad excedente de producción de petróleo¹, junto con la capacidad excedente de refino y de reservas, constituye una protección frente a repentinas perturbaciones al alza en la demanda y a la baja en la oferta de petróleo, como las que pueden derivarse de acontecimientos geopolíticos o de

1 La AIE define la capacidad excedente de producción como la diferencia entre la producción de petróleo actual y la capacidad que puede alcanzarse en 30 días y mantenerse durante 90 días.

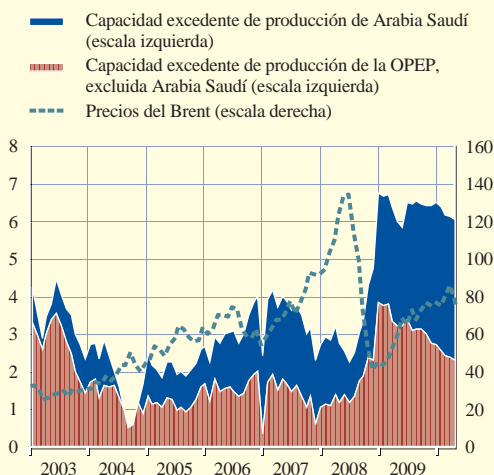
catástrofes naturales. Una escasa capacidad excedente tiende a acentuar las reacciones de los precios frente a las perturbaciones de oferta o de demanda, efectivas o esperadas, y contribuye a la volatilidad del mercado de petróleo.

Con 6,1 millones de barriles al día, la capacidad excedente estimada se situó en mayo de 2010, por encima de los niveles registrados antes de mediados de 2008, cuando estos niveles eran relativamente reducidos y los precios del crudo aumentaban a un ritmo constante (véase gráfico A). Ello fue resultado, principalmente, de recortes en la producción de petróleo de la OPEP, en vista de la caída de los precios del crudo en el segundo semestre de 2008 y del debilitamiento de la demanda mundial, pero también de la expansión de la capacidad que se produjo sobre todo en Arabia Saudí, el mayor exportador mundial de petróleo. En mayo de 2010, Arabia Saudí representaba casi el 62% de la capacidad excedente de producción total de la OPEP. Con los niveles actuales de producción (8,25 millones de barriles al día), la capacidad excedente de producción de Arabia Saudí (3,75 millones de barriles al día) podría compensar una caída de la oferta de crudo de otros principales países exportadores de petróleo, en un corto período de tiempo.

En el futuro, Arabia Saudí seguirá siendo, probablemente, un proveedor clave de capacidad excedente, ya que el país tiene previstas cuantiosas inversiones para incrementar su capacidad de producción de petróleo (y de gas). La Agencia Internacional de la Energía estima que Arabia Saudí aumentará su capacidad de producción neta sostenible en el período 2009-2015 en 0,43 millones de barriles al día (véase gráfico B). Este es el mayor aumento estimado de capacidad entre los miembros de la OPEP (a excepción de Irak, país sujeto a fuerte incertidumbre acerca de su capacidad de expansión), ligeramente por delante de Angola y de los Emiratos Árabes Unidos (EAU). Se prevé que la capacidad de oferta de crudo de los países no pertenecientes a la OPEP disminuya en 1 millón de barriles al día durante el mismo período.

Gráfico A Evolución de la capacidad excedente de producción de crudo de la OPEP

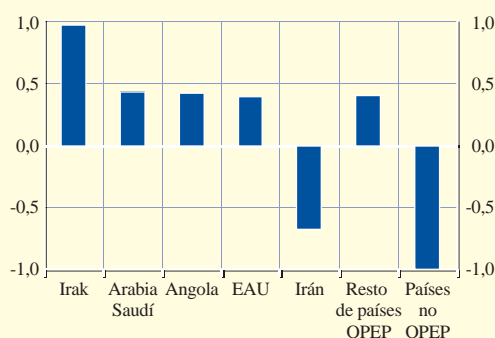
(millones de barriles por día; dólares por barril)



Fuentes: Agencia Internacional de la Energía y cálculos de los expertos del BCE.

Gráfico B Aumento previsto de la capacidad de producción de crudo de la OPEP entre 2009 y 2015

(millones de barriles por día)



Fuentes: Agencia Internacional de la Energía y cálculos de los expertos del BCE.

A corto plazo, el reciente incremento de la capacidad excedente de producción de crudo debería constituir un factor de estabilización para los mercados de petróleo, cuando la demanda se recupere, como consecuencia de la recuperación económica mundial. A medio plazo, el compromiso por parte de los países productores de petróleo de aumentar su capacidad de producción es importante para hacer frente a un repunte de la demanda mundial de crudo posiblemente mayor de lo previsto, en particular, en las economías emergentes. Ello adquiere una relevancia especial en el caso de Arabia Saudí, dado que las perspectivas de inversión en capacidad de producción se han vuelto, en general, más inciertas tras la caída de los precios del crudo a mediados de 2008, y a la vista del endurecimiento de las condiciones de financiación y de las abundantes reservas de petróleo del país (estimadas en un 20% de las reservas mundiales), que se pueden aprovechar a un coste relativamente reducido. Al mismo tiempo, es fundamental que otros países y regiones inviertan en capacidad de producción, entre otras cosas, para atenuar una mayor concentración regional de la producción y de la capacidad excedente de petróleo en el futuro.

3 IMPACTO DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO SOBRE LA MACROECONOMÍA DE LA ZONA DEL EURO⁴

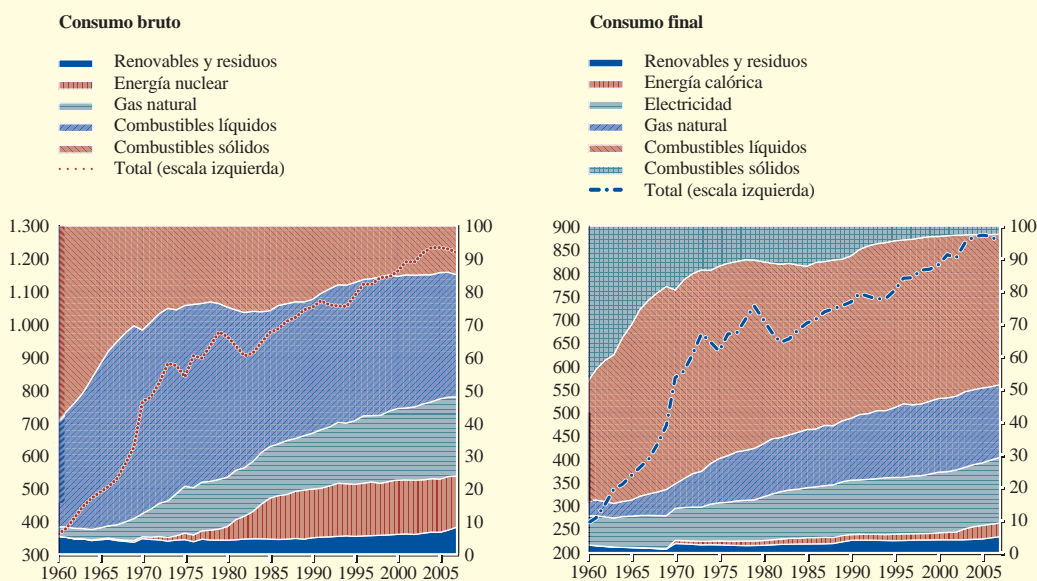
El petróleo ha seguido siendo la principal fuente de energía de los países de la zona del euro —medido en porcentaje de consumo interno de energía total tanto bruto (46%) como final (37%)— desde que

superó al carbón y a otros combustibles sólidos a mediados de los años sesenta, y a pesar del uso creciente del gas natural, de la energía nuclear y de las energías renovables (véase gráfico 4). La im-

4 Esta sección se basa, en gran medida, en el informe sobre cuestiones estructurales («Structural Issues Report») de 2010 del BCE, en el que se analiza el tema de los mercados energéticos y de la macroeconomía de la zona del euro y que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet www.ecb.europa.eu.

Gráfico 4 Desagregación del consumo energético en la zona del euro

(miles de toneladas equivalentes de petróleo; en porcentaje)



Fuentes: Eurostat, Agencia Internacional de la Energía y cálculos de los expertos del Eurosistema.

Notas: El consumo de energía puede calcularse en términos «brutos» (es decir, la producción primaria interna más las importaciones netas) o «finales» (es decir, después de la transformación de las fuentes primarias de energía en formas utilizables de energía). Una diferencia fundamental se deriva de la transformación de las fuentes primarias de energía (nuclear, gas, combustibles sólidos y petróleo) en electricidad.

portancia del petróleo se deriva tanto de su papel directo en el consumo privado (es decir, de los combustibles para transporte y calefacción) e indirecto como factor de producción (por ejemplo, en la logística y distribución, así como en la fabricación de productos químicos). Sin embargo, debido a la falta de recursos naturales, se produce una cantidad muy escasa de petróleo en la zona del euro, por lo que la ratio de dependencia (es decir, las importaciones netas en relación con la oferta total) es elevada (cercana al 100%). El petróleo tiene una importancia crucial para la producción de combustibles para el transporte, ya que representa más del 95% del consumo de energía en ese sector⁵. Los precios del crudo influyen también en otros precios energéticos, en particular los del gas natural y del carbón, dado que para determinados usos, especialmente la generación de electricidad, el petróleo, el gas natural y el carbón son bienes sustitutivos. No obstante, pese a su función primordial, tanto la proporción de petróleo en el consumo total de energía como la intensidad del sector petrolífero sobre la actividad económica han disminuido desde principios de los años setenta (de forma acusada a finales de los setenta tras las crisis del petróleo, y de manera más gradual y continua a partir de los años ochenta). Este descenso, que tiene implicaciones sobre el impacto económico de las fluctuaciones de los precios del crudo, puede atribuirse a una combinación de factores, incluida la sustitución del petróleo por otras fuentes de energía (por ejemplo, la utilización del gas natural y de la energía nuclear para la generación de electricidad), el logro de una mayor eficiencia (mayor número de automóviles de bajo consumo) y la estructura cambiante de la economía.

IMPACTO SOBRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Las perturbaciones de los precios del crudo repercuten en la actividad económica de la zona del euro principalmente a través de la relación de intercambio y de los canales de oferta y demanda, aunque también pueden producirse efectos sobre la confianza y la incertidumbre. El impacto de las perturbaciones de los precios del petróleo también puede variar dependiendo de la situación del ciclo económico y de la naturaleza de la perturbación (es

decir, si está determinada por la oferta, la demanda u otros factores).

Los efectos sobre la relación de intercambio proceden de las subidas de los precios de importación de crudo, que provocan un aumento de los precios medios de importación respecto a los precios medios de exportación. El deterioro de la relación de intercambio puede generar efectos adversos sobre la renta real y la riqueza de las economías importadoras netas de petróleo, como la zona del euro. A menos que disminuya el ahorro o aumente el endeudamiento, ello se traduce en un descenso del consumo interno. Los efectos por el lado de la demanda provienen de las presiones inflacionistas de los precios del crudo sobre los precios de consumo, que reducen la renta real disponible y, por ende, el consumo. Los efectos por el lado de la oferta reflejan la importancia del petróleo como factor de producción. A corto plazo, la capacidad de reacción de las empresas ante subidas de los precios del crudo, sustituyendo esta fuente de energía por otras, es limitada, de modo que un incremento del precio del petróleo conduce inevitablemente a una elevación de los costes de producción. Las empresas pueden responder modificando su comportamiento en materia de fijación de precios o de producción, lo que puede tener efectos negativos sobre los beneficios, la inversión, el empleo y los salarios. A largo plazo, el aumento del precio relativo de la energía puede dar lugar a efectos de sustitución y a una reducción de la intensidad energética total de la producción y del consumo.

La evidencia empírica proporcionada por el conjunto de modelos macroeconómicos utilizados por el SEBC sugiere que un aumento del 10% de los precios del petróleo reduce gradualmente la actividad económica de la zona del euro y que el PIB real registra un descenso del 0,24% al cabo de tres

5 Sin embargo, esta cifra global oculta una importante distinción entre transporte privado (especialmente, automóviles) y transporte de mercancías. Aproximadamente dos terceras partes de los vehículos privados de la zona del euro funcionan con gasolina, aunque cerca de la mitad de los automóviles recién matriculados utilizan el gasóleo (según la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles). El sector de transporte de mercancías funciona casi enteramente con gasóleo. Esta distinción es importante si se considera el impacto de los márgenes del refino de la gasolina y del gasóleo sobre los precios.

años (véase cuadro 1), suponiendo que no se produzca ninguna respuesta de política monetaria o fiscal⁶. La mayor parte del efecto se deriva del impacto negativo de una elevación del precio del crudo sobre el consumo privado real, causado por una caída de la renta real disponible relacionada con el impacto sobre la inflación y, a partir del segundo año, por el descenso del empleo. Pese a la disminución de los tipos de interés reales⁷, la inversión real se reduce, reflejo de la caída de la demanda. Aunque tanto las importaciones como las exportaciones descienden también, como consecuencia de la perturbación de los precios del petróleo, se estima que la contribución de las exportaciones netas al PIB es ligeramente positiva, ya que el efecto moderador sobre las importaciones es algo mayor. Cabe observar que la reinversión de beneficios del petróleo (véase recuadro 3), que no se incluye explícitamente en los resultados de la simulación pero que puede ser importante, refuerza el impacto positivo sobre la demanda exterior neta.

Los resultados de la simulación basada en los modelos macroeconómicos sugieren la existencia de considerables variaciones entre los países de la zona del euro en lo que respecta al impacto de un aumento del 10% de los precios del petróleo, que va desde niveles próximos a cero hasta el -0,4% del PIB real (véase gráfico 5). Esta diversidad se debe, en parte, a diferencias estructurales entre países, como el grado de dependencia de las im-

portaciones de petróleo, la intensidad energética de la producción y del consumo y la estructura del comercio. Además, el grado de rigidez nominal de la economía, su estructura sectorial y su apertura también pueden determinar las variaciones entre países⁸. Cabe señalar que la mayor parte de estos modelos no incorporan las expectativas de inflación. La inclusión de estas expectativas reduciría ligeramente el efecto moderador sobre la actividad económica, dado que los agentes reaccionan ante las medidas de política monetaria esperadas.

Existe cierta evidencia de que el impacto de los precios del crudo sobre la actividad económica puede haberse moderado a partir de los años no-

- 6 Los resultados proceden de un ejercicio de simulación ampliamente armonizado, en el que se han utilizado los modelos macroeconómicos del SEBC. No se dispone de resultados relativos a Finlandia. Para una descripción técnica más detallada del ejercicio y de los resultados, véase «Energy markets and the euro area macroeconomy», Structural Issues Report, BCE, junio de 2010.
- 7 Tal y como se indica anteriormente, en las simulaciones se mantuvieron constantes los tipos de interés nominales.
- 8 Utilizando una modelización diferente, Peersman y Van Robays hallan también evidencias de una marcada heterogeneidad entre países. Véase «Oil and the euro area economy», en *Economic Policy*, vol. 24, número 60, octubre de 2009, pp. 603-651.

Cuadro 1 Efecto de un aumento del 10% del precio del petróleo sobre la actividad económica de la zona del euro

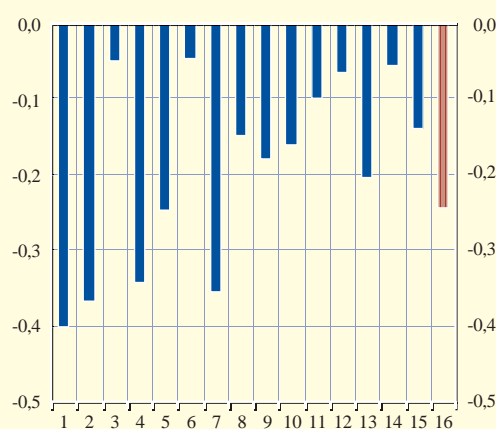
(desviación acumulada en porcentaje; medias anuales)

	Año 1	Año 2	Año 3
PIB real	-0,08	-0,19	-0,24
Consumo privado	-0,14	-0,27	-0,33
Inversión	-0,09	-0,24	-0,35
Exportaciones (bienes y servicios)	-0,03	-0,09	-0,12
Importaciones (bienes y servicios)	-0,10	-0,15	-0,19
Contribución de la demanda exterior neta	0,03	0,02	0,02
Empleo	0,01	-0,04	-0,11

Fuente: Cálculos de los expertos del Eurosistema.
Nota: Contribución de la demanda exterior neta en puntos porcentuales.

Gráfico 5 Efecto de un aumento del 10% del precio del petróleo sobre el PIB real de los países de la zona del euro

(desviación acumulada en porcentaje en el año 3 con respecto al escenario de referencia)



Fuente: Cálculos de los expertos del Eurosistema.

venta, en relación con el observado en los años setenta y a principios de los ochenta⁹. Esta moderación puede atribuirse a la compleja interacción entre distintos factores, como la menor intensidad energética de las economías desarrolladas, cambios en el proceso de determinación de los salarios y el papel de la política monetaria en la estabilización de las expectativas de inflación. Tal y como se indicaba anteriormente, la naturaleza de las perturbaciones subyacentes del petróleo es un importante factor determinante del impacto de estas perturbaciones sobre el PIB real. En general, las perturbaciones que afectan a la oferta de petróleo tienen un impacto negativo sobre la actividad económica mayor que los aumentos de los precios del crudo generados por un incremento de la demanda de esta materia prima, que se suelen acompañar de un crecimiento de la actividad económica mundial. En las simulaciones de los modelos macroeconómicos, por lo general la naturaleza de la perturbación de los precios del petróleo no se especifica explícitamente, pero dado que los modelos subyacentes se basan en datos históricos que se remontan a los años ochenta para la mayoría de países, la perturbación de los precios del crudo puede considerarse como un fenómeno mundial resultante de alteraciones tanto de la oferta como de la demanda y que refleja también ajustes externos. La distinta naturaleza de las perturbaciones subyacentes de los precios del petróleo puede explicar por qué existe cierto desacuerdo en la literatura económica respecto a los posibles efectos asimétricos de las subidas y bajadas de los precios del crudo sobre la actividad económica, ya que la importancia relativa de los factores de oferta y de demanda que determinan las fluctuaciones de los precios del petróleo puede haber variado con el tiempo.

Además de efectos a corto y medio plazo, la evolución de los precios energéticos puede tener también efectos a largo plazo sobre el producto potencial de la economía. Las estimaciones de los modelos sugieren que un aumento del 10% de los precios del petróleo tiene un impacto negativo de aproximadamente el 0,1% sobre el nivel del producto a un plazo más largo. Estas pérdidas a largo plazo son más elevadas si se considera el consumo y la inversión en un horizonte más dilatado. Entre los principales factores que afectan a la vulnerabilidad a largo plazo de la economía a los precios del petróleo figuran la intensidad y, en particular, la sustituibilidad del petróleo. Cuanto más flexible sea la economía para sustituir fuentes de energía relativamente costosas, menos vulnerable será a las fluctuaciones de los precios energéticos. Además, las rigideces de los precios y de los salarios incrementan los costes de ajuste tras una perturbación de los precios de la energía. En particular, las pérdidas de producto agregado y de factor trabajo en el proceso de producción serían menos pronunciadas si los precios y salarios se ajustasen más rápidamente.

A la hora de considerar las estimaciones del impacto de los precios energéticos sobre la actividad económica basadas en los modelos, es importante tener en cuenta que los modelos macroeconómicos son, necesariamente, simplificaciones de la estructura económica subyacente. Incluso si los modelos incorporan la formación de expectativas y respuestas de política monetaria y fiscal, es imposible reflejarlas en su totalidad y pueden variar con el tiempo. Por consiguiente, las estimaciones analizadas en este artículo deberían ser consideradas a título meramente indicativo.

9 Para más detalles, véase Structural Issues Report (Annex 2.2), BCE, junio de 2010.

Recuadro 3

REINVERSIÓN DE LOS BENEFICIOS DEL PETRÓLEO

Los productos energéticos representan una proporción importante del comercio internacional y las acusadas variaciones de los precios del crudo pueden tener un impacto significativo sobre el saldo exterior. Por ejemplo, en 2008 el déficit exterior neto energético de la zona del euro alcanzó el 2,1%

Efecto comercial combinado directo e indirecto de un aumento del precio del petróleo sobre la cuenta corriente

[variación de la demanda de importaciones de los exportadores de petróleo en proporción del aumento de los ingresos procedentes de sus exportaciones de petróleo (escenarios 1-4); en porcentaje del PIB]

	Escenario 1 0%		Escenario 2 20%		Escenario 3 60%		Escenario 4 100%	
Aumento de los precios del petróleo hasta:	70 dólares por barril	100 dólares por barril	70 dólares por barril	100 dólares por barril	70 dólares por barril	100 dólares por barril	70 dólares por barril	100 dólares por barril
Zona del euro «max-min»	-0,7 -0,1 a -1,9	-1,8 -0,2 a -5,2	-0,6 0,1 a -1,8	-1,5 0,3 a -4,7	-0,3 0,4 a -1,4	-0,9 1,1 a -3,8	-0,1 0,8 a -1,1	-0,4 2,0 a -3,0
Estados Unidos	-0,7	-1,8	-0,6	-1,7	-0,6	-1,6	-0,5	-1,4
China	-0,4	-1,1	-0,3	-0,8	-0,1	-0,3	0,1	0,3

Fuentes: Estimaciones de los expertos del Eurosistema basadas en Perspectivas de la Economía Mundial y en «Direction of Trade Statistics», ambas del FMI.

Nota: «max-min» representa el intervalo entre los impactos máximo y mínimo de un aumento del precio del petróleo sobre la cuenta corriente en los países de la zona del euro.

del PIB, después de que los precios del petróleo subiesen, en promedio, hasta casi 100 dólares por barril. En este recuadro se analizan los efectos sobre el comercio internacional a través de los cuales las variaciones de los precios del crudo inciden a corto plazo sobre la balanza exterior de las economías importadoras de petróleo, como la zona del euro. Una subida del precio del crudo eleva directamente el coste de las importaciones de petróleo, con lo que disminuye el saldo de la balanza por cuenta corriente (efecto comercial directo). Sin embargo, cuando suben los precios del crudo, aumentan los ingresos de los países exportadores de petróleo y crece su demanda de bienes y servicios, lo que, en principio, potencia la demanda exterior y contrarresta el aumento del saldo de la balanza por cuenta corriente de los países importadores de petróleo (efecto comercial indirecto o de reinversión de los beneficios del petróleo).

La evidencia empírica de anteriores episodios de subidas de los precios del crudo sugiere que aproximadamente la mitad de los beneficios extraordinarios en «petrodólares» de los países productores de petróleo se gastó en productos extranjeros, mientras que el resto se invirtió en activos extranjeros. Sin embargo, existen importantes diferencias entre países respecto a quienes pueden beneficiarse de este gasto. Según las estimaciones, entre 2002 y 2006 el 41% del aumento del déficit petrolero de la zona del euro, y el 60% del incremento de la factura del petróleo de China, se compensaron con las mayores adquisiciones de bienes de producción nacional en los países exportadores de petróleo, frente a solo el 20% en el caso de Estados Unidos y el 18% en Japón¹. La proximidad geográfica, los vínculos históricos y la especialización sectorial de las exportaciones son posibles explicaciones del mayor nivel inicial de ventas de bienes de la zona del euro a los países exportadores de petróleo, en comparación con el de Estados Unidos. El elevado volumen de exportaciones de China a los países productores de petróleo parece estar en línea con la fuerte expansión de las cuotas de mercado de exportación de este país asiático en todo el mundo. Al mismo tiempo, en los últimos años los países de la OPEP han incrementado notablemente sus tenencias netas de activos extranjeros en porcentaje del PIB. La evidencia sugiere que la mayor parte de estas inversiones se realizaron en Estados Unidos.

El cuadro muestra el efecto comercial combinado directo e indirecto de un aumento del precio del crudo para dos variantes: un incremento de aproximadamente un 40% (desde 52 dólares por barril, es decir, el precio medio observado en el segundo semestre de 2009, hasta 70 dólares por barril) y un aumento del 100% (hasta 100 dólares por barril) en 2009. Los resultados de las simulaciones, que se

¹ Véase Higgins, M., T. Klitgaard y R. Lerman (2006), «Recycling Petrodollars», Current Issues in Economics and Finance, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, vol. 12, n.º 9, diciembre de 2006.

presentan para cuatro escenarios alternativos respecto al nivel de reinversión de petrodólares (0%, 20%, 60% y 100%), confirman, en general, las conclusiones de estudios empíricos anteriores.

En primer lugar, tal y como era de esperar, los mayores importadores netos de crudo, es decir, la zona del euro y Estados Unidos, sufren el mayor deterioro de sus balances de petróleo en el corto plazo (lo que se refleja en el primer escenario del cuadro, en el que se supone que no se produce ninguna reinversión de beneficios del petróleo, por lo que solo se recoge el efecto «directo» de la subida de los precios del crudo sobre los balances de petróleo). El deterioro oscila entre el 0,7% y el 1,8% del PIB, dependiendo de la magnitud de la variación de los precios del crudo. El impacto total sobre la zona del euro oculta considerables disparidades entre países, resultado, principalmente, de diferencias en su estructura de comercio (en términos de dependencia de las importaciones de energía y de especialización de las exportaciones).

En segundo lugar, las economías con el mayor volumen de exportaciones a los países exportadores de petróleo, es decir, la zona del euro y China, se benefician notablemente del efecto «indirecto» de la mayor demanda de importaciones por parte de los países exportadores de crudo, aunque, en la mayoría de los casos, ello solo compensa, en parte, el efecto directo negativo. Mientras que la propensión de los países exportadores de petróleo a importar no disminuya en aras del ahorro, los países de la zona del euro deberían beneficiarse de un aumento de las exportaciones a las economías exportadoras de petróleo. Tal y como se indicaba anteriormente, la proximidad geográfica y los vínculos históricos con la mayoría de países exportadores de crudo explicarían, en parte, las relaciones comerciales más estrechas existentes entre la zona del euro y esos países, y las exportaciones relativamente más reducidas de Estados Unidos a estos países. Además, la estructura de la demanda de importaciones por parte de los países exportadores de crudo, determinada en gran medida por una infraestructura y un patrón de crecimiento basados en la construcción, parece ofrecer una ventaja comparativa a los países de la zona del euro especializados en la producción de bienes de equipo, como Alemania, especializada en equipo y maquinaria de transporte. En la última década, la zona del euro en su conjunto ha ido ganando cuotas de mercado de importación en una serie de países exportadores de petróleo, especialmente Argelia, Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos y Rusia.

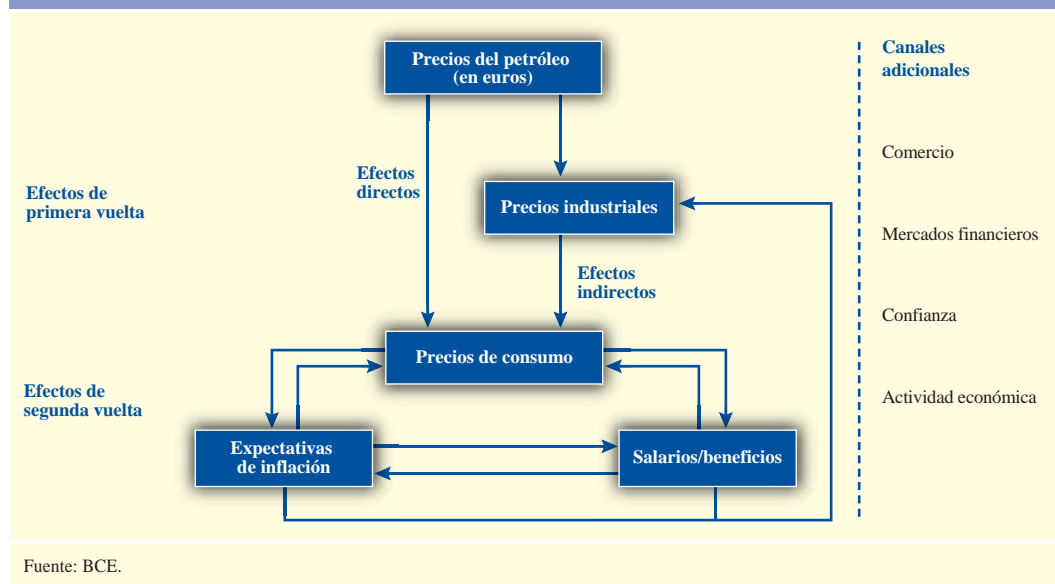
IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN

En el gráfico 6 se presenta un diagrama representativo de los principales mecanismos de transmisión a través de los cuales los precios del crudo afectan a la evolución de los precios de consumo. En términos de efectos de los precios, el impacto de las variaciones de los precios energéticos se desagrega frecuentemente entre efectos directos e indirectos de primera y segunda vuelta¹⁰. Los efectos directos de primera vuelta se refieren al impacto de las variaciones de los precios del petróleo sobre los precios de consumo de la energía. Los efectos indirectos de primera vuelta se refieren a las variaciones de los precios de consumo que se producen como resultado del impacto de los precios del crudo sobre los costes de producción (por ejemplo,

una subida de los precios del petróleo que afecte, a través de un mayor coste de los bienes intermedios, a los precios de productos intensivos en petróleo, como algunos productos químicos, o a los precios de los servicios de transporte). En principio, los efectos de primera vuelta de una variación transitoria del precio del crudo, ya sean directos o indirectos, solo generan un aumento en el nivel de precios, pero no producen efectos inflacionistas duraderos. Los efectos de segunda vuelta reflejan la reacción de los agentes que fijan los precios y salarios a los efectos de primera vuelta derivados de una perturbación del petróleo. Los intentos de

10 Esta taxonomía de la desagregación de la transmisión de los precios del petróleo en distintos efectos se ha extraído del artículo titulado «Los precios del petróleo y la economía de la zona del euro», publicado en el Boletín Mensual de noviembre de 2004.

Gráfico 6 Diagrama representativo de los canales de transmisión de los precios del petróleo



Fuente: BCE.

los agentes económicos de compensar la pérdida de renta real causada por anteriores perturbaciones inflacionistas pueden afectar a las expectativas de inflación e influir en el proceso de determinación de los precios y salarios. Así pues, una perturbación transitoria puede afianzarse y ser más difícil de erradicar. La probabilidad de que una perturbación de los precios de las materias primas provoque efectos de segunda vuelta depende de varios factores, como la posición cíclica de la economía, la flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos (especialmente la existencia de mecanismos de indicación que afecten a la negociación salarial y a la fijación de precios), la formación de las expectativas de inflación y, sobre todo, la credibilidad del banco central.

EFFECTOS DIRECTOS DE PRIMERA VUELTA

Las fluctuaciones de los precios del petróleo tienen un impacto directo sobre la inflación medida por el IAPC a través del componente energético del índice. Los productos energéticos representan aproximadamente el 10% del IAPC general de la zona del euro. Cerca de la mitad corresponde a los combustibles líquidos para transporte (4%) y calefacción doméstica (0,7%). El resto corresponde a electricidad (2,3%), gas natural (1,8%), energía calórica (0,6%) y los combustibles sólidos (0,1%)¹¹.

Debido a la volatilidad de los precios del crudo, la energía es también con mucho el más volátil de los principales subcomponentes del IAPC, con una desviación típica de la tasa de variación intermensual del 1,5%, frente al 0,2% para el IAPC desestacionalizado, y al 0,1% para el IAPC desestacionalizado excluida la energía. Esta elevada volatilidad hace que sea de suma utilidad comprender la respuesta de los precios de consumo de la energía a variaciones de los precios del petróleo.

En primer lugar se considera la transmisión de las fluctuaciones de los precios del petróleo a los precios de consumo de los combustibles líquidos (es decir, los combustibles para transporte —gasolina y gasóleo— y calefacción), ya que son los que se ven más rápidamente afectados por estas fluctuaciones. Se puede comprender mejor este proceso de transmisión mediante una representación simplificada de la cadena de precios de los combustibles líquidos, en la que las principales etapas entre la extracción del crudo y la adquisición de los

¹¹ La proporción y composición de los componentes energéticos del IAPC varía sustancialmente entre los países de la zona del euro. La proporción se sitúa en un intervalo comprendido entre el 15,7% de Eslovaquia y el 6,3% de Malta, mientras que el gas natural, los combustibles sólidos y la energía calórica tienen una ponderación mínima o nula en el consumo de varios países.

combustibles líquidos por los consumidores son el refino, la distribución y la tributación¹².

El gráfico 7, que ilustra la evolución de los precios de consumo de los combustibles líquidos en la zona del euro desde 1994, pone de relieve algunas observaciones importantes. En primer lugar, los impuestos (es decir, impuestos especiales más IVA) constituyen más de la mitad de los precios de venta finales de la gasolina y el gasóleo (en promedio, el 60% y el 52%, respectivamente, en el primer semestre de 2010), pero un porcentaje mucho más pequeño de los precios de los combustibles para calefacción (28%). En segundo lugar, como reflejo del fuerte incremento de los precios del crudo, la parte que corresponde al coste del crudo ha aumentado notablemente desde finales de los años noventa. En tercer lugar, aunque los márgenes del refino son relativamente reducidos en relación con el precio del crudo, pueden fluctuar de forma pronunciada. Por ejemplo, los márgenes del refino del gasóleo y de los combustibles para calefacción ascendían a 40 dólares por barril a mediados de 2008, en comparación con las medias históricas de 5 dólares por barril registradas desde 1986. Por lo tanto, las fluctuaciones de los márgenes del refino pueden dar lugar, al menos a

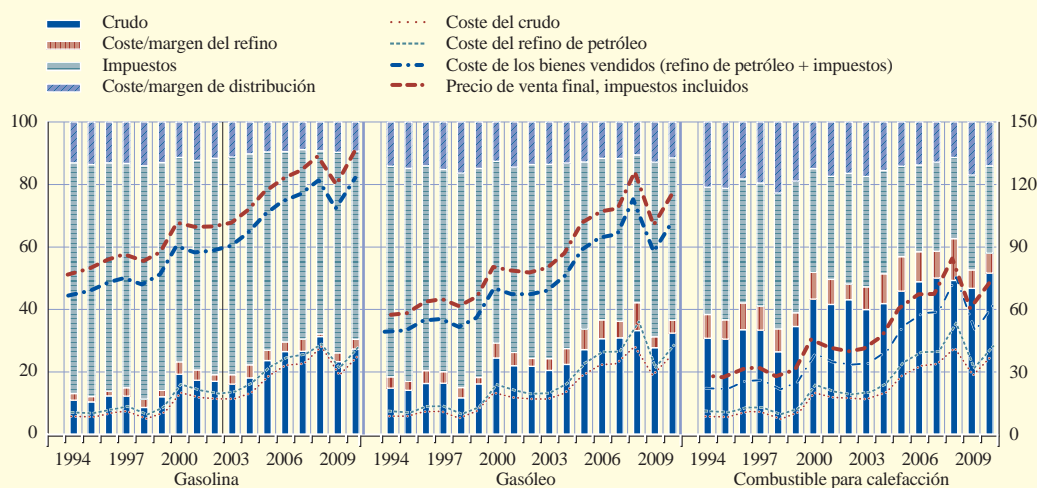
corto plazo, a variaciones de los precios de consumo que no reflejen las de los precios del crudo. Por último, la contribución de los costes y márgenes de distribución a los precios de venta finales ha sido relativamente constante en el tiempo, lo que significa que en este sector los márgenes no se fijan como porcentaje de los costes de los bienes intermedios.

La combinación de unos costes y márgenes de distribución relativamente constantes, el importante papel de los impuestos especiales, y un acusado aumento de los precios del crudo incide de forma significativa en la elasticidad de los precios de consumo de los combustibles líquidos con respecto a los precios del petróleo. El cuadro 2 ilustra el papel de los impuestos indirectos en la determinación de la elasticidad de los precios de consumo del petróleo en relación con los precios del crudo: la elasticidad de los precios de los combustibles

- 12 Los impuestos especiales son una cantidad fija cobrada por unidad de volumen (por ejemplo, como promedio para la zona del euro, el impuesto especial sobre el petróleo es de unos 59 céntimos de euro por litro y el de los combustibles para calefacción doméstica es de unos 8 céntimos de euro por litro). El IVA es un porcentaje del precio antes de impuestos, más impuestos especiales (por ejemplo, como promedio para la zona del euro, el IVA sobre la gasolina es del orden de un 19%).

Gráfico 7 Desagregación de los precios de consumo de los combustibles líquidos en la zona del euro

(en porcentaje del precio de venta final total; céntimos de euro por litro)



Fuentes: Comisión Europea (Eurostat), Bloomberg, Reuters y cálculos del Eurosistema.

Notas: En la escala derecha se representan las series en líneas (en céntimos de euro por litro), mientras que en la escala izquierda figuran las series en columnas (porcentaje del precio de venta final, impuestos incluidos). Los datos de 2010 corresponden a los seis primeros meses del año.

Cuadro 2 Elasticidad del componente energético del IAPC con respecto a los precios del crudo

(en porcentaje)

Crudo (euros por barril)	Transmisión de la media ponderada al componente energético del IAPC ¹⁾	Gasolina (2,6%) ²⁾	Gasóleo (1,4%) ²⁾	Combustible para calefacción (0,7%) ²⁾	Gas natural (1,8%) ²⁾
20	16	15	19	39	24
40	26	26	32	56	39
60	33	35	41	66	49
80	38	41	48	72	56
100	42	47	54	76	61

Fuente: Cálculo de los expertos del Eurosistema.

Notas: Datos basados en impuestos (IVA, impuestos especiales y otros) al final de 2009 y mediana de los costes y márgenes de refinación y distribución desde 1999.

1) Estimación basada en el supuesto de que existe una correlación entre la variación de la energía calórica del IAPC (ponderación del 0,6%) y la del gas natural. La media ponderada presenta una ligera infravaloración de la magnitud de la transmisión, al basarse en el supuesto de una transmisión cero para la electricidad y los combustibles sólidos.

2) Ponderación en el IAPC general.

para calefacción es mucho mayor que la de los precios de la gasolina y el gasóleo, debido al nivel relativamente bajo de los impuestos especiales. El cuadro muestra también que la elasticidad de los precios de consumo de la energía es una función del nivel de los precios del crudo: la elasticidad de los precios de consumo es mucho mayor cuando el precio del crudo es de 60 euros por barril que cuando es de 20 euros por barril. Para la gasolina, la elasticidad aumenta del 15% al 35%, para el gasóleo del 19% al 41%, y para los combustibles de calefacción del 39% al 66%.

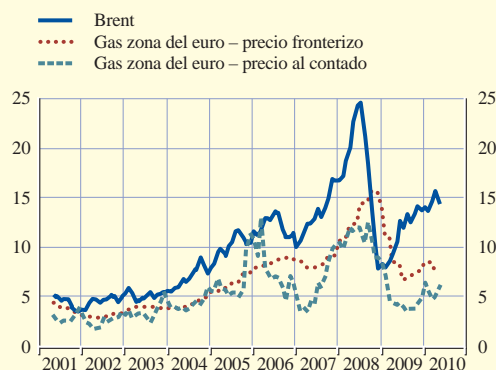
En vista del elevado nivel y de la volatilidad de los precios del petróleo observados en los últimos años, numerosos estudios han analizado la velocidad de transmisión de estos precios a los de los combustibles líquidos en Europa. En general, estos estudios muestran que la transmisión directa de las perturbaciones de los precios del petróleo a los precios de consumo de la energía antes de impuestos es completa (es decir que un aumento de los precios del crudo equivalente a 10 céntimos de euro por litro se traduce en un incremento de 10 céntimos de euro por litro de los precios de consumo antes de impuestos) y rápida (la mayor parte del incremento se transmite en un plazo de tres a cinco semanas). Además, los estudios proporcionan escasa evidencia significativa de la existencia de una asimetría relevante entre la transmisión de las subidas y bajadas de los precios del petróleo¹³.

Por lo que se refiere a los precios del gas natural, una de sus características más conocidas es su fuerte correlación con los precios del crudo, aunque esta se produce con cierto retraso (véase gráfico 8). Esto significa que el gas y el petróleo son sustitutos y compiten entre sí para determinados usos

13 Véase, por ejemplo, Meyler A., «The pass through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices», en *Energy Economics*, número 6, Energy Sector Pricing and Macroeconomic Dynamics, noviembre de 1990, pp. 867-881.

Gráfico 8 Precios del petróleo y del gas (fronterizo¹⁾ y al contado²⁾)

(dólares por MMBtu³⁾)



Fuentes: Eurostat, Haver Analytics, Reuters, Bloomberg y cálculos de los expertos del Eurosistema.

1) Media sin ponderar de los precios fronterizos del gas para Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia y Países Bajos.

2) Media sin ponderar de los precios de los «hubs», o centros de distribución, de Zeebrugge (Bélgica) y de la Title Transfer Facility (Países Bajos).

3) MMBtu corresponde a un millón de unidades térmicas británicas.

(como la generación de electricidad), y demuestra la existencia de acuerdos institucionales, particularmente en Europa, en virtud de los cuales muchos contratos de suministro de gas a largo plazo están explícitamente vinculados a los precios del petróleo¹⁴.

Los precios del petróleo repercuten con relativa rapidez sobre los precios fronterizos (es decir, los precios de importación) del gas, mientras que la brecha entre el precio fronterizo y el precio de consumo antes de impuestos (es decir, el margen) refleja los costes de procesamiento, transporte, almacenamiento y distribución del gas a los consumidores, así como los márgenes de los distintos operadores que intervienen a lo largo de la cadena del gas. Pese a la fuerte subida de los precios fronterizos del gas observada desde finales de los años noventa, el margen ha permanecido relativamente estable, manteniéndose en torno a 5 euros por gigajulio (véase gráfico 9). Ello sugiere que las variaciones de los precios fronterizos del gas se transmiten íntegramente a los precios de consumo, aunque con cierto retraso, y que, dado que los precios internacionales del gas han subido, ha aumentado la proporción de los precios de consumo que corresponden a los factores de producción brutos. Una de las consecuencias es que, a medida que se eleva el ni-

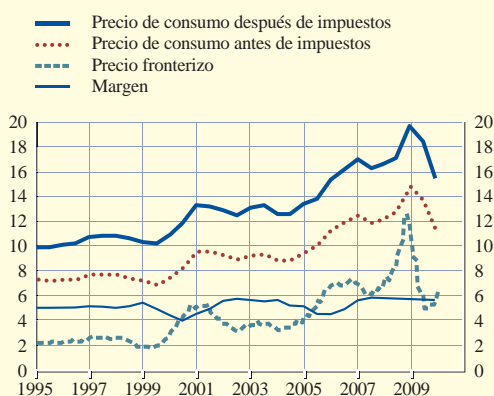
vel de precios, se incrementa la elasticidad (es decir, el porcentaje de respuesta) de los precios de consumo del gas con respecto a los aumentos de los precios del petróleo, aunque la transmisión absoluta no varíe (sigue siendo completa). Dada la relación histórica entre los precios del petróleo y los precios fronterizos del gas, un nivel de precios del crudo de 20 euros por barril se traduciría en una elasticidad de los precios de consumo del gas con respecto a los precios del petróleo de alrededor de un 25%, pero esta elasticidad sería el doble con un precio de 60 euros por barril.

En cuanto a los precios de la electricidad, la reacción de los precios de consumo a las variaciones de los precios del petróleo es mucho menos clara. Sin embargo, existen notables diferencias en la evolución de los precios al por mayor y la de los precios de consumo de la electricidad. El gráfico 10 muestra una considerable correlación entre los precios del

14 Estos acuerdos institucionales son uno de los factores determinantes de las citadas correlaciones, dado que, al ser más difícil de almacenar y transportar, el gas circula principalmente por gasoductos. De no existir una indicación explícita con los precios del petróleo, la evolución regional de la oferta y demanda influiría en mayor medida en las variaciones de los precios del gas. La importancia creciente de los mercados al contado y del gas natural licuado ha ejercido ciertas presiones sobre estas cláusulas de indicación.

Gráfico 9 Precios de consumo del gas

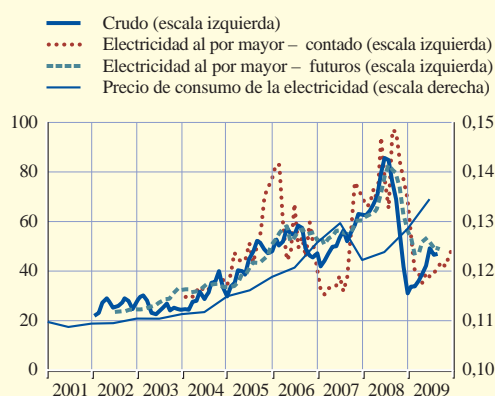
(euros por gigajulio)



Fuentes: Eurostat, Haver Analytics, Reuters, Bloomberg y cálculos de los expertos del Eurosistema.

Gráfico 10 Precios de consumo de la electricidad

(euros por barril/MWh; céntimos de euro por kWh)



Fuentes: EEX, Eurostat, Haver Analytics, Reuters, Bloomberg y cálculos de los expertos del Eurosistema.
Nota: MWh corresponde a megavatios por hora y kWh a kilovatios por hora.

crudo y los precios al por mayor de la electricidad negociados en mercados organizados (al contado y futuros a un año). Esta correlación se deriva de los movimientos coincidentes de los precios del gas y de los del petróleo y del importante papel de las centrales de gas como generador marginal. Pese a la vinculación entre los precios del crudo y los precios al por mayor de la electricidad negociados en mercados organizados, la relación entre los precios de consumo de la electricidad y los del petróleo es muy débil (véase gráfico 10). Ello se debe a distintos factores, como los impuestos, la posibilidad de utilizar diferentes fuentes de energía para la generación de electricidad y los costes de red, aunque también puede ser reflejo de la regulación de los precios.

Aunque en Europa los mercados del gas y de la electricidad han sufrido un proceso sostenido de desregulación y liberalización a partir de mediados de los años noventa, este proceso es todavía incompleto¹⁵ y existe una amplia brecha entre el grado de competencia de iure y de facto. Por ejemplo, aunque ahora todos los mercados del gas y de la electricidad están abiertos a la competencia, más de la mitad de los Estados miembros regulan los precios para el usuario final y la gran mayoría de consumidores de esos mercados se benefician de precios regulados.

Como resultado de la completa transmisión a los precios antes de impuestos y del nivel generalmente constante de los márgenes y de los impuestos indirectos, la elasticidad de los precios de consumo de la energía (es decir, el porcentaje de respuesta a un determinado porcentaje de variación de los precios del petróleo) es una función del nivel de los precios del crudo (véase cuadro 2). La elasticidad de los precios de consumo de la energía se duplica, desde alrededor del 16% cuando el precio del crudo es de 20 euros por barril, hasta cerca del 33% cuando se eleva a 60 euros por barril (aproximadamente el nivel medio observado en el primer semestre de 2010). Si los precios del petróleo aumentaran a 100 euros por barril, la elasticidad (suponiendo que los márgenes de refino y distribución y los impuestos especiales se mantuvieran en general constantes) superaría el 40%.

EFFECTOS INDIRECTOS DE PRIMERA Y SEGUNDA VUELTA

Los efectos indirectos de primera y segunda vuelta son más difíciles de estimar y están sujetos a un mayor grado de incertidumbre que los efectos directos. Además, los efectos indirectos pueden diferir en las distintas fases de la cadena de producción y entre los diferentes sectores de la economía¹⁶. Por consiguiente, la evidencia debe extraerse de una serie de análisis. El cuadro 3 muestra el impacto estimado de los precios del petróleo sobre la inflación utilizando distintas metodologías, como las tablas *input-output* y las simulaciones dinámicas de varios modelos (como los modelos de vectores autorregresivos (VAR) estructurales y los modelos macroeconómicos). Aunque estas metodologías presentan algunas diferencias, proporcionan en general una imagen coherente. Se estima que los efectos indirectos de primera y segunda vuelta sobre el nivel de precios de un aumento del 10% del precio del petróleo acumulados después de tres años oscilan entre el 0,20% y el 0,29%, de los que cerca de la mitad corresponde a un efecto de segunda vuelta de reacción endógena de los salarios. También existe cierta evidencia (por ejemplo, a partir del análisis de los VAR estructurales) de que los efectos indirectos de primera y segunda vuelta han disminuido desde mediados de los años ochenta, debido a cambios en las características estructurales de la actividad económica y en el proceso de determinación de los precios y salarios. A este respecto, los modelos en los que las expectativas desempeñan un papel importante apuntan a una respuesta algo más moderada de la inflación subyacente a los precios de las materias primas, dado que los agentes reac-

15 En junio de 2009, la Comisión Europea inició unos procedimientos sancionadores contra los Estados miembros que no cumplieran la legislación comunitaria relativa al mercado interno de la electricidad (25 Estados miembros) y del gas (21 Estados miembros), principalmente por motivos de falta de transparencia, coordinación insuficiente por parte de los operadores de los sistemas de transmisión con vistas a aprovechar la mayor capacidad de interconexión disponible, ausencia de cooperación regional, carencia de ejecución de las disposiciones por parte de las autoridades nacionales competentes y falta de procedimientos adecuados de resolución de litigios.

16 Véase, por ejemplo, Landau, B. y F. Skudelny, «Pass-through of external shocks along the pricing chain: A panel estimation approach for the euro area», Working Paper Series n.º 1104, BCE, noviembre de 2009.

Cuadro 3 Desagregación del impacto de un aumento del 10% de los precios del crudo sobre el IAPC utilizando distintas metodologías

(en porcentaje)

Metodología	Especificación	Directo	Indirecto	Segunda vuelta	Total
Componentes energéticos desagregados ¹⁾	€20	0,15	NA	NA	NA
	€50	0,29	NA	NA	NA
Tablas <i>input-output</i> ²⁾		0,22	0,14	NA	NA
VAR estructurales (SVAR) ³⁾	1971-2009	0,20		0,25	0,45
	1971-2000	0,39		0,29	0,68
	1980-2009	0,16		0,20	0,36
Modelos macroeconómicos de gran escala ⁴⁾	Reacción salarios: Sí	0,25		0,20	0,45
	Reacción salarios: No	0,26		0,10	0,36

Fuente: Cálculos de los expertos del Eurosistema.

Notas: Para más información, véase Structural Issues Report, BCE, 2010.

1) La transmisión es una función del nivel de precios del petróleo. Las estimaciones se calculan sobre la base de los costes y márgenes constantes de refinación y distribución y de los impuestos indirectos vigentes a finales de 2009.

2) Basados en las tablas *input-output* de 2005. La metodología *input-output* se basa implícitamente en el supuesto de que existen márgenes constantes y no existen efectos de segunda vuelta.

3) Los resultados de los SVAR corresponden a tres períodos muestrales distintos (1971-2009, 1971-2000 y 1980-2009).

4) Los resultados se refieren a dos variantes: en una de ellas se permite que los salarios reaccionen a los aumentos de precios y en la otra se bloquea esta reacción.

cionan ante las medidas de política monetaria previstas.

En general, la transmisión de los precios del petróleo a los precios de consumo es compleja, ya que depende de muchos factores y puede variar con el tiempo. Los principales factores son el nivel de los precios del petróleo y de los impuestos indirectos (impuestos especiales) y otros aspectos estructurales de la economía, como la especialización sectorial de la actividad económica y los agentes que fijan los precios y salarios. El proceso de determinación de los precios y salarios y la política monetaria han de desempeñar un papel fundamental a la hora de establecer si los efectos directos e indirectos de las variaciones de los precios del crudo se transmiten a la inflación en un horizonte de medio plazo. En particular, mientras que poco puede hacer la política monetaria respecto a los efectos de primera vuelta de las perturbaciones de los precios del petróleo, puede evitar, en gran medida, los efectos de segunda vuelta. Si las fluctuaciones de los precios del crudo afectan de forma acusada a las expectativas de precios y salarios, será necesaria una política monetaria más enérgica para restaurar la estabilidad de precios. Así pues, la mejor manera de contrarrestar la volatilidad de los precios y del producto inducida por las fluctuaciones de los precios del petróleo es adoptar una estrategia de política monetaria a medio plazo creíble y orientada a la estabilización de las expectativas de inflación.

4 CONCLUSIONES

Las perspectivas para los precios del crudo están sujetas a un elevado grado de incertidumbre tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta. En lo que se refiere a la oferta, la inversión en producción y en capacidad de procesamiento de petróleo puede haberse visto afectada negativamente por la crisis financiera y por la consiguiente recesión. Además, existe una considerable incertidumbre respecto a las reservas energéticas disponibles. Sin embargo, los avances tecnológicos y el descubrimiento de fuentes alternativas de energía (como las pizarras bituminosas) podrían hacer que la oferta total de energía sea mayor de lo que se estima actualmente. Por otro lado, aunque haya sufrido los efectos de la recesión, la demanda probablemente volverá a crecer con la recuperación de la economía mundial y la convergencia del consumo de energía de las economías emergentes con el de las economías desarrolladas. Las políticas de lucha contra el cambio climático, como la fijación de precio a las emisiones de CO₂ y el fomento de las energías renovables y la eficiencia energética, pueden reducir la demanda. No obstante, en conjunto, es probable que con el tiempo se produzcan tensiones en el equilibrio entre la oferta y la demanda de petróleo, lo que generaría nuevas presiones al alza sobre los precios del crudo en el medio plazo.

El impacto de las variaciones futuras de los precios del petróleo sobre la macroeconomía de la zona del euro depende de varios factores, entre ellos, la naturaleza de estas variaciones, el nivel de los precios del crudo y de los correspondientes impuestos especiales, las características estructurales de la utilización de la energía y de los mercados energéticos, el grado de flexibilidad económica y el proceso de determinación de los precios y salarios. En este artículo se ha analizado el impacto de las variaciones de los precios del petróleo sobre la inflación de la zona del euro, utilizando un diagrama representativo de los efectos directos e indirectos de primera y segunda vuelta. El impacto más intenso e inmediato procede de los efectos directos de primera vuelta (es decir, sobre los precios de consumo de la energía). Dada la importancia de los impuestos especiales y el hecho de que los costes y márgenes de distribución y venta al por menor han sido, en general,

constantes, la elasticidad de los precios de consumo de la energía con respecto a la elevación de los precios del petróleo aumenta a medida que suben los precios de esta materia prima. Al mismo tiempo, existe cierta evidencia de que los efectos indirectos de primera y segunda vuelta pueden haber disminuido, debido a la combinación de cambios estructurales en la economía y en el proceso de determinación de los precios y salarios. Dado que la zona del euro depende sustancialmente de las importaciones de petróleo, en última instancia poco se puede hacer para evitar los efectos de primera vuelta. Sin embargo, un adecuado proceso de fijación de los precios y salarios y unas expectativas de inflación firmemente ancladas, junto con una política monetaria creíble, son factores determinantes para que las presiones inflacionistas derivadas de los precios de la energía se transformen o no en inflación en un horizonte de medio plazo.

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL COMERCIO MUNDIAL Y DE LA ZONA DEL EURO

ARTÍCULOS

Evolución reciente del comercio mundial y de la zona del euro

Como consecuencia de la recesión económica mundial de 2008-2009, el comercio internacional experimentó una contracción sin precedentes. Factores tanto de oferta como de demanda agudizaron este efecto. En primer lugar, la caída del PIB mundial tuvo su origen, principalmente, en la evolución de los componentes intensivos en comercio (como la inversión), registrándose una disminución especialmente acusada de la demanda de bienes de consumo duradero. En segundo lugar, la expansión de las redes internacionales de producción en las dos últimas décadas parece haber incrementado la sensibilidad del comercio a las fluctuaciones de la demanda. En tercer lugar, el comercio se vio obstaculizado por la aplicación de unas condiciones restrictivas a la financiación comercial en todo el mundo. En el segundo semestre de 2009, el comercio internacional comenzó a recuperarse, como consecuencia, en cierta medida, de la corrección del colapso precedente, pero también de factores de carácter temporal, como los estímulos fiscales y el cambio observado en el ciclo de existencias.

I INTRODUCCIÓN

Después de que, en el otoño de 2008, las perturbaciones financieras se intensificaran en todo el mundo, la prolongada fase de rápido crecimiento del comercio mundial dio paso a la contracción más severa observada en el período de posguerra, y el comercio con países no pertenecientes a la zona del euro siguió una evolución muy similar (véase gráfico 1). Por otra parte, la contracción del comercio internacional fue considerablemente más pronunciada que la caída del PIB mundial. Los modelos agregados convencionales utilizados para realizar previsiones sobre el comercio internacio-

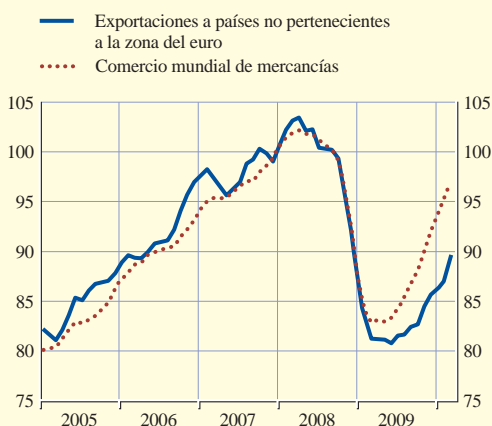
nal no lograron explicar totalmente la disminución del comercio, y pusieron de manifiesto una posible «paradoja del comercio». En este contexto, en este artículo se analizan las principales razones de la contracción del comercio mundial y de la zona del euro en el período 2008-2009, y se realiza una valoración de los principales factores determinantes de la recuperación observada posteriormente.

Entender la evolución del comercio es importante por varios motivos: en primer lugar, arrojar algo de luz sobre el papel desempeñado por factores transitorios y cambios estructurales en el desplome del comercio proporciona información de utilidad para las previsiones de comercio. En segundo lugar, desde una perspectiva contable, la evolución del comercio tuvo un efecto considerable y procíclico sobre el crecimiento del PIB de la zona del euro (véase gráfico 2)¹. Por un lado, la demanda exterior neta representó aproximadamente dos quintas partes de la contracción acumulada del PIB de la zona del euro entre el tercer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009. Por otro, alrededor de la mitad del crecimiento total del PIB observado entre el segundo trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2010 fue atribuible a la demanda exterior neta².

El resto de este artículo se estructura de la siguiente manera: en la sección 2 se presentan algunas regularidades empíricas sobre el comercio mundial y

Gráfico 1 Exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro y comercio mundial de mercancías

(en términos reales; septiembre 2008 = 100; medias móviles de tres meses)

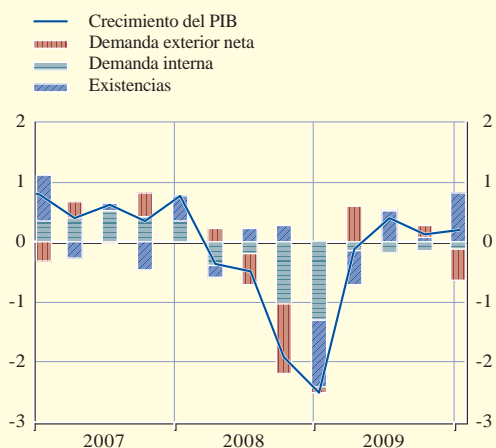


Fuentes: Eurostat (estadísticas de comercio exterior) y CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

- 1 Véase también el artículo titulado «La última recesión de la zona del euro en un contexto histórico», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009.
- 2 Este artículo abarca datos hasta el primer trimestre de 2010.

Gráfico 2 Contribuciones al crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro

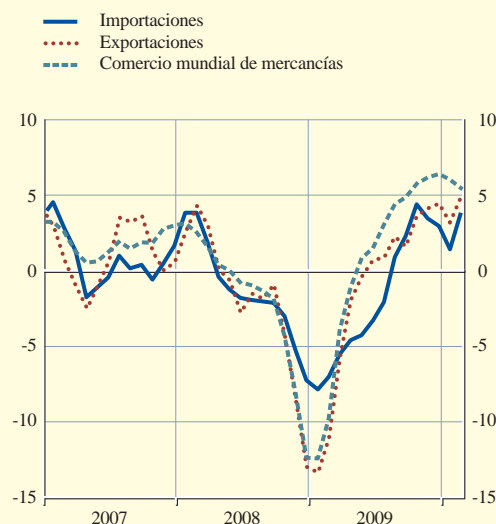
(tasas de variación interanual; en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat (cuentas nacionales).
Nota: La demanda exterior neta se refiere a bienes y servicios.

Gráfico 3 Volúmenes de comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro y comercio mundial de mercancías

(tasa de variación intertrimestral)



Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y Eurostat (estadísticas de comercio exterior).

de la zona del euro durante la reciente crisis financiera. En la sección 3 se analizan las principales causas de la contracción observada en el comercio mundial y de la zona del euro durante el período 2008-2009, y en la sección 4 se consideran los factores determinantes más destacados de la recuperación que se produjo posteriormente³. En la sección 5, la evolución del comercio de la zona del euro se sitúa en perspectiva mediante una comparación con la de otras economías importantes.

2 REGULARIDADES EMPÍRICAS

Durante la fase inicial de la crisis financiera, el comercio con países no pertenecientes a la zona del euro mostró bastante capacidad de resistencia, pero empezó a dar señales de debilidad en el segundo trimestre de 2008, cuando comenzó la recesión en la zona. Posteriormente, tras la intensificación de la crisis financiera mundial en el otoño de 2008, se redujo de manera significativa (véase gráfico 3). El ritmo de descenso se ralentizó en el segundo trimestre de 2009, antes de que, finalmente, la recuperación se consolidara en el segundo

semestre del año. La evolución del comercio internacional fue muy similar.

¿UNA «PARADOJA DEL COMERCIO»?

La severidad de la contracción observada en el comercio mundial y de la zona del euro en el período 2008-2009 carecía de precedentes en el período de posguerra. Del máximo al mínimo cíclico, el comercio internacional de mercancías se redujo un 19%, mientras que las exportaciones de bienes fuera de la zona del euro y las importaciones de fuera de la zona cayeron un 22% y un 20%, respectivamente. En su punto más bajo, los flujos de comercio con países no pertenecientes a la zona del euro retornaron a los niveles de 2005. La recesión duró unos 16 meses en la zona del euro y 11 meses a escala mundial.

El desplome del comercio internacional superó considerablemente la contracción que se produjo en el PIB mundial, lo que se tradujo en una caída

³ Véanse también los recuadros «Contracción del comercio de la zona del euro» y «Evolución reciente del comercio de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio de 2009 y en el de febrero de 2010.

del comercio en relación con el PIB de unos 15 puntos porcentuales. Aunque es bien conocido que los flujos de comercio suelen ser más volátiles que la actividad económica general (y que tienen una correlación positiva con ella), la reducción del comercio mundial observada en el cuarto trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009 fue bastante más acusada de lo que habría cabido esperar si se consideran las regularidades históricas y la caída efectiva del PIB (véase gráfico 4). Por tanto, el hecho de que los modelos agregados cuantitativos convencionales de comercio subestimaran considerablemente la contracción del comercio mundial y de la zona del euro en 2008-2009 no es sorprendente, y pone de relieve una posible «paradoja del comercio»⁴. Se ha de mencionar que las observaciones realizadas a partir del segundo trimestre de 2009 volvieron a ser acordes, en términos generales, con las regularidades históricas que figuran en los modelos. Además, las recesio-

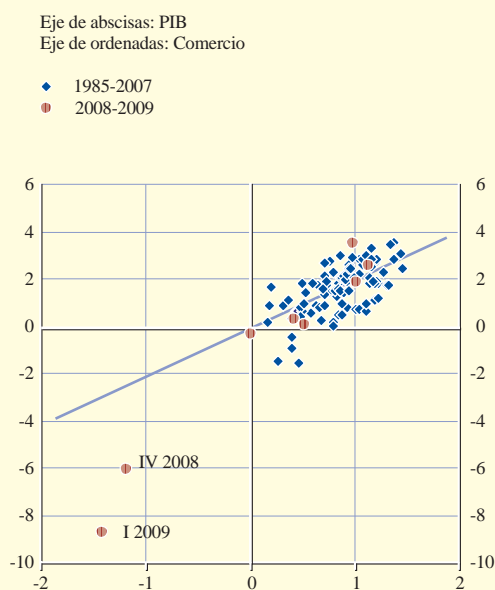
nes anteriores no dieron lugar a una «paradoja del comercio» de magnitud similar. Por consiguiente, parece que esta paradoja puede estar relacionada con los cambios estructurales que se han producido en la economía mundial en los últimos años y con el carácter sin precedentes de la reciente crisis financiera. Estos dos factores se consideran en la sección 3.

Otra característica importante de la contracción del comercio en 2008-2009 fue su alcance verdaderamente mundial y el elevado grado de sincronización entre los distintos países. Las exportaciones, que habían aumentado en la gran mayoría de los países hasta septiembre de 2008, cayeron de manera vertiginosa en todo el mundo cuando se

4 Véanse, por ejemplo, C. Cheung y S. Guichard, «Understanding the world trade collapse», *Economics Department Working Papers*, n.º 729, OCDE, 2009; y M. Bussière, A. Chudik y G. Sestieri, «Modelling global trade flows: results from a GVAR model», *Working Paper Series*, n.º 1087, BCE, 2009.

Gráfico 4 Crecimiento del comercio mundial y del PIB

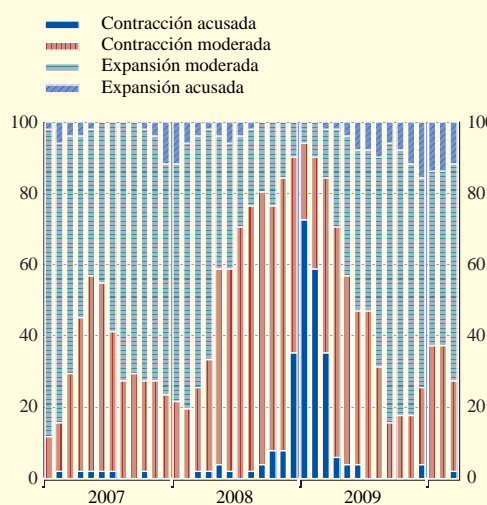
(tasa de variación intertrimestral)



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE.
Nota: La línea de regresión se basa en la submuestra que abarca desde el primer trimestre de 1985 hasta el cuarto trimestre de 2007.

Gráfico 5 Dispersión entre países del crecimiento de las exportaciones

(en porcentaje; porcentaje de países)



Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos de los expertos del BCE.
Nota: Sobre la base de la tasa de crecimiento intertrimestral de las exportaciones, cada país es asignado a uno de los grupos anteriormente mencionados. Los valores límite de los grupos son tasas de crecimiento de las exportaciones de -10%, 0% y 10%. La muestra cubre aproximadamente el 97% del comercio mundial de mercancías.

intensificaron las turbulencias en los mercados financieros internacionales. En enero de 2009, el 73% de los países había registrado un fuerte retroceso de las exportaciones (con unas tasas de crecimiento intertrimestral por debajo del -10%) y otro 16% también había experimentado una caída de las exportaciones, pero a un ritmo más moderado (véase gráfico 5). Esta evolución indica que la mayor parte de las economías se vieron afectadas por una perturbación común o que la transmisión entre países fue excepcionalmente rápida.

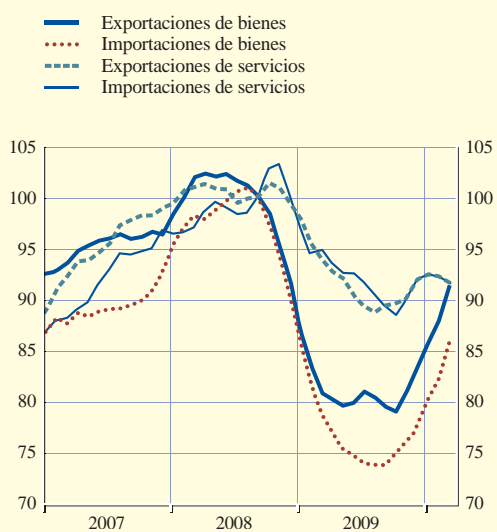
COMPOSICIÓN DEL COMERCIO DE LA ZONA DEL EURO

Durante la crisis financiera, la composición de los flujos comerciales de la zona del euro experimentó cambios importantes, que pueden aportar información de utilidad sobre los factores determinantes del desplome del comercio. En primer lugar, la disminución del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona fue considerablemente superior a la del comercio de servicios (véase gráfico 6). Esto se debió al hecho de que la actividad

mundial se redujo en mayor medida en el sector manufacturero que en los servicios. En segundo lugar, la participación de los servicios en el valor añadido de la zona del euro es muy superior (en torno al 70%) a su participación en el comercio (aproximadamente el 25%), lo que se tradujo en una caída más acusada del comercio que del valor añadido. En tercer lugar, las exportaciones fuera de la zona del euro disminuyeron en todas las categorías principales de bienes, pero el descenso no fue uniforme. Si se considera el desglose de las exportaciones según la clasificación por destino económico de los bienes, los bienes intermedios y los bienes de equipo registraron un retroceso más pronunciado que los bienes de consumo (véase gráfico 7). Un desglose más detallado muestra que las exportaciones de bienes de consumo no duradero —en particular de alimentos y bebidas— experimentaron un descenso relativamente moderado y, posteriormente, una ligera recuperación. En cambio, las exportaciones de bienes de consumo duradero (así como de bienes de consumo semiduradero, como las prendas de vestir) a países no pertenecientes a la zona del euro registraron una fuerte

Gráfico 6 Comercio de bienes y servicios con países no pertenecientes a la zona del euro

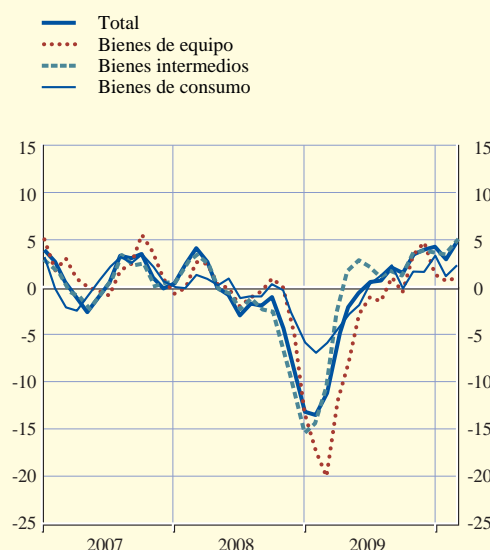
(en términos nominales; septiembre 2008 = 100; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE (estadísticas de balanza de pagos).

Gráfico 7 Exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro por clasificación por destino económico de los bienes

(tasa de variación intertrimestral)



Fuente: Eurostat (estadísticas de comercio exterior).

contracción (véase gráfico 8)⁵. Los bienes de consumo duradero, es decir, los bienes de equipo y los de consumo semiduradero, tienden a responder con bastante intensidad cuando se producen cambios en la actividad económica general, en las condiciones aplicadas para la concesión de créditos y en el grado de incertidumbre⁶. Ante la incertidumbre excepcionalmente elevada acerca de las perspectivas económicas imperante durante la crisis financiera, muchos consumidores y empresas de todo el mundo adoptaron una actitud consistente en «esperar y ver» y aplazaron parte del gasto previsto, especialmente en bienes de consumo duradero. Al mismo tiempo, también es posible que les resultara más difícil financiar compras «importantes».

Por último, la caída de las exportaciones de bienes fuera de la zona del euro fue generalizada en todos los destinos, pero la recuperación fue menos uniforme (véase gráfico 9). Las exportaciones a Asia —en particular a China— repuntaron con rapidez,

como consecuencia de los importantes estímulos fiscales aplicados en esa región, mientras que las dirigidas a otros destinos importantes se recuperaron pero con un retraso considerable.

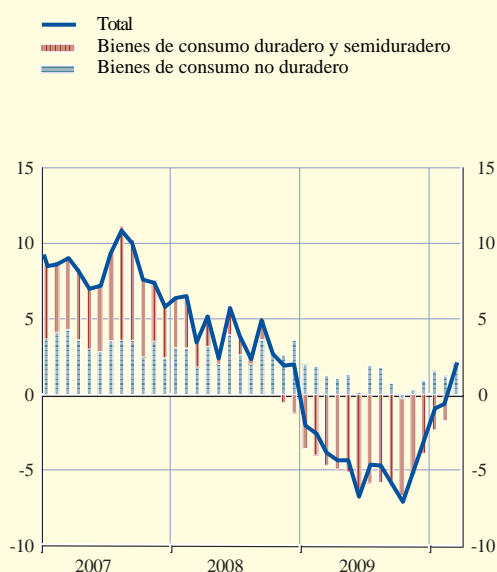
3 EXPLICACIONES DEL DESPLOME DEL COMERCIO EN EL PERÍODO 2008-2009

LA FUERTE CAÍDA DE LA DEMANDA AFECTÓ EN MAYOR MEDIDA A LOS BIENES COMERCIALIZABLES

De acuerdo con modelos convencionales de predicción del comercio, las fluctuaciones de la demanda externa —capturadas por las importaciones

Gráfico 8 Crecimiento de las exportaciones nominales de bienes de consumo a países no pertenecientes a la zona del euro y contribuciones

(tasa de variación interanual; en puntos porcentuales; sin desestacionalizar)

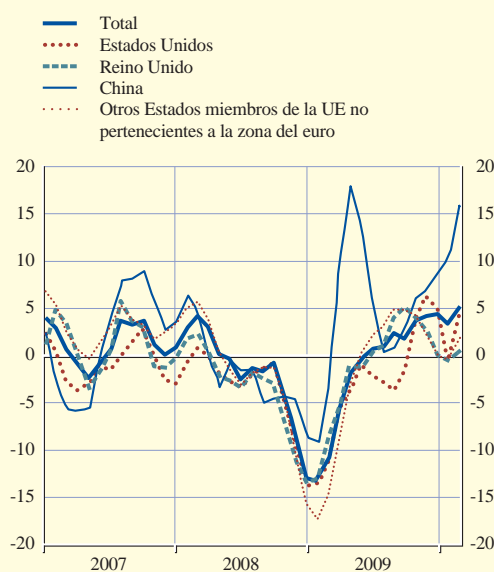


Fuente: Eurostat (Comext).

Nota: El gráfico se refiere a la categoría de «bienes de consumo no clasificados en otras partes», que excluye, por ejemplo, los automóviles y los alimentos y las bebidas, y representa en torno al 15% de las exportaciones totales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro.

Gráfico 9 Exportaciones reales de bienes a países seleccionados no pertenecientes a la zona del euro

(tasa de variación intertrimestral)



Fuente: Eurostat (estadísticas de comercio exterior).

Nota: «Otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro» incluye a todos los países de la UE que no forman parte de la zona, excepto Dinamarca, Suecia y Reino Unido.

reales, ponderadas por el comercio, de los socios comerciales de la zona del euro— representan aproximadamente entre el 70% y el 80% de los cambios registrados en las exportaciones reales a países no pertenecientes a la zona, mientras que el resto fue principalmente atribuible a variaciones del tipo de cambio y de los precios relativos de exportación⁷. Es obvio que la demanda externa fue también uno de los principales factores determinantes del desplome del comercio de la zona del euro en 2008-2009 y, posteriormente, de su recuperación⁸. Cuando la crisis financiera se intensificó, a finales de 2008, los consumidores recortaron el gasto y las empresas redujeron la producción y la inversión a escala mundial. En consecuencia, la actividad mundial y, por tanto, la demanda de exportaciones de la zona del euro, cayeron vertiginosamente. El hecho de que la contracción de la demanda privada que se produjo en todo el mundo afectara en mayor medida a los bienes de consumo duradero (véase sección 2) explica, hasta cierto punto, los motivos por los que la contracción del comercio fue bastante más acusada que la del PIB, ya que la participación de los bienes de consumo duradero en el comercio internacional es mucho más elevada que su contribución al valor añadido nacional⁹.

La perturbación que afectó a la demanda final también se vio acentuada por el efecto de las existencias¹⁰. En el último trimestre de 2008 y principios de 2009, el índice mundial de directores de compras (PMI) de existencias de compras experimentó una fuerte caída. Al mismo tiempo, se produjo una acusada contracción de las exportaciones de bienes intermedios de la zona del euro (véase gráfico 10). En consecuencia, parece que, durante un tiempo, la producción mundial ha recurrido, en gran medida, a bienes intermedios ya producidos y, por tanto, ha frenado el comercio de estos bienes. Dado que las empresas también agotaron sus existencias de productos terminados para que las ventas en relación con las existencias volvieran a su nivel óptimo, según parece, se produjo un efecto similar en el comercio de productos acabados.

En términos más generales, tanto en la zona del euro como en otras economías importantes, la contracción experimentada por los componentes del

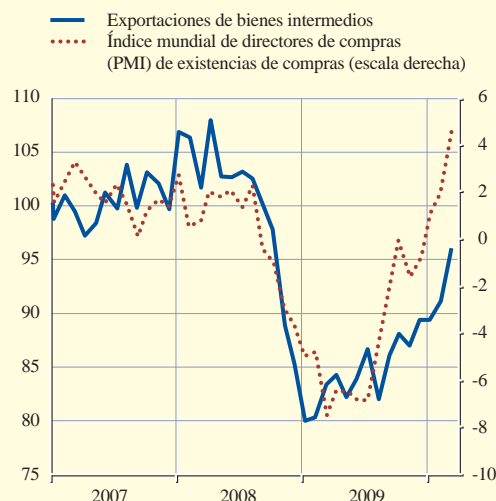
PIB intensivos en comercio, como la inversión, fue más acusada que la de otros componentes como el consumo público. Esta evolución diferente de los componentes del PIB explican una parte importante del retroceso observado en el comercio mundial¹¹.

En resumen, la fuerte contracción que experimentó la demanda tras la intensificación de la crisis financiera mundial fue el principal factor determinante del desplome del comercio mundial y de la zona del

- 7 Véase R. Anderton y F. di Mauro, «The external dimension of the euro area: Stylised facts and initial findings», en F. di Mauro y R. Anderton (eds.), *The external dimension of the euro area: Assessing the linkages*, Cambridge University Press, 2007.
- 8 Según algunas estimaciones, el 70% del desplome del comercio mundial en 2008-2009 puede explicarse por los cambios registrados en la demanda final. Véase R. Bems, R. C. Johnson y K.-M. Yi, «Demand spillovers and the collapse of trade in the global recession», Working Paper n.º 10/142, FMI, junio 2010.
- 9 Véase C. Engel y J. Wang, «International trade in durable goods: Understanding volatility, cyclicalities, and elasticities», Working Paper n.º 13814, NBER, 2008.
- 10 Véase G. Alessandria, J. P. Kaboski y V. Midrigan, «The Great Trade Collapse of 2008-2009: An inventory adjustment?», Working Paper n.º 16059, NBER, 2010.
- 11 Véase R. Anderton y T. Tewolde, «Turmoil, global trade and the internationalisation of production», trabajo presentado en la conferencia «The global financial crisis», Universidad de Nottingham, 10-11 de noviembre de 2009, disponible en <http://www.nottingham.ac.uk/gep/documents/china/conferences/2009/bob-anderton.pdf>.

Gráfico 10 Exportaciones reales de bienes intermedios a países de fuera de la zona del euro e índice mundial de directores de compras (PMI) de existencias de compras

(índice; septiembre 2008 = 100; índice de difusión ajustado a la media)



Fuentes: Eurostat (estadísticas de comercio exterior) y Markit.

euro. El carácter de este *shock* de demanda también ayuda a aclarar algunas de las regularidades empíricas identificadas en la sección 2. En primer lugar, la perturbación subyacente que afectó a la confianza y a la liquidez parece haber golpeado a todas las economías importantes al mismo tiempo, lo que, en cierta medida, explica el elevado grado de sincronización de la caída del comercio entre países. En segundo lugar, el impacto sobre los bienes con los que se comercia de manera intensa y sobre componentes de la demanda intensivos en importaciones fue especialmente fuerte y se tradujo en un descenso más acusado del comercio que del PIB. En tercer lugar, el hecho de que los servicios no puedan acumularse explica, en parte, la disminución relativamente reducida del comercio de servicios, dado que se vio menos afectado por el severo ajuste de existencias. No obstante, en general, la capacidad de las fluctuaciones de la demanda agregada para explicar el crecimiento de las exportaciones mundiales y de la zona del euro fue menor de la habitual a finales de 2008 y principios de 2009. Aunque esto puede deberse, hasta cierto punto, a los diferentes movimientos de los componentes de la demanda y a sus distintas intensidades de importación, así como a la posible

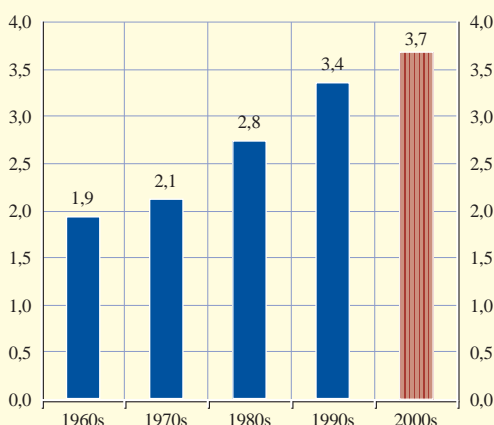
no linealidad, algunos factores de oferta también parecen haber influido.

CAMBIOS ESTRUCTURALES RELACIONADOS CON LAS CADENAS DE PRODUCCIÓN INTERNACIONALES

La evidencia empírica reciente sugiere que el comercio se ha vuelto más sensible a las fluctuaciones del ciclo económico en las últimas décadas, debido a los cambios estructurales que se han producido en la economía mundial. Según algunas estimaciones, la elasticidad del comercio internacional a la renta mundial ha aumentado de 2,8 en los años ochenta a 3,7 en la primera década de este siglo (véase gráfico 11)¹². Además, parece haber sido especialmente elevada, de 4,7, en fases de contracción anteriores (en comparación con épocas de calma), lo que indica que, en ocasiones, los ajustes del comercio pueden estar caracterizados por no linealidades y por asimetrías. En consecuencia, si se compara con la caída del PIB, la contracción del comercio mundial fue más pronunciada durante el período 2008-2009 que en recesiones anteriores.

12 Véase C. Freund, «The trade response to global downturns: historical evidence», Policy Research Working Paper n.º 5015, Banco Mundial, 2009.

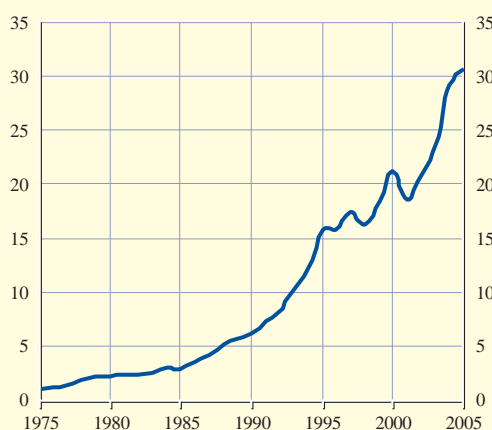
Gráfico 11 Elasticidad del comercio internacional a la renta mundial



Fuente: C. Freund, «The trade response to global downturns: historical evidence», Policy Research Working Paper n.º 5015, Banco Mundial, 2009.

Gráfico 12 Índice de especialización vertical de la economía mundial

(índice; 1975 = 1)



Fuentes: J. Amador y S. Cabral, «Vertical specialization across the world: A relative measure», North American Journal of Economics and Finance, 2009.

Nota: El índice es una medida de las importaciones mundiales en términos reales utilizadas en la producción de exportaciones.

En cierta medida, el aumento gradual de la elasticidad del comercio se ha visto favorecido por la fragmentación internacional de la producción observada en las dos últimas décadas. Impulsada por la liberalización del comercio y por los avances tecnológicos, la importancia de las redes internacionales de producción se ha acrecentado espectacularmente (véase gráfico 12). Estas redes han estimulado el comercio de bienes intermedios y, con ello, han incrementado el contenido en importaciones de los componentes del PIB de muchas economías, incluida la zona del euro (véase recuadro 1)¹³. Es por ello que un descenso del PIB mundial (medido en términos del valor añadido) puede desencadenar una caída bastante pronunciada del comercio (medido en términos brutos), siempre que el comercio marginal esté asociado, de manera desproporcionada, a sectores con fragmentación vertical. En cuanto a la reciente crisis financiera, existe evidencia de que el comercio experimentó una contracción sistemáticamente mayor en los sectores estrechamente relacionados con las redes verticales de producción, con independencia de otras características de los mismos¹⁴. Naturalmente, esta conclusión debe con-

siderarse en el contexto de los considerables beneficios a largo plazo derivados de la especialización y el comercio.

El hecho de que las redes internacionales de producción permitan la transmisión instantánea de los *shocks* de demanda a todos los países involucrados explica, en parte, por qué la contracción presentó un alto grado de sincronización en los distintos países. Esta hipótesis sirve como complemento de la idea de que la mayor parte de los países se vieron afectados por una perturbación común, y es acorde con la evidencia reciente que demuestra que los vínculos verticales contribuyen de manera significativa a movimientos coincidentes del producto en distintos países¹⁵.

13 Véase, por ejemplo, D. Hummels, J. Ishii y K.-M. Yi, «The nature and growth of vertical specialization in world trade», *Journal of International Economics*, vol. 54, 1, 2001.

14 Véase A. Levchenko, L. Lewis y L. Tesar, «The collapse of international trade during the 2008-2009 crisis: In search of the smoking gun», Working Paper n.º 16006, NBER, 2010.

15 J. di Giovanni y A. Levchenko, «Putting the parts together: Trade, vertical linkages, and business cycle comovement», *American Economic Journal*, vol. 2, 2, 2010.

Recuadro 1

EL CONTENIDO EN IMPORTACIONES DE LOS COMPONENTES DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO

La fragmentación vertical de la producción más allá de las fronteras nacionales ha ido acompañada de un aumento del comercio internacional de bienes intermedios y de servicios. Como consecuencia, en cierta medida, de esta evolución, la participación de las exportaciones y de las importaciones en el PIB de la zona del euro se ha incrementado de manera significativa, desde alrededor del 30% del PIB en 1996 hasta aproximadamente el 40% en 2007, según las estadísticas de cuentas nacionales (que incluyen el comercio con países pertenecientes y no pertenecientes a la zona del euro). La integración internacional de la producción también ha contribuido a la fuerte correlación entre exportaciones e importaciones. Según las estadísticas de comercio exterior de Eurostat, el coeficiente de correlación contemporánea de las tasas de crecimiento intertrimestral de las importaciones de bienes de países no pertenecientes a la zona del euro y de las exportaciones a esos países fue de aproximadamente 0,6 en el período 2000-2007 (los años más recientes se excluyen por su carácter excepcional), frente a alrededor de 0,2 en el período 1992-1999. Por otra parte, el contenido en importaciones de las exportaciones de la zona del euro ha aumentado con el tiempo, es decir, las exportaciones de la zona incorporan, de manera creciente, valor añadido en el exterior. Este recuadro trata de arrojar luz sobre la importancia de las importaciones para la economía de la zona del euro. En primer lugar se comparan las intensidades relativas de importación de los componentes del PIB de la zona del euro, y a continuación se compara la utilización de productos intermedios importados frente a productos intermedios nacionales en la producción de la zona.

La medida de la intensidad de importación de los componentes del gasto del PIB que se utiliza en este recuadro tiene en cuenta dos efectos: en primer lugar, el volumen de bienes y servicios importados directamente y, en segundo lugar, el valor añadido en el exterior que incorporan los bienes y servicios producidos internamente con fines de consumo, inversión o exportación. El valor añadido en el exterior se incorpora a la producción nacional directamente, en forma de bienes intermedios importados, o indirectamente, a través de bienes intermedios nacionales que, a su vez, se han producido con la ayuda de bienes intermedios importados.

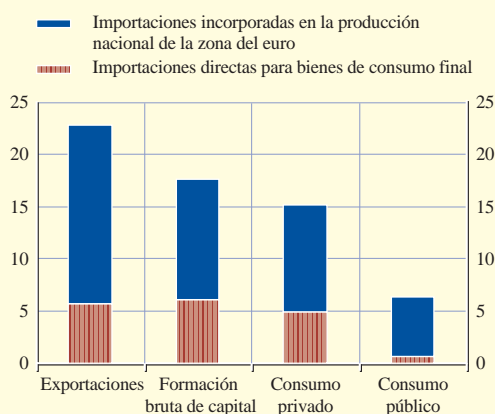
Estos dos efectos pueden estimarse para los diversos componentes del PIB de la zona del euro utilizando la tabla *input-output* de la zona para 2005¹. Entre los componentes del PIB, las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro presentan la mayor intensidad total de importación, aproximadamente el 23% del total de exportaciones al resto del mundo (véase gráfico)². Este porcentaje es la suma de las importaciones directas (aproximadamente el 6%) —que posteriormente se reexportan— y del contenido en importaciones de las exportaciones (alrededor del 17%). Estas estimaciones no incluyen el comercio entre países pertenecientes a la zona.

El contenido en importaciones de la inversión y el consumo privado de la zona del euro es más reducido, pero todavía considerable. Las estimaciones indican que en torno al 18% y el 15%, respectivamente, de la inversión y el consumo privado totales están relacionados con importaciones, y los bienes importados directamente representan aproximadamente un tercio del contenido total en importaciones de estos dos componentes del gasto. El consumo público tiene la menor intensidad de importación, aproximadamente el 6% en total, y la mayor parte refleja importaciones incorporadas en los bienes intermedios suministrados por productores nacionales.

Las cifras agregadas sobre el contenido en importaciones de la producción de la zona del euro ocultan un grado de variación considerable en los distintos sectores. La industria fue la que registró el

Intensidad de importación de los componentes del PIB de la zona del euro

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y R. van der Helm y R. Hoekstra «Attributing Quarterly GDP Growth Rates of the Euro Area to Final Demand Components», Statistics Netherlands, 2009.

Nota: Las exportaciones y las importaciones se refieren al comercio con países no pertenecientes a la zona del euro. En la fecha de recopilación, las limitaciones de datos no permitieron recopilar datos sobre la variación de existencias por separado.

1 La tabla *input-output* agregada para la zona del euro fue un encargo del BCE, y fue elaborada por Statistics Netherlands utilizando las tablas *input-output* publicadas por los institutos nacionales de estadística de cada país. Para más información, véase R. van der Helm y R. Hoekstra, «Attributing quarterly GDP growth rates of the euro area to final demand components», Statistics Netherlands, 2009. Las estimaciones del contenido en importaciones del consumo, la formación bruta de capital y las exportaciones se basan en los valores nominales que figuran en la tabla *input-output*, con un desglose para 30 sectores. Las importaciones y las exportaciones se refieren al comercio de la zona del euro con el resto del mundo. Cuando se elaboró la tabla *input-output*, las limitaciones de datos hicieron que se decidiera no recopilar datos sobre la variación de existencias por separado.

2 Véase también el recuadro titulado «The import content of exports and the internationalisation of production» en «Competitiveness and the export performance of the euro area», elaborado por un grupo de trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, *Occasional Paper Series*, n.º 30, BCE, 2005. Según este trabajo, el contenido en importaciones de las exportaciones de la zona del euro a países no pertenecientes a la UE fue de aproximadamente el 20% en 2000. En el documento se utiliza una agregación ponderada de las tablas *input-output* de países seleccionados de la zona del euro, abarcando alrededor del 55% de la zona. En cambio, en este recuadro se utiliza una tabla *input-output* estimada para la zona del euro en su conjunto y se refiere al comercio de la zona con el resto del mundo. Se ha de destacar que el contenido en importaciones varía considerablemente entre los países de la zona.

porcentaje más elevado (alrededor del 20%) de bienes intermedios importados directamente de fuera de la zona del euro, mientras que la cuota de bienes intermedios importados de los servicios es menor, aproximadamente del 10%.

En líneas generales, la economía de la zona del euro depende considerablemente de las importaciones de otros países, especialmente con fines de exportación y, en menor grado, de inversión y de consumo privado. La reciente recesión de la zona del euro se caracterizó por acusados descensos de la inversión, que representó más de la mitad de la contracción del PIB real de la zona, y de las exportaciones brutas. La caída fue también más pronunciada en la industria que en los servicios³. Esta evolución provocó una fuerte disminución de las importaciones, lo que redujo la contribución negativa de la demanda exterior neta al PIB de la zona del euro.

3 Para conocer un análisis de la evolución de la inversión, del comercio y de los sectores durante la recesión, véase el recuadro titulado «La inversión en la zona del euro en la recesión actual» en el Boletín Mensual de julio de 2009, el recuadro titulado «Evolución reciente del comercio de la zona del euro» en el Boletín Mensual de febrero de 2010 y el recuadro titulado «La recuperación actual de la zona del euro en los distintos sectores desde una perspectiva histórica» en el Boletín Mensual de abril de 2010.

ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Es posible que la contracción que experimentó el comercio en el período 2008-2009 haya sido distinta de contracciones anteriores, no sólo por los significativos cambios que se han producido en la economía mundial, sino también por la naturaleza específica de la perturbación. Concretamente, las turbulencias que se registraron en los mercados financieros internacionales en el citado período pueden haber causado un impacto directo sobre el comercio mundial y de la zona del euro, como

consecuencia del endurecimiento de las condiciones de financiación para los exportadores y los importadores. En el recuadro 2 se presenta una descripción de los instrumentos financieros orientados a facilitar el comercio internacional, lo que se denomina «financiación comercial». Sin duda, las empresas que realizan actividades de comercio internacional también se verán afectadas por las condiciones de financiación aplicadas en otros ámbitos, por ejemplo, si a los clientes extranjeros les resulta más difícil financiar «compras importantes», como bienes de equipo o bienes de consumo duradero.

Recuadro 2

INTRODUCCIÓN A LA FINANCIACIÓN COMERCIAL

Definida en sentido amplio, la financiación comercial incluye todas las modalidades de préstamo, las pólizas de seguro o las garantías directamente vinculadas a las ventas transfronterizas de bienes y servicios¹. El rasgo común de todos estos instrumentos es que tratan de facilitar el comercio internacional, ya sea mediante la financiación o la gestión de los riesgos.

Como el envío de bienes desde la fábrica a clientes en el extranjero lleva un tiempo, muchos exportadores afrontan un desfase entre la producción y el pago por parte del importador². Por tanto, puede

1 Esta definición de financiación comercial se utiliza ampliamente en la literatura, aunque algunos autores prefieren una definición más restringida que excluye, por ejemplo, la financiación del capital circulante. Para más información, véanse M. Aboin, «Boosting the availability of trade finance in the current crisis: Background analysis for a substantial G20 package», CEPR Policy Insight n.º 35, 2009; y T. Dorsey, «Trade finance stumbles», *Finance and Development*, vol. 46, n.º 1, marzo 2009.

2 Para más detalles sobre los desfases asociados al comercio internacional, véanse S. Djankov, C. Freund y C. S. Pham, «Trading on time», Policy Research Working Paper n.º 3909, Banco Mundial, 2006; y D. Hummels, «Time as a trade barrier», *GTAP Working Paper Series*, n.º 18, 2001.

que tengan que otorgar crédito comercial a sus clientes, una forma de financiación comercial conocida como «operación en cuenta abierta». Alternativamente, es posible que los exportadores insistan en recibir el «pago anticipado», lo que también elimina el riesgo de impago. Aunque ninguna de estas dos formas de relación financiera requiere la asistencia de entidades de crédito o de otras instituciones, normalmente se consideran parte de la financiación comercial.

Sin embargo, es posible que a las empresas les resulte de utilidad poder recurrir a intermediarios especializados, como bancos comerciales, compañías aseguradoras privadas, agencias nacionales de crédito a la exportación y bancos multilaterales de desarrollo. Por ejemplo, un banco puede proporcionar una carta de crédito, que constituye un compromiso por parte del banco en nombre del importador de que el pago se efectuará en cuanto se cumplan las condiciones establecidas en la carta. Aunque este servicio es relativamente caro, reduce el riesgo de impago mientras el propio banco sea financieramente sólido y solvente. Alternativamente se puede recurrir a un intermediario (el banco del exportador) para cobrar al importador —a través del banco de este último— en cuanto el exportador presente los documentos de embarque, generalmente sin que se realice un proceso de verificación o recurso en caso de impago («cobros documentarios»). Además, los seguros de crédito a la exportación y otros instrumentos relacionados (por ejemplo, el *factoring* de exportación con o sin recurso) permiten a los exportadores reducir o transferir el riesgo de impago en el caso de operaciones en cuenta abierta. Los bancos comerciales también facilitan financiación para la exportación de capital circulante durante todo el ciclo de tesorería, ya sea mediante préstamos a corto plazo o mediante líneas de crédito renovables. Por último, en muchos países, las empresas exportadoras reciben el apoyo de agencias nacionales, por ejemplo en forma de garantías respaldadas por el Gobierno.

Todos estos instrumentos de financiación comercial son vulnerables a un deterioro de las condiciones de liquidez y a la desaparición de la confianza. En épocas de turbulencias financieras, es probable que los bancos comerciales y las empresas de seguros introduzcan condiciones más estrictas para la concesión de préstamos y líneas de crédito, y que incrementen los diferenciales de los instrumentos de financiación comercial. Al mismo tiempo, es posible que las empresas exportadoras intenten cambiar de operaciones en cuenta abierta a operaciones con pago anticipado, lo que puede plantear dificultades si los propios importadores están escasos de liquidez. En pocas palabras, cabría esperar que las turbulencias en los mercados financieros vayan acompañadas de un deterioro de las condiciones de la financiación comercial. Como consecuencia de estas perturbaciones por el lado de la oferta, es posible que algunas operaciones internacionales, que estarían justificadas por la demanda final, no se realicen.

Como consecuencia de la crisis financiera, los importes agregados de la financiación comercial con intermediación bancaria se redujeron en todo el mundo. La evidencia basada en encuestas indica claramente que este descenso fue resultado, fundamentalmente, de la caída de los flujos comerciales (es decir, la demanda de financiación descendió cuando el propio comercio disminuyó)¹⁶. La reducción de la financiación comercial con intermediación bancaria parece haber sido menor que la del comercio¹⁷. No obstante, esta conclusión debe interpretarse con cautela, ya que las cifras agregadas ocultan cambios en la composición de la financia-

ción comercial en su conjunto. En primer lugar, se ha observado un desplazamiento desde las operaciones en cuenta abierta hacia las operaciones con pago anticipado y hacia la financiación comercial con intermediación bancaria (véase gráfico 13), lo

16 Véanse los dos informes del FMI y de la Banker's Association for Finance and Trade, titulados «IMF-BAFT Trade Finance Survey: A survey among banks assessing the current trade finance environment», marzo 2009 y «Global Finance Markets: The Road to Recovery», septiembre 2009.

17 Para una comparación de los cambios observados en la financiación comercial y en el comercio, véase J.-P. Chauffour y T. Farole, «Trade finance in crisis: market adjustment or market failure?», Policy Research Working Paper n.º 5003, Banco Mundial, 2009.



Gráfico 13 Desglose de la financiación comercial mundial según el tipo de operación

(en porcentaje)



Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI, octubre 2009.

que posiblemente indique que los exportadores han realizado una reevaluación del riesgo de contraparte. Además, el aumento de la demanda de seguros de crédito a la exportación y de instrumentos similares por parte de algunas empresas puede haber compensado, en cierta medida, la considerable disminución de otros instrumentos de financiación, como las cartas de crédito.

Las encuestas también muestran que los importadores y los exportadores tuvieron que hacer frente a unos criterios más restrictivos en la aprobación de préstamos y líneas de crédito (por ejemplo, mediante el aumento de las garantías requeridas o la imposición de plazos de vencimiento más cortos) y al incremento de los costes de la financiación comercial durante la crisis financiera mundial. Los diferenciales experimentaron un aumento generalizado cuando muchas instituciones financieras afrontaron incrementos de los costes de financiación o de los requerimientos de capital y reevaluaron el riesgo de contraparte en un entorno de incertidumbre excepcional y de acusadas fluctuaciones de los tipos de cambio.

El incremento de los costes de la financiación comercial puede tener graves repercusiones para el comercio internacional. En primer lugar, es posible que las empresas exportadoras tengan problemas para captar el capital circulante necesario para

financiar sus actividades internacionales, mientras que puede que las empresas importadoras no puedan pagar sus compras por adelantado. En segundo lugar, parece que el endurecimiento de las condiciones de financiación dificulta las transacciones internacionales en mayor medida que las nacionales. Si la fortaleza financiera del principal banco de referencia de un exportador se deteriora, es probable que el impacto negativo sea mayor en las ventas al exterior que en las ventas nacionales¹⁸. Esto puede deberse a que las transacciones internacionales tienden a asociarse con la mayor necesidad de financiación del capital circulante (habida cuenta de los desfases que se producen) y, con frecuencia, los bancos consideran que conllevan mayor riesgo que las transacciones nacionales (debido, por ejemplo, a diferencias en los sistemas jurídicos de los distintos países). Por otra parte, la mayor parte de la financiación comercial se proporciona a corto plazo y, por consiguiente, debe renovarse constantemente. En tercer lugar, la complejidad de las redes de producción internacionales hace que las perturbaciones que afectan a la confianza y a la liquidez —aunque se limiten a un número reducido de empresas— puedan transmitirse con rapidez de unos países a otros, lo que puede provocar estrangulamientos de la oferta que afecten a toda la red y aumentar la contracción del comercio¹⁹. Por ejemplo, puede que los fabricantes de productos acabados tengan que reducir temporalmente sus exportaciones porque los proveedores con dificultades financieras ya no pueden suministrar a tiempo bienes intermedios esenciales. A su vez, la preocupación acerca de la situación de liquidez de los fabricantes de productos acabados o de los minoristas puede disuadir a los proveedores extranjeros de realizar las entregas dentro del plazo estipulado.

La evidencia empírica sobre la reciente crisis financiera respalda asimismo la idea de que el comercio

18 Véase M. Amiti y D. E. Weinstein, «Exports and financial shocks», Working Paper n.º 15556, NBER, 2009. Los autores también llegaron a la conclusión de que el deterioro observado en las condiciones de financiación del comercio supuso aproximadamente un tercio de la caída de las exportaciones de Japón durante las crisis financieras que atravesó ese país en los años noventa.

19 Para conocer un modelo teórico estrechamente relacionado, véase N. Kiyotaki y J. Moore, «Credit chains», mimeo, London School of Economics, 1998.

internacional y las condiciones de financiación están estrechamente interrelacionados. Es cierto que las exportaciones de las empresas que dependían de la financiación externa se vieron especialmente afectadas por la crisis²⁰. Por tanto, las dificultades que afrontaron las instituciones financieras en todo el mundo durante la crisis parecen haber afectado al comercio internacional por el lado de la oferta. Un aspecto fundamental es que este impacto ha intensificado los efectos por el lado de la demanda, lo que, en parte, explicaría la «paradoja del comercio»²¹.

No obstante, se puede aducir que el impacto del endurecimiento de las condiciones aplicadas a la financiación comercial con intermediación bancaria puede haberse visto mitigado por el creciente recurso a la liquidez proporcionada en las cadenas de producción internacionales²². Las empresas grandes y líquidas con acceso a los mercados financieros internacionales que, con frecuencia, se encuentran en el núcleo de estas redes de producción, disponen de un incentivo para aliviar las restricciones de liquidez de filiales, proveedores o clientes con el fin de sostener la producción²³. A este respecto, las redes de producción internacionales pueden haber evitado una contracción aún más acusada del comercio mundial y de la zona del euro durante la reciente crisis financiera. Sin embargo, parece que esta sustitución parcial de la financiación comercial con intermediación bancaria no fue suficiente para proteger al comercio internacional del impacto directo de la crisis financiera.

PROTECCIONISMO

Durante la Gran Depresión de los años treinta, muchos gobiernos cedieron a las presiones proteccionistas, lo que agravó la recesión mundial. En la crisis financiera reciente también se ha observado un mayor recurso a medidas de política comercial restrictivas. Hasta ahora, el alcance de esas medidas ha sido bastante limitado. Las medidas de restricción de las importaciones que introdujeron países miembros del G 20 entre octubre de 2008 y mediados de febrero de 2010 abarcaron aproximadamente el 2% de las importaciones del G 20, lo que equivale a alrededor del 1,2% de las importa-

ciones mundiales totales. Es probable que la reducción inducida de los volúmenes de comercio sea considerablemente inferior a estos porcentajes. La distribución en el tiempo de estas medidas sugiere que, en realidad, el aumento del proteccionismo fue consecuencia, en gran parte, del desplome del comercio²⁴.

Resulta difícil identificar formas más encubiertas de proteccionismo, especialmente las relacionadas con las medidas de estímulo fiscal aplicadas en todo el mundo, como las propuestas de «compra de productos locales»²⁵. Además, la debilidad de los mercados de trabajo, una recuperación desigual y la falta de margen de maniobra fiscal en muchos países podrían tentar progresivamente a los gobiernos a recurrir al proteccionismo²⁶. Si nos retrotraemos a la década de los setenta, puede resultar especialmente difícil eliminar las medidas proteccionistas no arancelarias. Por tanto, la posibilidad de que el proteccionismo se intensifique en todo el mundo sigue representando un riesgo a

20 Véanse J.-C. Bricongne, L. Fontagné, G. Gaulier, D. Taglioni y V. Vicard, «Exports and sectoral financial dependence: evidence on French firms during the great global crisis», Working Paper Series, BCE, de próxima publicación; y M. Wynne, «The financial crisis, trade finance and the collapse of world trade», en *Globalization and Monetary Policy Institute 2009 Annual Report*, Federal Reserve Bank of Dallas, 2009.

21 La OCDE estima que la financiación comercial fue la causa de aproximadamente un tercio del descenso del comercio mundial en el invierno de 2008-2009. Véase *Economic Outlook*, OCDE, junio 2009.

22 Véanse M. Kolasa, M. Rubaszek y D. Taglioni, «Firms in the Great Global Recession: The role of foreign ownership and intra-group finance», Working Paper, Narodowy Bank Polski, de próxima publicación; y C. Altomonte y G. Ottaviano, «Resilient to the crisis? Global supply chains and trade flows», en R. Baldwin (ed.), *The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects*, CEPR, 2009.

23 Véase, por ejemplo, F. Boissay y R. Gropp, «Trade credit defaults and liquidity provision by firms», Working Paper Series, n.º 753, BCE, 2007.

24 Véase H. K. Kee, C. Neagu y A. Nicita, «Is protectionism on the rise? Assessing national trade policies during the crisis of 2008», Policy Research Working Paper n.º 5274, Banco Mundial, 2010. Los autores estiman que el aumento del proteccionismo representó menos del 2% del desplome del comercio mundial en 2009.

25 Véase el recuadro titulado «Los riesgos del proteccionismo», en el Boletín Mensual de septiembre de 2009, y el artículo titulado «Evaluación de las tendencias mundiales de proteccionismo», en el Boletín Mensual de febrero de 2009. Véase también S. Evenett (ed.), «Unequal compliance: The 6th GTA Report», CEPR, 2010.

26 Durante la Gran Depresión, la política comercial fue especialmente restrictiva en países que no podían recurrir a políticas expansivas alternativas. Véase B. Eichengreen y D. A. Irwin, «The slide to protectionism in the Great Depression: Who succumbed and why?», Working Paper n.º 15142, NBER, 2009.

la baja para las perspectivas económicas mundiales, y debe evitarse en la medida de lo posible.

4 LA RECIENTE RECUPERACIÓN DEL COMERCIO MUNDIAL Y DE LA ZONA DEL EURO

Tras la fuerte contracción registrada a finales de 2008 y principios de 2009, la recuperación del comercio mundial y de la zona del euro empezó a consolidarse en el segundo semestre de 2009 y continuó en el primer semestre de 2010. En las economías avanzadas, las importaciones y las exportaciones aumentaron a finales de 2009 a un ritmo bastante superior a la media de las dos últimas décadas. Sin embargo, en las economías emergentes, el repunte del comercio fue aún más pronunciado, tanto en el caso de las importaciones como en el de las exportaciones (véase gráfico 14). Esto se debió no sólo a la capacidad de resistencia que mostró el crecimiento del PIB en muchas economías emergentes y a la mayor importancia del comercio entre estas economías, sino también a impulsos de demanda procedentes de algunas economías avanzadas, transmitidos, en

parte, a través de las cadenas de producción internacionales.

Se ha de destacar que el auge del comercio internacional se vio favorecido por algunos de los factores que habían frenado el crecimiento del comercio durante la recesión. En primer lugar, aunque el sector manufacturero mundial intensivo en comercio había registrado una contracción más pronunciada que los servicios, se recuperó con fuerza, respaldando con ello el comercio internacional. Ciertamente, esto puede considerarse una corrección de la fuerte caída que se produjo tras la perturbación que afectó a la confianza y a la liquidez en todo el mundo a finales de 2008. En segundo lugar, los planes de sustitución de vehículos y las medidas relacionadas aplicados en muchas economías ayudaron a revitalizar, al menos temporalmente, el sector de la automoción, cuyo producto se comercia con intensidad²⁷. Esto contribuyó a un notable incremento de las exportaciones de

27 Los datos de la OCDE muestran que en Alemania, por ejemplo, el sector de la automoción representa alrededor del 21% y el 13% del total de exportaciones e importaciones de manufacturas, respectivamente.

Gráfico 14 Importaciones y exportaciones de bienes en términos reales por grupos de países

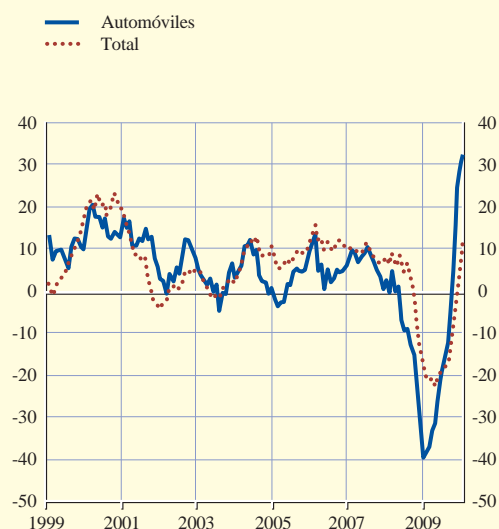
(tasa de variación intertrimestral)



Fuente: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
Nota: Las series incluyen el comercio intrarregional.

Gráfico 15 Exportaciones nominales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro

(tasa de variación interanual; sin desestacionalizar)



Fuente: Eurostat (Comext).

automóviles a países no pertenecientes a la zona del euro, así como de piezas y componentes relacionados, que habían experimentado un descenso especialmente acusado (véase gráfico 15)²⁸. En tercer lugar, el efecto de las existencias empezó a revertir a escala mundial hacia finales de 2009, lo que siguió respaldando el comercio.

De forma paralela, las cadenas de producción internacionales parecen haberse reactivado gradualmente, como señaló la recuperación del comercio de bienes intermedios. Además, las condiciones de la financiación comercial se flexibilizaron a nivel mundial, como consecuencia de diversas medidas que se introdujeron en todo el mundo para estabilizar el sistema financiero y de la decisión adoptada por los países del G 20 en abril de 2009, con el fin de asegurar la disponibilidad de 250 mm de dólares estadounidenses para financiar el comercio durante el período 2009-2011. No obstante, los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito y los costes de la financiación comercial han permanecido, en general, por encima de los niveles registrados antes de la recesión, lo que puede haber impedido una recuperación más acusada del comercio²⁹. Después de las recesiones mundiales anteriores, las exportaciones de los sectores que dependían de la financiación externa se recuperaron con más lentitud que las de otros sectores (dejando de lado los efectos de demanda). Esto indica que las fricciones financieras relacionadas con la oferta también influyen en la recuperación del comercio. Por consiguiente, para que la recuperación del comercio mundial y de la zona del euro sea sostenible es necesario no solo mejorar las condiciones mundiales de demanda, sino también que el sistema financiero sea sólido y solvente.

5 COMPORTAMIENTO RELATIVO DE LAS EXPORTACIONES

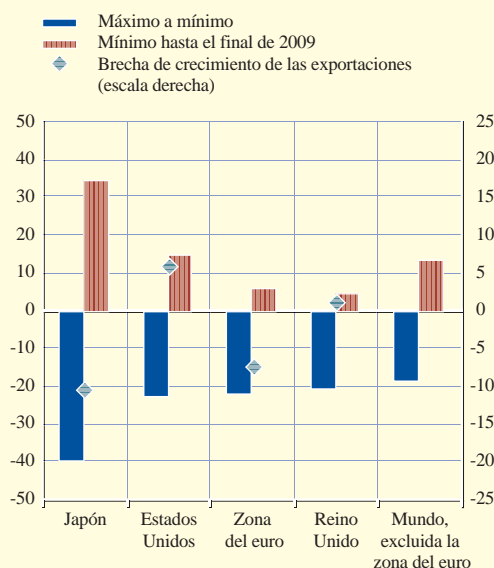
Aunque la contracción de las exportaciones de la zona del euro que se produjo en el período 2008-2009 fue grave en términos históricos, las demás economías importantes experimentaron caídas igualmente severas del comercio. Sin embargo, la

recuperación posterior fue más débil en la zona del euro que en la mayor parte de las otras economías importantes (véase gráfico 16). En conjunto, parece que la zona del euro perdió cuota del mercado de exportaciones entre el primer trimestre de 2008 y el último trimestre de 2009, como indica el hecho de que la «brecha de crecimiento de las exportaciones» (es decir, el diferencial de crecimiento entre las exportaciones de la zona del euro y la demanda total de importaciones exteriores) fuera negativa. Los datos más recientes para 2010 apuntan a cierta corrección de esta pérdida, debido, en parte, a la creciente demanda de bienes de equipo.

- 28 Para conocer una descripción de las medidas adoptadas recientemente para apoyar al sector del automóvil, véase D. Haugh, A. Mourougane y O. Chatal, «The automobile industry in and beyond the crisis», *Economics Department Working Papers*, n.º 745, OCDE, 2010.
- 29 Véase, por ejemplo, el informe titulado «Rethinking trade finance 2010», Cámara de Comercio Internacional, 2010.

Gráfico 16 Crecimiento de las exportaciones reales de mercancías en economías seleccionadas

(tasas de variación; en puntos porcentuales)



Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: La «zona del euro» excluye el comercio entre los países de la zona. La «brecha de crecimiento de las exportaciones» se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre el crecimiento de las exportaciones y el crecimiento de la demanda externa específica de cada país entre el primer trimestre de 2008 y el último trimestre de 2009. La demanda externa se aproxima por las importaciones reales ponderadas por el comercio de los socios comerciales de la zona del euro.

Durante la recesión, la demanda de importaciones se redujo en todo el mundo, y fue el factor dominante de la evolución de las exportaciones. Posteriormente, factores específicos de cada país, como el producto y la composición de las exportaciones, así como la competitividad en términos de precios, amplificaron su impacto, en un entorno de recuperación desigual de la economía mundial. Fundamentalmente, las exportaciones de la zona del euro se vieron limitadas durante la recuperación por una demanda de importaciones relativamente más débil en algunos de sus principales mercados de exportación, especialmente en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Al mismo tiempo, el aumento del crecimiento de las exportaciones atribuible a la fuerte demanda de importaciones de los países emergentes de Asia fue más reducido para la zona del euro que para otras economías importantes (como fue el caso de Japón), debido al peso relativamente menor de las economías emergentes de Asia en las exporta-

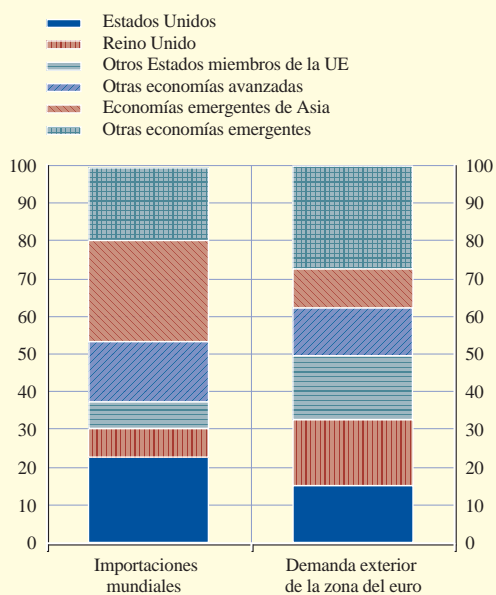
ciones de la zona del euro (véase gráfico 17). Asimismo, es probable que las fuertes fluctuaciones de los tipos de cambio efectivos, particularmente en el último trimestre de 2008, hayan afectado al comportamiento de las exportaciones de todas las economías importantes. No obstante, en vista de los desfases que se producen en la transmisión de las fluctuaciones de los tipos de cambio, es posible que el impacto de este comportamiento sobre la competitividad en términos de precios se hiciera notar más durante la fase de recuperación del comercio y, por tanto, contribuyera a la evolución irregular de la misma.

6 CONCLUSIONES

La contracción sin precedentes del comercio mundial y de la zona del euro tras la recesión económica internacional que se produjo en 2008-2009 dio lugar a una «paradoja del comercio». Esta contracción fue considerablemente más pronunciada de lo que habría cabido esperar a partir de regularidades históricas, lo que hizo que los modelos agregados cuantitativos de comercio no lograran predecir la gravedad de la recesión. La evidencia empírica reciente sugiere que la paradoja tuvo su origen, en cierta medida, en diversos factores que acentuaron los efectos de la recesión económica mundial sobre el comercio internacional. En primer lugar, la caída del PIB mundial y de la zona del euro se centró principalmente en los componentes intensivos en comercio (como la inversión), con una disminución particularmente intensa de la demanda de bienes de consumo duradero. En segundo lugar, la expansión de las redes de producción internacionales en las dos últimas décadas parece haber aumentado la sensibilidad del comercio a fluctuaciones de la demanda, y puede haber actuado como mecanismo de amplificación adicional. En tercer lugar, el comercio se vio obstaculizado por las restricciones financieras que se registraron en todo el mundo. En pocas palabras, la inusual sensibilidad del comercio mundial y de la zona del euro durante la reciente crisis financiera parece haber estado relacionada con cambios estructurales en la economía mundial y con el carácter excepcional de la crisis.

Gráfico 17 Composición de las importaciones mundiales y demanda exterior de la zona del euro

(en porcentaje; media para 2000-2008)



Fuentes: FMI y cálculos de expertos del BCE.

Notas: La demanda exterior de la zona del euro es una medida ponderada por el comercio del total de importaciones reales de los socios comerciales de la zona del euro. Las «importaciones mundiales» excluyen la zona del euro.

En el segundo semestre de 2009, el comercio mundial y, con cierto desfase, el de la zona del euro, comenzaron a recuperarse de la peor recesión registrada en el período de posguerra. Este repunte puede considerarse una corrección de la fuerte contracción que se produjo tras la intensificación de la crisis financiera a finales de 2008. No obstante, también se vio respaldado por efectos transitorios, como el cambio en el ciclo de existencias y los planes de sustitución de vehícu-

los. La sostenibilidad de la recuperación del comercio mundial y de la zona del euro dependerá, fundamentalmente, no sólo de que la demanda privada continúe fortaleciéndose, sino también de la solidez y la solvencia del sistema financiero mundial. Por último, la intensificación del proteccionismo en todo el mundo sigue constituyendo un riesgo a la baja para las perspectivas de la economía mundial, y debe evitarse en la medida de lo posible.

ESTADÍSTICAS ARMONIZADAS DEL BCE DE FONDOS DE INVERSIÓN DE LA ZONA DEL EURO Y SU USO ANALÍTICO CON FINES DE POLÍTICA MONETARIA

ARTÍCULOS

Estadísticas armonizadas del BCE de fondos de inversión de la zona del euro y su uso analítico con fines de política monetaria

En diciembre de 2009, el BCE publicó por primera vez estadísticas armonizadas de los activos y los pasivos de los fondos de inversión residentes en la zona del euro¹. Disponer de estadísticas de calidad sobre las actividades de este sector es fundamental para mejorar los análisis monetario, financiero y económico. En este artículo se exponen las principales características y conceptos de las nuevas estadísticas y se ofrece un panorama del sector de fondos de inversión de la zona del euro. En este contexto, también se presentan estadísticas complementarias sobre los fondos del mercado monetario de la zona. Se describe, asimismo, cómo el BCE puede utilizar las nuevas estadísticas, en conjunción con otras estadísticas relativas a la zona del euro, para analizar los desplazamientos de cartera, las contribuciones de los distintos sectores a la evolución de M3, la financiación de la economía y el impacto de los cambios en la riqueza neta sobre el ahorro y el consumo.

I INTRODUCCIÓN

La disponibilidad de información fiable y puntual sobre el balance de los fondos de inversión es importante para los análisis monetario, financiero y económico realizados por el BCE. Junto con otras estadísticas monetarias y financieras de la zona del euro², las nuevas estadísticas de fondos de inversión (FI) pueden ofrecer indicaciones relativas a los cambios en la confianza y en el apetito por el riesgo de los inversores, y ayudar a detectar y a cuantificar las reasignaciones de cartera entre los activos monetarios y otros tipos de activos a más largo plazo de una manera oportuna. Las nuevas estadísticas de fondos de inversión se utilizarán también para apoyar el análisis de la estabilidad financiera llevado a cabo por el BCE. En materia de supervisión de la estabilidad financiera, la actividad de estos fondos es fundamental para identificar el comportamiento inversor y sus implicaciones para la evolución del sector financiero. No obstante, este artículo se centra solamente en la utilización analítica de estos datos con fines de política monetaria.

El BCE ha venido publicando estadísticas trimestrales del balance de los fondos de inversión de la zona del euro desde 2003. Hasta 2009, estas estadísticas no estaban plenamente armonizadas ni estaban completas. A finales de 2009, se publicaron nuevas estadísticas armonizadas de fondos de inversión de la zona del euro, que proporcionan una imagen comparable y completa de este sector, así como información detallada sobre los activos mantenidos y los pasivos contraídos por los fondos de inversión³. Las exigencias de infor-

mación estadística se recogen en el Reglamento BCE/2007/8 (en adelante, el «Reglamento»)⁴, dirigido a los fondos de inversión residentes en la zona del euro.

En este artículo se presentan las nuevas estadísticas y se explica cómo se utilizan para mejorar los análisis monetario, financiero y económico. En la sección 2 se definen los fondos de inversión y su papel en la intermediación financiera. También se ofrece una panorámica general del sector de fondos de inversión en la zona del euro e información sobre las características nacionales específicas de los países con los sectores de fondos de inversión más grandes. En la sección 3 se facilita una descripción de las estadísticas de fondos de inversión publicadas por el BCE y también se incluye información de los datos trimestrales publicados sobre los fondos del mercado monetario de la zona del euro (FMM) (véase recuadro). En la sección 4 se explica cómo se utilizan las estadísticas para llevar a cabo los análisis de carácter regular.

- 1 Estas nuevas estadísticas no incluyen los activos y los pasivos de los fondos del mercado monetario, que, por el contrario, se encuentran recogidos en las estadísticas del sector IFM.
- 2 En particular, las estadísticas del balance de las IFM y de las cuentas de la zona del euro en las partes 2 y 3 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual.
- 3 Las principales mejoras de las nuevas estadísticas se presentaron en el recuadro 2 del Boletín Mensual de enero de 2010.
- 4 Reglamento (CE) n° 958/2007 del Banco Central Europeo, de 27 de julio, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión (BCE/2007/8).

Gráfico 1 Papel de los fondos de inversión en la intermediación financiera



Fuente: BCE.

2 EL SECTOR DE FONDOS DE INVERSIÓN EN LA ZONA DEL EURO

ACTIVIDADES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Los fondos de inversión son vehículos de inversión financiera que captan capital de inversores privados e institucionales emitiendo participaciones y que invierten los fondos obtenidos en activos financieros y no financieros. Como intermediarios financieros, los fondos de inversión desempeñan dos funciones principales. En primer lugar, ofrecen a los inversores la oportunidad de invertir en un conjunto diversificado de activos mediante una única compra de participaciones emitidas por un fondo de inversión. En segundo lugar, constituyen una fuente de financiación para otros sectores, como el de instituciones financieras monetarias (IFM), sociedades no financieras u organismos públicos. Esta inversión se lleva a cabo, fundamentalmente, mediante compras de valores de renta fija o de renta variable emitidos por estos sectores. Asimismo, los fondos de inversión pueden invertir en activos distintos de valores, como depósitos banca-

rios, valores inmobiliarios, materias primas o derivados financieros. En el gráfico 1 queda ilustrado el papel de los fondos de inversión en la intermediación financiera.

LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN EL SECTOR FINANCIERO DE LA ZONA DEL EURO

En la zona del euro, los fondos de inversión representan en torno al 10% del sector financiero, en términos de activos totales, y se incluyen, junto con otros intermediarios, en un subsector denominado «otros intermediarios financieros» (OIF) (véase cuadro 1). El subsector financiero más grande es el sector IFM, que representa cerca de dos tercios de los activos totales. Este sector incluye, principalmente, entidades de crédito y, también, fondos del mercado monetario. Al sector OIF le corresponde cerca de un cuarto de los activos totales e incluye, junto con los fondos de inversión, entidades tales como fondos de titulización y sociedades de valores. Las empresas de seguros y los fondos de pensiones (ESFP) suponen el 12% de los activos totales del sector financiero.

Cuadro 1 Comparación de los intermediarios financieros de la zona del euro

(datos del IV 2009)

	Total	IFM		ESFP ¹⁾	OIF	
		Total ¹⁾	De las cuales, FMM		Total ¹⁾	De los cuales, FI
Activos totales (mm de euros)	52.784	33.535	1.233	6.421	12.828	5.371
En porcentaje del total	100	64	2	12	24	10

Fuente: BCE.

1) Activos financieros totales.

El sector FI de la zona del euro ha crecido significativamente en la última década. Como se muestra en el gráfico 2, el saldo vivo de las participaciones en fondos de inversión se situaba a finales de 1998 ligeramente por encima de los 2 billones de euros. Alcanzó un máximo de casi 6 billones de euros en 2007 antes de que se iniciara la crisis financiera. El valor de las participaciones en fondos de inversión cayó aproximadamente a 4 billones de euros a comienzos de 2009, antes de recuperarse y situarse en el nivel actual, que supera los 5 billones de euros. Esta evolución refleja tanto las ventas netas de participaciones por parte de los fondos a sus inversores como los efectos de valoración, ya que, en particular, los cambios de valoración en el mercado bursátil tienen una influencia significativa sobre el valor de las participaciones en los fondos de inversión. En el gráfico 2 también se observa cómo habría evolucionado el saldo vivo de las participaciones en fondos de inversión emitidas desde el primer trimestre de 2001, si el efecto de las revalorizaciones de precios sobre el saldo vivo no se tuviera en cuenta. Como ejemplo, las ventas netas fueron positivas entre el primer trimestre de

2001 y el primer trimestre de 2003, mientras que el saldo vivo de las participaciones en fondos de inversión se redujo realmente, debido a la caída del precio de los activos en ese período.

La piedra angular del marco regulatorio de la UE relativo a los fondos de inversión es la Directiva sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (Directiva OICVM)⁵. Esta Directiva, adoptada inicialmente en 1985 y modificada posteriormente, provocó un fuerte crecimiento del sector FI en Europa. Los fondos de inversión que se ajustan a la Directiva OICVM pueden comercializarse en todos los Estados miembros de la UE si están autorizados por un único Estado miembro. Este hecho ha permitido que las empresas establezcan fondos de inversión en la jurisdicción que consideran más adecuada, independientemente de la residencia de la base inversora objetivo del fondo.

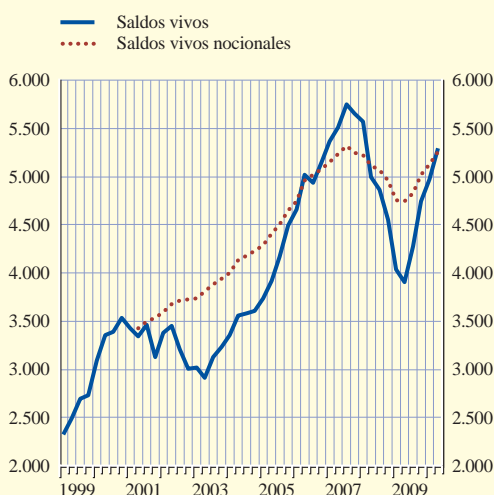
EL SECTOR DE FONDOS DE INVERSIÓN EN ALGUNOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Los países con los sectores FI más grandes de la zona del euro⁶, en términos de activos totales, son Luxemburgo, Alemania y Francia, que representaban conjuntamente el 70% del total de la zona a finales del primer trimestre de 2010 (véase gráfico 3). A ellos les siguen Irlanda y los Países Bajos, con lo que los cinco países más grandes alcanzan el 87% del total de la zona del euro. En los párrafos siguientes se presentan las características específicas de los sectores FI en estos países.

Un motivo fundamental del tamaño del sector FI en Luxemburgo ha sido la pronta transposición de la Directiva OICVM a la legislación nacional. Luxemburgo fue el primer Estado miembro de la UE en aplicar la primera Directiva OICVM en 1988. Debido a su infraestructura para establecer y administrar fondos, así como a las favorables

Gráfico 2 Participaciones emitidas por los fondos de inversión de la zona del euro

(mm de euros)



Fuente: BCE.

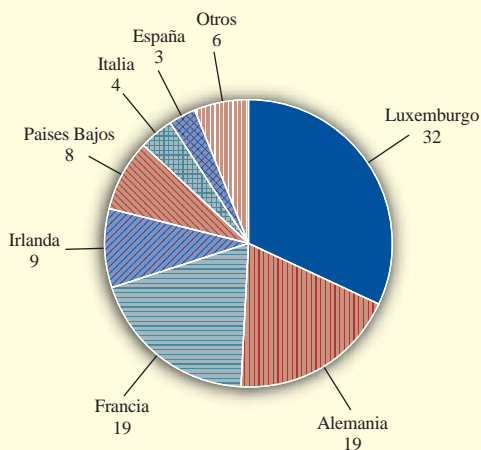
Notas: Los saldos vivos nacionales se obtienen utilizando el saldo vivo del cuarto trimestre de 2000 y añadiendo las operaciones financieras trimestrales posteriores acumuladas (disponibles desde el primer trimestre de 2001).

5 Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (versión refundida).

6 El sector FI comprende los fondos de inversión residentes en un determinado país. El gestor de estos fondos puede ser residente o no en este país.

Gráfico 3 Activos totales de los fondos de inversión de la zona del euro, detalle por países

(en porcentaje, I 2010)



Fuente: BCE.

condiciones fiscales y regulatorias, muchas empresas han encontrado en Luxemburgo una jurisdicción adecuada para establecer sus fondos de inversión. Por consiguiente, el sector FI del país ha crecido hasta llegar a ser el más grande de la zona del euro, y el segundo, después de Estados Unidos, a escala internacional⁷.

El sector FI alemán está dominado por fondos destinados a inversores institucionales («Spezialfonds»), que representaban aproximadamente el 70% de los fondos de inversión residentes en Alemania a finales del primer trimestre de 2010, en términos de activos totales⁸. Al mismo tiempo, el número relativamente reducido de fondos inversión residentes en Alemania destinados al público en general es consecuencia del éxito del sector de fondos minoristas en Luxemburgo. A finales de 2008, el saldo vivo de participaciones en fondos de inversión emitidas en el extranjero, pero vendidas en Alemania, era más elevado que el saldo vivo de las participaciones en fondos de inversión emitidas por fondos OICVM residentes en Alemania⁹. Efectivamente, algunos de los mayores proveedores de fondos de inversión alemanes operaban utilizando predominantemente los denominados «fondos de ida y vuelta» (*round trip funds*), radicados en Luxemburgo¹⁰. Los «fondos de ida y vuelta» son

fondos de inversión domiciliados en el extranjero, pero que se venden a inversores nacionales.

El sector FI en Francia es comparable con el de Alemania en cuanto a tamaño. La gran mayoría de los fondos de inversión van dirigidos fundamentalmente a inversores nacionales, mientras que la utilización de los «fondos de ida y vuelta» por los proveedores de fondos de inversión franceses es relativamente reducida¹¹.

Al igual que Luxemburgo, Irlanda también se ha convertido en un centro internacional para los fondos de inversión. Un elemento que contribuyó a este hecho fue la fundación del International Financial Services Centre (IFSC) en 1987, con el fin de apoyar a la economía local aumentando la actividad en el sector financiero. Además, la Directiva OICVM se traspuso a la legislación nacional en 1989, lo que facilitó también la creación de «fondos de ida y vuelta» y de otros fondos transfronterizos¹².

El tamaño del sector FI en los Países Bajos creció notablemente en 2009, cuando importantes fondos de pensiones vendieron sus tenencias de valores de renta fija y de renta variable y compraron, en su lugar, participaciones en fondos de inversión. Estas transferencias de activos duplicaron aproximadamente el tamaño del sector FI en este país¹³.

3 CARACTERÍSTICAS DE LAS NUEVAS ESTADÍSTICAS DE FONDOS DE INVERSIÓN DE LA ZONA DEL EURO

En esta sección se presentan las estadísticas armonizadas de fondos de inversión de la zona del euro que el BCE publicó por primera vez en diciembre

7 Véase «EFAMA Fact Book - Trends in the European investment funds», séptima edición.

8 Véase «Kapitalmarktstatistik», Deutsche Bundesbank, mayo de 2010.

9 Véase nota 7 a pie de página.

10 Véase «BVI-Investmentstatistik», Bundesverband Investment und Asset Management e.V., 28 de febrero de 2010.

11 Véase nota 7 a pie de página.

12 «The investment fund industry in Ireland - A statistical overview», Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, enero de 2010.

13 Véase la información estadística publicada por el De Nederlandsche Bank, «Continued rise of Dutch investment fund assets» (<http://www.dnb.nl/en/news-and-publications/news-and-archive/statistische-nieuwsberichten/dnb224751.jsp>), el 17 de noviembre de 2009.

de 2009. Estas estadísticas sustituyen a las estadísticas de fondos de inversión de la zona del euro no armonizadas que publicaba anteriormente el BCE con carácter trimestral.

FONDOS DE INVERSIÓN INFORMANTES

Las nuevas estadísticas de fondos de inversión incluyen todos los fondos de inversión residentes en la zona del euro que cumplen la definición estadística recogida en el Reglamento. Todos estos fondos están registrados en el BCE, que los recoge en una lista que también se publica¹⁴. A finales del primer trimestre de 2010, había más de 47.000 fondos de inversión domiciliados en la zona del euro. De conformidad con los estándares estadísticos europeos¹⁵, las estadísticas no incluyen los fondos del mercado monetario, que forman parte del sector IFM (véase recuadro), ni los fondos de pensiones, que forman parte del sector de las empresas de seguros y fondos de pensiones¹⁶. Tanto los fondos de inversión regulados por la Directiva OICVM, como los fondos distintos de OICVM (es decir, todos los fondos no armonizados, independientemente de que estén sujetos o no a la normativa nacional) están incluidos. El criterio para la inclusión de los fondos en las estadísticas hace referencia al lugar donde está radicado el propio fondo y no el del gestor. De ello se desprende que, si bien las estadísticas abarcan los fondos de inversión residentes en la zona del euro gestionados fuera de ella, no incluyen los fondos de inversión domiciliados fuera de la zona, aunque los administren sociedades gestoras radicadas en la zona.

SUBCATEGORÍAS DE FONDOS DE INVERSIÓN

Se dispone de agregados de la zona del euro para el total de fondos de inversión y para seis subcategorías clasificadas por política de inversión: fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios, fondos de inversión libre (*hedge funds*) y otros fondos. Cada subcategoría se divide a su vez en fondos de capital variable y fondos de capital fijo. En términos generales, las participaciones en los fondos de inversión de capital variable pueden reembolsarse utilizando los activos del fondo. Los fondos de capital fijo tienen un número fijo de participa-

ciones. En la zona del euro, esta última categoría está compuesta, principalmente, por fondos inmobiliarios.

La clasificación por política de inversión se efectúa, en principio, a partir del tipo de activo en el que el fondo invierte preferentemente, entendiéndose «preferentemente» como «más del 50%». Por ejemplo, si un fondo de inversión invierte preferentemente en acciones y otras participaciones, debe clasificarse en la categoría «fondos de renta variable». Los fondos de fondos, es decir, los fondos de inversión que invierten en participaciones emitidas por otros fondos, se clasifican en la categoría de los fondos en los que invierten preferentemente. La clasificación se basa en disposiciones de la legislación nacional, en caso de que existan, o alternativamente en lo que se ha declarado en los folletos de los fondos de inversión.

A falta de una definición generalmente aceptada de fondos de inversión libre (*hedge funds*), se ha desarrollado una definición con fines estadísticos. Según esta definición, los *hedge funds* abarcan, en particular, fondos con estrategias de inversión sin apenas restricciones, que incluyen el empleo del apalancamiento y la toma de posiciones cortas, así como algunas limitaciones sobre los tipos de activos financieros en los que pueden invertir.

CATEGORÍAS DE ACTIVOS Y PASIVOS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Las estadísticas contienen varias categorías de activos mantenidos y de pasivos contraídos por los fondos de inversión. Los pasivos de los fondos de inversión están constituidos, principalmente, por las participaciones que emiten (véase gráfico 4). Estas participaciones reflejan los activos netos de los fondos de inversión y representan el valor de las tenencias de los inversores (que también se denomina valor neto de los activos o valor liquidativo).

14 <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/mfi/funds/html/index.en.html>.

15 Los estándares estadísticos europeos figuran en el «Sistema europeo de cuentas nacionales y regionales de la Comunidad» (SEC 95).

16 Se están desarrollando nuevas estadísticas sobre activos y pasivos de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones de la zona del euro, y se prevé que se publicarán en 2011 (véase el recuadro 15 de la publicación del BCE titulada *Financial Stability Review*, junio de 2010).

Además, se ha hecho pública la residencia de los inversores en los fondos de inversión (zona del euro/fuera de la zona).

La cartera de los fondos de inversión se clasifica en seis categorías (véase gráfico 5), y dependiendo de las condiciones del mercado, el porcentaje de cada categoría en los activos totales puede variar considerablemente. Los activos de los fondos de inversión también incluyen participaciones emitidas por otros fondos. Esta es la principal clase de activos de los fondos de fondos.

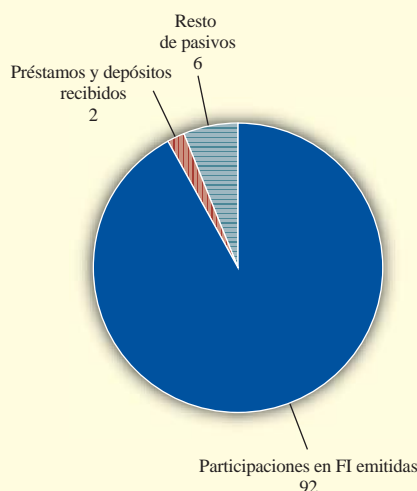
Para algunas de las categorías de los activos, las estadísticas muestran detalles por clasificación geográfica y sector económico del emisor de los activos, lo que permite, por ejemplo, identificar en qué medida los fondos de inversión de la zona del euro están invirtiendo en deuda emitida por las Administraciones Públicas, las sociedades no financieras y las instituciones financieras de la zona del euro y por el resto del mundo (véase sección 4). En el caso de los valores representativos de deuda mantenidos por los fondos de inversión, también se dispone de otra clasificación por plazo a la emi-

sión, así como una indicación de la moneda en la que están denominados los emitidos por IFM.

Una característica importante de las nuevas estadísticas es la presentación por los fondos de inversión de información de la cartera de valores en base valor-a-valor. Esto significa que los fondos presentan una lista con cada uno de los valores mantenidos, junto con sus códigos de identificación públicos (p.ej., códigos ISIN) y el importe correspondiente, lo que contrasta con la más tradicional «presentación agregada» de datos, que exigía que el informante agregara sus tenencias por tipo de instrumento (p. ej., valores de renta fija, de renta variable), vencimiento, moneda, ubicación geográfica y sector del emisor. En el caso de la presentación de información de la cartera de valores valor-a-valor, los bancos centrales nacionales, al contrario que los informantes, compilan los agregados estadísticos necesarios haciendo corresponder los valores individuales con la información disponible en una base común de datos de referencia de valores. Este tipo de presentación es efectivo en términos de costes para los fondos de inversión, ya que, en general, disponen fácilmente

Gráfico 4 Pasivos de los fondos de inversión de la zona del euro

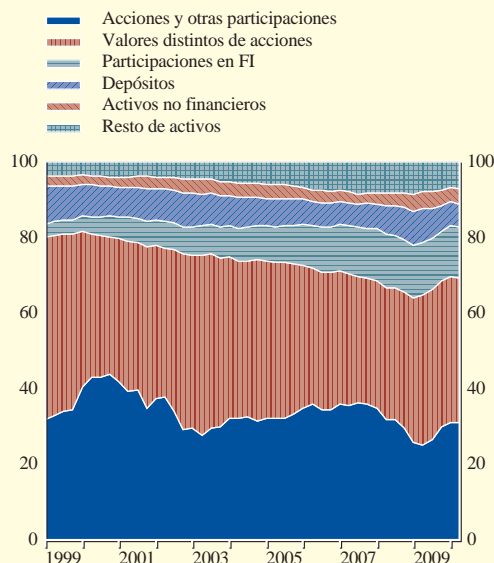
(en porcentaje, I 2010)



Fuente: BCE.

Gráfico 5 Activos de los fondos de inversión de la zona del euro

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

te de información sobre la cartera de valores en base valor-a-valor. Además, ofrece más flexibilidad a los compiladores, dado que pueden producir nuevas estadísticas agregadas cuando se planteen necesidades adicionales para fines analíticos sin tener que solicitar nueva información a los fondos de inversión¹⁷.

SALDOS VIVOS Y OPERACIONES FINANCIERAS

Los datos abarcan variables fundamentales de frecuencia mensual, aunque hay información más detallada con carácter trimestral. Los datos trimestrales contienen, además de los saldos vivos (es decir, el valor a fin de período), operaciones financieras para cada variable. Las operaciones financieras hacen referencia a las adquisiciones netas de un tipo dado de activos durante el período o a la contracción neta de un pasivo. Los datos mensuales se componen, principalmente, de saldos vivos; actualmente solo se dispone de datos sobre operaciones financieras mensuales para las participaciones emitidas por los fondos de inversión, que proporcionan una aproximación de las ventas netas de participaciones a inversores por parte de los fondos durante un período de referencia dado.

En el cuadro 2 se resumen los agregados de la zona del euro que se publican.

PUNTUALIDAD Y SERIES HISTÓRICAS

Las estadísticas se publican aproximadamente un mes y medio después de que finalice el período de referencia. Las nuevas series temporales armonizadas se remontan al período de referencia de diciembre de 2008. El BCE ha estimado series temporales históricas más largas a partir de datos no armonizados publicados anteriormente. Estas estimaciones también se utilizan en este artículo y no son plenamente comparables con los datos a partir de diciembre de 2008.

ESTADÍSTICAS COMPLEMENTARIAS SOBRE FONDOS DEL MERCADO MONETARIO

Para ofrecer una imagen global del sector de los fondos de inversión en la zona del euro, el BCE también publica estadísticas del sector de fondos del mercado monetario, cuyo contexto se explica en el recuadro.

17 Los detalles relativos a la base de datos de referencia de valores y a la información de cada uno de ellos están disponibles en el folleto titulado «The 'Centralised Securities Database' in brief», y en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/centralisedsecuritiesdatabase201002en.pdf>.

Cuadro 2 Resumen de agregados de la zona del euro que se publican para las estadísticas de fondos de inversión

	Total	Detalle adicional			
		Ubicación geográfica de la contrapartida ¹⁾	Sector de la contrapartida ²⁾	Vencimiento ³⁾	Moneda ⁴⁾
Activos					
Depósitos y préstamos	T y M	T	T		
Valores distintos de acciones	T y M	T y M	T y M	T y M	T y M
Acciones y otras participaciones	T y M	T	T		
De las que: acciones cotizadas	T	T	T		
De las que: participaciones en FI y en FMM	T y M	T y M	T y M		
Activos no financieros	T y M	T			
Resto de activos	T y M				
Pasivos					
Participaciones en FI	M*	T y M			
Préstamos y depósitos	T y M				
Resto de pasivos	T y M				

Fuente: BCE.

Notas: T: saldos vivos y operaciones financieras trimestrales; M: saldos vivos mensuales; * incluidas operaciones financieras.

1) Residentes en la zona del euro; Resto del mundo (en el caso de los valores, se efectúa una desagregación adicional entre emisores residentes en Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro, en Estados Unidos y en Japón).

2) Para las contrapartidas de Residentes en la zona del euro: IFM, Administraciones Públicas, Otros intermediarios financieros, Empresas de seguros y fondos de pensiones, Sociedades no financieras y Hogares.

3) Hasta un año, de uno a dos años, más de dos años.

4) Euro; total monedas extranjeras.

ESTADÍSTICAS ARMONIZADAS DEL BCE DE FONDOS DEL MERCADO MONETARIO

Los fondos del mercado monetario (FMM) son organismos de inversión colectiva que invierten fundamentalmente en valores distintos de acciones a corto plazo transferibles o en depósitos bancarios. Estos fondos contraen pasivos mediante la emisión de participaciones. Para los inversores, las participaciones en fondos del mercado monetario son sustitutos próximos de los depósitos bancarios debido a su liquidez. Por lo tanto, para fines de política monetaria, los fondos del mercado monetario se incluyen en el sector emisor de dinero y, en las estadísticas del BCE, se clasifican en el sector IFM junto con las entidades de crédito. Por consiguiente, el BCE siempre ha publicado estadísticas mensuales sobre las participaciones emitidas por estos fondos para contribuir al balance consolidado del sector IFM. Para complementarlas, desde diciembre de 2009 se han publicado por separado nuevas estadísticas trimestrales sobre los activos y pasivos de los fondos del mercado monetario de la zona del euro que se inician, como referencia, en el primer trimestre de 2006. No obstante, no se han modificado las obligaciones de información de estos fondos.

Principales características de las estadísticas de fondos del mercado monetario

Las estadísticas de fondos del mercado monetario proporcionan: (i) plena cobertura de toda la zona del euro; (ii) detalle de activos y pasivos acorde con las estadísticas de IFM y de fondos de inversión, y (iii) información clave de carácter mensual e información trimestral más detallada. Las estadísticas de fondos del mercado monetario se publican en la nota de prensa mensual del BCE sobre estadísticas de fondos de inversión, que ofrecen una imagen general de este sector en la zona del euro.

Están disponibles estadísticas de saldos y operaciones financieras de los fondos del mercado monetario. Las estadísticas de estos fondos incluyen detalles geográficos (residentes en la zona del euro/resto del mundo) y sector de las contrapartidas, plazo a la emisión y moneda de denominación de los activos. En el caso de los tenedores de participaciones en estos fondos, se efectúa una distinción entre residentes en la zona del euro y resto del mundo.

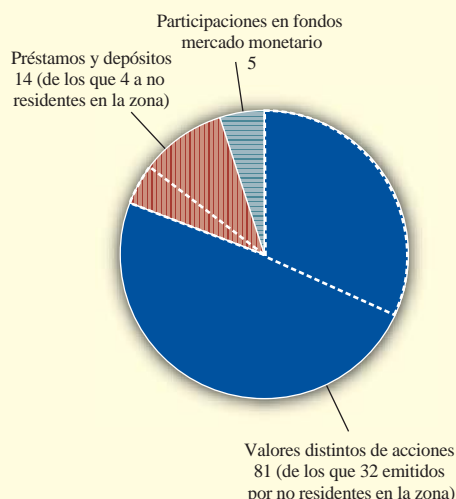
Algunas características del sector de fondos del mercado monetario de la zona del euro

A finales del primer trimestre de 2010, los aproximadamente 1.500 fondos del mercado monetario residentes en la zona del euro mantenían activos por un importe cercano a los 1,2 billones de euros, frente a los 5,8 billones de euros de otros fondos de inversión de la zona. Los países con los sectores FMM más grandes de la zona del euro, en términos de activos totales, son Francia, Luxemburgo e Irlanda, que representan conjuntamente el 92% del total.

Como se muestra en el gráfico A, más de tres cuartas partes de la cartera de los fondos del mercado monetario está compuesta por valores distintos de acciones. Estos fondos están comprando también participaciones de otros fondos del mercado monetario de la zona del euro y colocando depósitos en entidades de crédito. El sector IFM de la zona del euro es la principal contrapartida de este tipo de fondos, con un 47% de los activos totales (véase gráfico B); al mismo tiempo, los fondos del mercado monetario poseen una cartera considerable de activos exteriores, que corresponde al 35% de los activos totales y que son principalmente valores distintos acciones, denominados en dólares estadounidenses y libras esterlinas, emitidos por bancos no radicados en la zona del euro. El elevado por-

Gráfico A Activos de los FMM, por instrumento

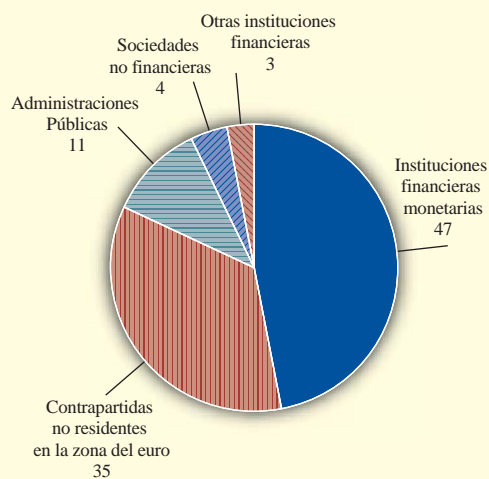
(en porcentaje, I 2010)



Fuente: BCE.

Gráfico B Activos de los FMM, por contrapartida

(en porcentaje, I 2010)



Fuente: BCE.

centaje de activos exteriores se corresponde con niveles similares de pasivos exteriores, principalmente participaciones vendidas a inversores no residentes en la zona del euro; esto es más evidente en los fondos del mercado monetario residentes en Irlanda y Luxemburgo, que se dirigen principalmente a no residentes en la zona. Finalmente, las exposiciones a otros sectores de la zona del euro son más limitadas y suponen un total cercano al 18% de todos los activos en poder de los fondos del mercado monetario.

4 EL EMPLEO DE LAS ESTADÍSTICAS DE FONDOS DE INVERSIÓN DE LA ZONA DEL EURO CON FINES DE POLÍTICA MONETARIA

El mayor detalle y la mejora de la puntualidad aumentan considerablemente las oportunidades de aplicar las estadísticas armonizadas de fondos de inversión de la zona del euro en los análisis monetario, financiero y económico que lleva a cabo regularmente el BCE como parte del proceso de toma de decisiones en materia de política monetaria. A este respecto, es importante observar que estas mayores posibilidades no solo se refieren a las propias estadísticas de fondos de inversión, sino también a la manera, mutuamente beneficiosa, en que estas estadísticas pueden vincularse a otras estadísticas que se utilizan regularmente en el análisis. En esta sección se presentan algunos ejemplos del tipo de cuestiones y de preguntas que pue-

den plantearse con las nuevas estadísticas en los distintos tipos de análisis.

ANÁLISIS MONETARIO: CAMBIOS EN EL COMPORTAMIENTO DEL SECTOR TENEDOR DE DINERO EN RELACIÓN CON LA INVERSIÓN DE LAS CARTERAS

Uno de los principales retos del análisis monetario que efectúa el BCE es examinar en tiempo real el ritmo subyacente de la expansión monetaria, que proporciona señales relevantes sobre los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo. En este contexto, la identificación de una mayor preferencia por la liquidez en la demanda de dinero y la posible exclusión de tales influencias del crecimiento general de M3 son aspectos de gran importancia. La identificación y cuantificación de los desplazamientos de cartera desde los activos no monetarios —incluidos los mantenidos en los fondos de inversión— hacia M3, y la cons-

trucción de una medida de M3 corregida por estos desplazamientos, constituye un buen ejemplo.

Anteriormente, el análisis y la cuantificación en tiempo real de estos desplazamientos dependían únicamente de las estadísticas del balance de las IFM y de las estadísticas de balanza de pagos¹⁸. Los datos mensuales del balance de las IFM se publican 19 días laborables después de que termine el mes de referencia, mientras que los datos de balanza de pagos se publican en torno a 35 días laborables después. En cambio, los datos anuales de las cuentas financieras, que son más detallados, y, más recientemente, los datos trimestrales de las cuentas sectoriales de la zona del euro, se hacen públicos con gran retraso y, por lo tanto, se utilizan principalmente para llevar a cabo verificaciones de carácter retrospectivo de las estimaciones efectuadas en tiempo real¹⁹. El hecho de que las nuevas estadísticas de fondos de inversión estén disponibles muy poco después de las estadísticas de IFM mejorará significativamente el análisis en tiempo real de los desplazamientos de cartera.

El marco general de la mejora en el análisis se presenta en los gráficos 6 y 7. En general, los desplazamientos de cartera entre activos monetarios y otras clases de activos se explican por las diferencias en los rendimientos ofrecidos por los distintos tipos de activos y por las variaciones en la aversión al riesgo de los inversores.

En la zona del euro, los flujos de entrada a M3 fueron intensos en el período comprendido entre principios de 2001 y mediados de 2003 (véase gráfico 6). Estos flujos se produjeron en un entorno en el que la confianza de los consumidores se había deteriorado notablemente a raíz de la aparición de un grado sustancial de incertidumbre económica y financiera. El fuerte impacto de este deterioro en los desplazamientos de cartera hacia los activos que componen M3 puede observarse, entre otros factores, en el hecho de que estos desplazamientos tuvieron lugar cuando la curva de rendimientos era más pronunciada, lo que debería haber aumentado, en principio, la relativa atracción por los activos a largo plazo fuera de M3. Las operaciones financieras con participaciones en fondos

de inversión emitidas por los fondos de la zona del euro disminuyeron considerablemente en este período, aunque siguieron siendo positivas.

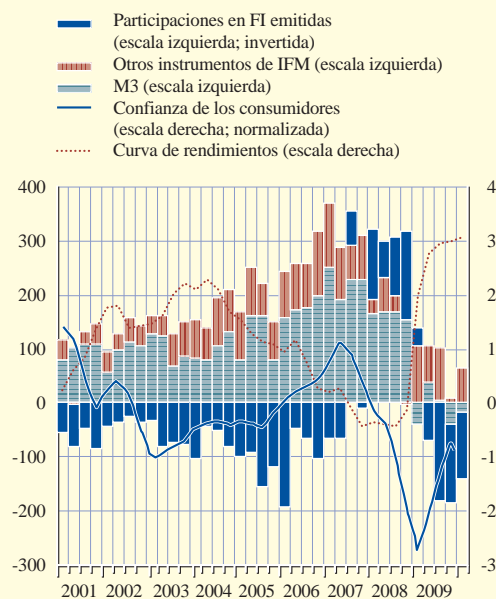
También se produjeron significativas reasignaciones de cartera entre el segundo trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2009. En este período, las operaciones financieras con participaciones en fondos de inversión no solo se redujeron, sino que pasaron a ser negativas, lo que implica la existencia de retiradas netas por parte de los inversores. Los flujos de salida reflejaron la combinación de una curva de rendimientos plana con un acusado deterioro de las perspectivas de crecimiento a es-

18 Véanse el recuadro titulado «Estimación de la magnitud de los desplazamientos de cartera desde la renta variable hacia el dinero», en el Boletín Mensual de mayo de 2003, y el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre de 2004.

19 Véase el artículo titulado «Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre de 2007.

Gráfico 6 M3, otros instrumentos de las IFM y participaciones en FI emitidas por fondos de inversión de la zona del euro

(operaciones financieras trimestrales en mm de euros; desestacionalizadas; en porcentaje anual; saldos netos)



Fuente: BCE.

Notas: La curva de rendimientos se calcula como la diferencia entre el rendimiento nominal de los bonos a largo plazo y los tipos de interés de mercado a corto plazo. Las participaciones de los FI se presentan en escala invertida, para visualizar mejor los cambios en la asignación entre algunas clases de instrumentos financieros.

cala mundial, revisiones a la baja de las expectativas de beneficios de las empresas y una mayor preocupación sobre la sostenibilidad del sistema financiero internacional. Todos estos factores afectaron considerablemente a la confianza y a la aversión al riesgo de los inversores, e influyeron también en el rendimiento relativo de los activos. Parece que los inversores de la zona del euro han colocado los ingresos derivados de la venta de participaciones en fondos de inversión en activos monetarios y en deuda pública durante este período. Los activos monetarios se beneficiaron especialmente de la forma invertida de la curva de rendimientos, así como de las medidas adoptadas por los Gobiernos para restablecer la confianza en las entidades de crédito (p. ej., la ampliación de los sistemas de garantía de depósitos).

Sin embargo, la evolución observada desde el segundo trimestre de 2009 sugiere una importante recuperación de la emisión neta de participaciones en fondos de inversión y un reequilibrio gradual de las carteras de inversión financiera por parte de los inversores, lo que se correspondió con la mejora del clima en los mercados financieros hasta comienzos de 2010 y con la marcada pendiente de la curva de rendimientos observada en 2009. Ambos factores favorecieron la venta de los activos monetarios y la vuelta a activos a largo plazo de más riesgo.

Los datos de emisión de las participaciones en fondos de inversión clasificados por política de inversión también recogen información valiosa para el análisis de los cambios en el comportamiento de los sectores tenedores de dinero en relación con la inversión de las carteras. Efectivamente, los distintos tipos de fondos tienen perfiles de riesgo diferentes y ofrecen diversas rentabilidades sobre la inversión. Es, por lo tanto, interesante analizar si se produjeron más desplazamientos de cartera, por ejemplo, desde fondos de renta variable que desde fondos de renta fija hacia otra clase de activos o si todos los tipos de fondos de inversión se vieron afectados del mismo modo. Además, los desplazamientos de cartera no tienen que limitarse necesariamente a la reasignación de los activos entre fondos de inversión y otras clases de activos,

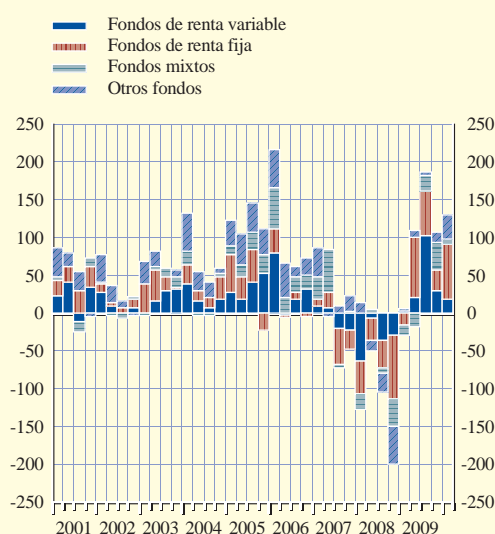
sino que también pueden tener lugar entre distintos tipos de fondos de inversión debido a cambios en el rendimiento relativo.

El gráfico 7 muestra las retiradas netas que se produjeron en todos los tipos de fondos de inversión durante el período comprendido entre el segundo trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2009. Sin embargo, en términos tanto absolutos como relativos, los flujos de salida fueron más pronunciados en el caso de los fondos de renta fija que, en este período, se cifraron en 281 mm de euros, o el 15% de su saldo vivo en el segundo trimestre de 2007. Las retiradas netas de los fondos de renta variable fueron muy inferiores, y ascendieron a 176 mm de euros o el 10% de su saldo vivo.

Los flujos de salida especialmente intensos de los fondos de renta fija pudieron deberse a dos factores. En primer lugar, los fondos de renta fija y los activos monetarios son instrumentos financieros remunerados que, en momentos de normalidad, son sustitutos próximos debido a su «seguridad». Dado que la pendiente de la curva de rendimientos

Gráfico 7 Participaciones en FI emitidas por los fondos de inversión de la zona del euro

(operaciones financieras trimestrales en mm de euros; sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

Nota: «Otros fondos» incluye todos los fondos distintos de fondos de renta variable, de renta fija y fondos mixtos.

fue muy plana durante el período, es posible que los inversores prefirieran pasar de vencimientos a largo a vencimientos a corto y, por ello, traspasaran sus inversiones de fondos de renta fija a activos monetarios. En segundo lugar, los inversores podrían haber querido reducir también el peso de los fondos de renta fija en sus carteras de inversión, debido a las tensiones observadas en los mercados de bonos de titulización y a la elevada incertidumbre sobre la medida en que los distintos fondos poseían este tipo de instrumentos.

Las nuevas estadísticas de fondos de inversión también pueden mejorar el análisis monetario que se efectúa regularmente gracias a la información adicional sobre las contribuciones a M3 por sectores. La información relativa al lado del activo de las estadísticas de fondos de inversión y al lado del pasivo de las estadísticas de IFM muestra que los fondos de inversión representaban aproximadamente un 30% del total de tenencias de depósitos de M3 de los OIF y alrededor de un 5% del total de tenencias de M3 en el primer trimestre de 2010. Esto supone que las tenencias monetarias en los fondos de inversión influyen en el crecimiento de M3, especialmente si hay más volatilidad en las tenencias de depósitos de los fondos de inversión que en otras partes del sector OIF y, más en general, que en el sector tenedor de dinero. Dicha volatilidad puede derivarse, por ejemplo, de la utilización de activos monetarios por parte de los fondos de inversión como manera de acumular fondos o reservas de liquidez.

ANÁLISIS FINANCIERO: FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA EN LOS MERCADOS DE CAPITALES

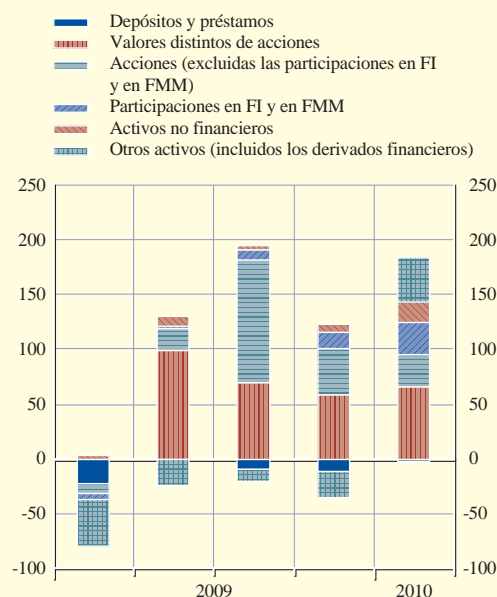
Una cuestión fundamental en el análisis financiero es la evaluación de la situación de los distintos sectores en lo que se refiere a la financiación en los mercados financieros. Los fondos de inversión son importantes inversores institucionales y, como tales, adquieren acciones y valores distintos de acciones emitidos por sociedades no financieras, instituciones financieras o Administraciones Públicas. Ello proporciona directamente financiación de mercado a los sectores en cuestión y también influye indirectamente en la cantidad de financiación bancaria. A través de sus compras netas de valores,

los fondos de inversión también influyen en los niveles de precios de las acciones y en el rendimiento de los bonos (directamente), así como en los tipos de interés de los préstamos aplicados por las entidades de crédito (indirectamente). Junto con las estadísticas del balance de las IFM, de emisión de valores y los precios de mercado, las nuevas estadísticas de fondos de inversión proporcionan información puntual sobre los cambios en las condiciones generales de financiación de los distintos sectores institucionales de la zona del euro, por separado.

Los datos relativos al lado del activo muestran que, en 2009 y en el primer trimestre de 2010, los fondos de inversión de la zona del euro invirtieron principalmente en valores distintos de acciones y en acciones y otras participaciones (véase gráfico 8). También adquirieron otros activos a pequeña escala, mientras que, al mismo tiempo, reducían sus tenencias líquidas (principalmente, depósitos). Esta evolución constituye un reflejo exacto de la emisión y las compras de participaciones en fondos de inversión por tipo de política de inversión en el lado del pasivo del balance de los fondos de inversión,

Gráfico 8 Compras netas de activos por fondos de inversión de la zona del euro

(flujos trimestrales; mm de euros, sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

ya que los distintos fondos están obligados, en general, a invertir en sus respectivas clases de activos.

Las nuevas estadísticas incluyen, asimismo, desagregaciones bastante detalladas de las compras netas de valores distintos de acciones y de acciones y otras participaciones por parte de los fondos de inversión, por ubicación geográfica y por sectores²⁰. Esta información puede ser especialmente útil en los períodos de crisis económica o financiera. Por ejemplo, las compras y las ventas de bonos de titulización por parte de los fondos de inversión se harían evidentes en los cambios en las adquisiciones netas de valores distintos de acciones. En este sentido, los datos sugieren que, en 2009 y en el primer trimestre de 2010, los fondos de inversión de la zona del euro adquirieron, principalmente, valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas de la zona del euro y por el resto del mundo (véase gráfico 9)²¹. En cambio, las compras de valores de renta fija emitidos por IFM y por sociedades no financieras residentes en la zona fueron bastante escasas durante este período.

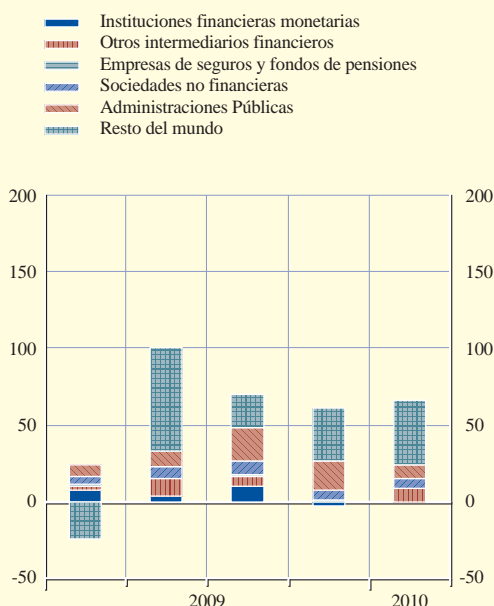
Parece que, en los últimos trimestres, los fondos de inversión de la zona del euro han incrementado sus tenencias de acciones y otras participaciones extranjeras sustancialmente más que sus tenencias de valores nacionales (véase gráfico 10), lo que podría reflejar diferencias en el rendimiento esperado de los activos entre el resto del mundo y la zona del euro, aunque en el contexto de las turbulencias financieras podría deberse también a un cambio en el sesgo nacional que podría haber estado actuando en los primeros estadios de la crisis.

20 Anteriormente solo se disponía parcialmente de información más detallada sobre las estadísticas del balance de las IFM y de la balanza de pagos. Las primeras recogían un detalle de las tenencias de las IFM y de las compras netas de acciones y valores distintos de acciones emitidos originalmente por las IFM, las Administraciones Públicas y el sector privado de la zona del euro, mientras que las segundas incluían una desagregación de las tenencias y de las compras netas de distintos instrumentos financieros por IFM, sectores privados distintos de IFM y Administraciones Públicas frente al resto del mundo.

21 La aparente venta de bonos directos y de tenencias de acciones y otras participaciones y la compra de participaciones en fondos de inversión por los fondos de pensiones holandeses también explican una parte significativa del aumento de las tenencias de valores extranjeros en poder de los fondos de inversión en el segundo y tercer trimestres de 2009.

Gráfico 9 Compras netas de valores distintos de acciones por fondos de inversión de la zona del euro, por sector emisor

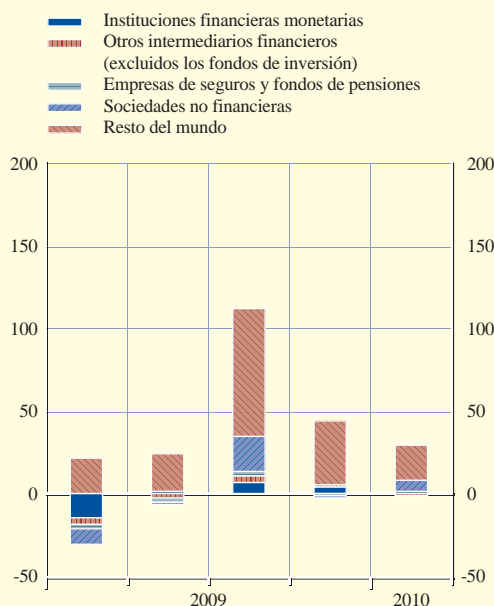
(flujos trimestrales; mm de euros, sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

Gráfico 10 Compras netas de acciones y otras participaciones por fondos de inversión de la zona del euro, por sector emisor

(flujos trimestrales; mm de euros, sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

Basándose en el saldo vivo total de los valores distintos de acciones de las cuentas de la zona del euro, las nuevas estadísticas de fondos de inversión implican que estos mantenían, en el cuarto trimestre de 2009, aproximadamente un 10% y un 15% de los valores de renta fija emitidos por las IFM y por las sociedades no financieras de la zona, respectivamente, y en torno al 15% del total de acciones cotizadas emitidas por estos sectores (información basada en datos de las cuentas de la zona del euro y en las nuevas estadísticas de fondos de inversión). Del mismo modo, tenían en su poder en torno a un 10% del saldo vivo de deuda pública de la zona. Todo ello pone de manifiesto que los fondos de inversión desempeñan un papel relativamente importante, aunque no dominante, en la intermediación financiera con las entidades de crédito, las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas.

ANÁLISIS ECONÓMICO: EL IMPACTO DE LA RIQUEZA FINANCIERA EN EL GASTO

Las nuevas estadísticas de fondos de inversión también pueden utilizarse para reforzar el análisis económico, por ejemplo, para evaluar el impacto de los cambios en la riqueza neta sobre el ahorro y el consumo. En primer lugar, el saldo vivo total de las participaciones en fondos de inversión emitidas (en el pasivo del balance de los fondos) brinda información sobre el nivel de riqueza que los residentes y no residentes en la zona poseen en los fondos de inversión de la zona. En segundo lugar, las estadísticas sobre participaciones en fondos de inversión clasificadas por política de inversión y sobre tenencias de activos de los fondos por clase de activo, ofrecen información sobre las variaciones en el precio de los activos a las que pueden verse expuestos los inversores como consecuencia de sus inversiones en los fondos de inversión.

Este tipo de información es especialmente útil para evaluar los efectos que el tamaño y la estructura de las tenencias de riqueza pueden tener en la propensión a consumir y a invertir, y en el comportamiento ahorrador de los distintos sectores institucionales. A este respecto, los cambios en el valor de los activos mantenidos por los fondos de inversión se transmiten, a través de la valoración

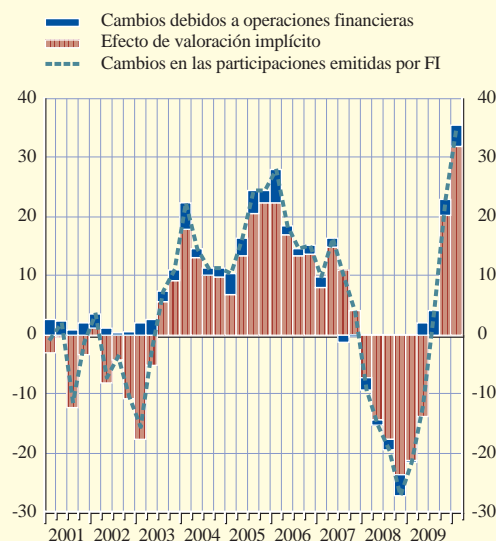
de las participaciones emitidas, a la riqueza neta de los hogares, las sociedades no financieras y los fondos de pensiones y, por último, a las decisiones de gasto y de ahorro.

Los efectos de valoración continuados pueden hacer que los tenedores de participaciones en fondos de inversión —en particular, los hogares— se sientan más ricos y, por lo tanto, reduzcan el ahorro e incrementen el gasto²². En el gráfico 11 se muestra que, en el caso de los fondos de inversión de la zona, los cambios en los saldos de las participaciones emitidas se han producido, en general, más a causa de variaciones de precios que por operaciones financieras. Este efecto fue especialmente intenso en el período comprendido entre el segundo trimestre de 2003 y el primer trimestre de 2008, debido a la favorable evolución del precio de las acciones tras el descenso del precio de los activos posterior a la explosión de la burbuja tecnológica. En este pe-

22 Según los datos de las estadísticas de las cuentas de la zona del euro y de las nuevas estadísticas de fondos de inversión, las tenencias de participaciones en fondos de inversión directos de los hogares representaban cerca del 40% del total de participaciones en fondos de inversión mantenidas por residentes en la zona del euro en el cuarto trimestre de 2009 (neto de las tenencias en poder de los fondos de inversión).

Gráfico 11 Cambios en el saldo vivo de participaciones emitidas por los fondos de inversión de la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

río, la rentabilidad de las participaciones en fondos de inversión superó por un margen sustancial el rendimiento ofrecido por instrumentos financieros alternativos como los activos monetarios.

En este momento, las estadísticas de fondos de inversión solo facilitan información de las contrapartidas en el lado del pasivo del balance de los fondos, en términos de residentes en la zona del euro y no residentes. El detalle adicional de los sectores residentes que contemplan las nuevas estadísticas ayudará a entender cómo las perturbaciones sobre el precio de los activos modifican el valor de las tenencias de activos de los fondos y de las participaciones en los fondos de inversión y, por lo tanto, la riqueza de los distintos sectores nacionales.

5 CONCLUSIONES

El BCE ha publicado estadísticas armonizadas de los activos y pasivos de los fondos de inversión residentes en la zona del euro desde diciembre de 2009. Estos datos mejoran significativamente el marco estadístico de la zona del euro en lo que se refiere a los intermediarios financieros distintos de IFM y constituyen un complemento importante de las estadísticas de IFM. Facilitan también un análisis más detallado de las variaciones en el comportamiento inversor del sector tenedor de dinero, de la situación de la economía en relación con la financiación y del posible impacto sobre el consumo a través de las variaciones de la riqueza financiera de los agentes económicos.

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	S56
6.2	Deuda	S57
6.3	Variaciones de la deuda	S58
6.4	Recursos, empleos y déficits/superávits; datos trimestrales	S59
6.5	Deuda trimestral y variaciones de la deuda	S60
7	OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR	
7.1	Resumen de la balanza de pagos	S61
7.2	Cuenta corriente y cuenta de capital	S62
7.3	Cuenta financiera	S64
7.4	Presentación monetaria de la balanza de pagos	S70
7.5	Comercio exterior de bienes	S71
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivos	S73
8.2	Tipos de cambio bilaterales	S74
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	S75
9.2	En Estados Unidos y Japón	S76
	LISTA DE GRÁFICOS	S77
	NOTAS TÉCNICAS	S79
	NOTAS GENERALES	S85

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	19,2	4,64	3,69
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	23,6	1,22	3,76
2009 III	12,2	4,5	2,7	-	0,4	23,6	0,87	3,64
IV	12,3	2,2	0,3	-	-0,6	18,8	0,72	3,76
2010 I	11,3	1,7	-0,2	-	-0,4	8,9	0,66	3,46
II	10,3	1,4	-0,1	-	0,1	.	0,69	3,03
2010 Feb	11,0	1,6	-0,4	-0,2	-0,4	7,7	0,66	3,49
Mar	10,8	1,6	-0,1	-0,2	-0,2	6,8	0,64	3,46
Abr	10,7	1,3	-0,2	-0,1	0,2	5,6	0,64	3,40
May	10,3	1,5	-0,1	0,0	0,2	4,1	0,69	3,00
Jun	9,2	1,4	0,2	.	0,3	.	0,73	3,03
Jul	.	.	.	.	.	.	0,85	3,01

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	2,7	-4,1	-14,9	71,1	-1,9	9,4
2009 IV	0,4	-4,6	1,7	-2,1	-7,4	71,7	-2,0	9,8
2010 I	1,1	-0,1	2,1	0,6	4,8	73,9	-1,2	9,9
II	1,5	3,0	.	.	.	76,5	.	10,0
2010 Feb	0,9	-0,4	-	-	4,4	-	-	9,9
Mar	1,4	0,9	-	-	7,8	-	-	10,0
Abr	1,5	2,8	-	-	9,5	75,5	-	10,0
May	1,6	3,1	-	-	9,6	-	-	10,0
Jun	1,4	3,0	-	-	.	-	-	10,0
Jul	1,7	.	-	-	.	77,4	-	.

3. Estadísticas del sector exterior

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)			Activos de reserva (saldos a fin de período)	Posición de inversión internacional neta (en porcentaje del PIB)	Deuda externa bruta (en porcentaje del PIB)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-21 ⁵⁾ (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado- unido/euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas y de cartera					Nominal	Real (IPC)	
		Bienes							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008	-144,0	-19,1	145,4	374,2	-17,6	118,2	110,5	110,1	1,4708
2009	-49,7	40,7	229,8	462,4	-15,5	115,8	111,7	110,6	1,3948
2009 III	-2,2	13,8	54,4	430,9	-17,7	116,1	112,1	110,9	1,4303
IV	8,0	20,5	62,9	462,4	-15,5	115,8	113,8	112,2	1,4779
2010 I	-22,9	2,8	-12,6	498,7	-14,8	119,9	108,7	106,9	1,3829
II	.	.	.	583,3	.	.	103,1	101,8	1,2708
2010 Feb	-7,9	4,2	-15,3	492,6	.	.	108,0	106,1	1,3686
Mar	-2,1	6,2	-27,8	498,7	.	.	107,4	105,7	1,3569
Abr	-7,7	2,9	20,9	521,6	.	.	106,1	104,5	1,3406
May	-14,7	0,6	46,7	569,7	.	.	102,8	101,4	1,2565
Jun	.	.	.	583,3	.	.	100,7	99,4	1,2209
Jul	.	.	.	.	.	.	102,5	101,2	1,2770

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

	9 julio 2010	16 julio 2010	23 julio 2010	30 julio 2010
Oro y derechos en oro	352.092	352.093	351.970	351.969
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	234.242	234.071	235.568	236.347
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	30.780	30.479	29.840	29.473
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	17.545	19.690	18.066	17.945
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	635.009	619.406	625.198	632.499
Operaciones principales de financiación	229.070	195.661	201.286	189.986
Operaciones de financiación a plazo más largo	405.927	423.722	423.722	442.042
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	1	1	3	366
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	10	22	187	104
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	43.009	42.630	44.382	42.934
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	418.037	417.074	418.516	417.768
Valores mantenidos con fines de política monetaria	120.894	121.196	121.372	121.454
Otros valores	297.143	295.878	297.143	296.315
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	35.037	35.041	35.041	35.041
Otros activos	238.995	236.504	235.031	237.684
Total activo	2.004.747	1.986.989	1.993.612	2.001.660

2. Pasivo

	9 julio 2010	16 julio 2010	23 julio 2010	30 julio 2010
Billetes en circulación	818.831	818.993	817.525	820.583
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	391.437	384.440	366.596	377.258
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	126.783	265.865	245.255	195.798
Facilidad de depósito	205.544	58.550	61.325	120.894
Depósitos a plazo	59.000	60.000	60.000	60.500
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	109	25	17	66
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	645	626	1.392	1.784
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	108.907	100.028	124.824	118.125
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	42.190	42.785	42.181	42.232
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	915	909	906	1.342
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	16.281	15.676	16.633	16.096
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	56.711	56.711	56.711	56.711
Otros pasivos	161.822	159.811	159.835	160.520
Cuentas de revalorización	328.818	328.818	328.818	328.818
Capital y reservas	78.191	78.191	78.190	78.190
Total pasivo	2.004.747	1.986.989	1.993.612	2.001.660

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			
			Tipo fijo	Tipo mínimo de puja			
	Nivel	Variación	Nivel	Nivel	Variación	Nivel	Variación
	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 fijo		Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Operaciones principales de financiación									
2010 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
16	126.672	101	126.672	1,00	-	-	-	-	7
23	151.511	114	151.511	1,00	-	-	-	-	7
30	162.912	157	162.912	1,00	-	-	-	-	7
7 Jul	229.070	151	229.070	1,00	-	-	-	-	7
14	195.661	147	195.661	1,00	-	-	-	-	7
21	201.286	163	201.286	1,00	-	-	-	-	7
28	189.986	151	189.986	1,00	-	-	-	-	7
4 Ago	154.844	125	154.844	1,00	-	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo									
2010 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
16 Jun	31.603	23	31.603	1,00	-	-	-	-	28
1 Jul	131.933	171	131.933	1,00	-	-	-	-	91
14	49.399	34	49.399	1,00	-	-	-	-	28
29	23.166	70	23.166	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 fijo		Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					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	
2010 19 May	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
15	Captación de depósitos a plazo fijo	363.775	174	363.475	-	-	1,00	0,80	0,77	1
16	Captación de depósitos a plazo fijo	71.078	66	47.000	-	-	1,00	0,30	0,28	7
23	Captación de depósitos a plazo fijo	71.560	67	51.000	-	-	1,00	0,40	0,31	7
30	Captación de depósitos a plazo fijo	31.866	45	31.866	-	-	1,00	1,00	0,54	7
1 Jul	Operaciones temporales	111.237	78	111.237	1,00	-	-	-	-	6
7	Captación de depósitos a plazo fijo	87.431	88	59.000	-	-	1,00	0,75	0,56	7
13	Captación de depósitos a plazo fijo	201.673	158	200.908	-	-	1,00	0,80	0,76	1
14	Captación de depósitos a plazo fijo	98.288	85	60.000	-	-	1,00	0,65	0,56	7
21	Captación de depósitos a plazo fijo	97.169	88	60.000	-	-	1,00	0,64	0,56	7
28	Captación de depósitos a plazo fijo	88.550	86	60.500	-	-	1,00	0,60	0,55	7
4 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	115.689	93	60.500	-	-	1,00	0,50	0,45	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 decidir 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
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009	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
Feb	18.516,2	9.828,1	759,3	2.479,5	1.282,5	4.166,8
Mar	18.587,9	9.807,3	782,8	2.506,7	1.283,5	4.207,6
Abr	18.861,5	9.912,0	764,4	2.584,6	1.345,7	4.254,8
May	19.042,0	9.993,3	746,6	2.600,6	1.411,4	4.290,0

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 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	212,5	1,3	0,0	1,00
13 Jul	213,0	214,4	1,4	0,0	1,00
10 Ago	214,3	.	.	.	.

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						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	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⁾		
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 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
15 Jun	462,4	110,0	706,7	0,3	86,9	288,8	34,1	806,2	123,1	-98,4	212,5	1.307,5
13 Jul	500,9	167,5	573,2	0,3	140,2	230,4	54,4	813,0	126,5	-56,5	214,4	1.257,8

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

 2) Incluye la liquidez proporcionada en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados (*covered bonds*) y del programa para los mercados de valores 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>.

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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			
	1	2	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM						6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema																	
2008	2.982,9	1.803,0	20,6	0,6	1.781,8	362,3	319,6	3,3	39,4	-	14,4	484,7	8,6	309,9			
2009	2.829,9	1.475,6	19,5	0,7	1.455,4	451,7	368,3	7,5	75,9	-	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	8,4	87,9	-	16,6	583,0	8,4	324,4			
II ^(p)	3.390,3	1.822,1	18,8	0,9	1.802,4	526,7	416,5	9,7	100,5	-	15,8	670,4	8,6	346,7			
2010 Ene	2.823,5	1.464,9	19,5	0,7	1.444,8	451,7	364,3	7,9	79,5	-	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	8,0	83,7	-	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	8,4	87,9	-	16,6	583,0	8,4	324,4			
Abr	2.946,5	1.511,9	19,0	0,7	1.492,3	478,9	377,6	8,7	92,6	-	16,4	609,9	8,4	321,0			
May	3.259,3	1.732,5	19,0	0,7	1.712,9	516,5	408,6	9,2	98,7	-	15,9	665,6	8,5	320,3			
Jun ^(p)	3.390,3	1.822,1	18,8	0,9	1.802,4	526,7	416,5	9,7	100,5	-	15,8	670,4	8,6	346,7			
IFM, excluido el Eurosistema																	
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	31.153,8	17.703,7	1.002,3	10.780,3	5.921,1	4.630,0	1.245,9	1.406,8	1.977,4	85,1	1.234,9	4.258,1	220,4	2.590,2			
2010 I	31.570,0	17.749,5	1.032,8	10.797,4	5.919,3	5.127,5	1.551,5	1.482,7	2.093,2	77,7	1.228,3	4.420,6	217,9	2.748,5			
II ^(p)	32.593,4	18.236,5	1.067,0	10.957,7	6.211,8	5.122,6	1.569,8	1.522,4	2.030,3	67,3	1.231,3	4.599,5	221,0	3.115,3			
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	31.570,0	17.749,5	1.032,8	10.797,4	5.919,3	5.127,5	1.551,5	1.482,7	2.093,2	77,7	1.228,3	4.420,6	217,9	2.748,5			
Abr	31.990,9	17.905,5	1.037,2	10.818,9	6.049,4	5.130,9	1.561,6	1.490,1	2.079,2	76,6	1.271,2	4.517,5	217,9	2.871,3			
May	32.714,6	18.182,1	1.051,4	10.861,0	6.269,6	5.080,2	1.553,0	1.469,0	2.058,2	74,6	1.255,3	4.688,2	218,5	3.215,7			
Jun ^(p)	32.593,4	18.236,5	1.067,0	10.957,7	6.211,8	5.122,6	1.569,8	1.522,4	2.030,3	67,3	1.231,3	4.599,5	221,0	3.115,3			

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						3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema												
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	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	
II ^(p)	3.390,3	835,4	1.623,2	137,2	21,4	1.464,6	-	0,1	413,5	142,5	375,6	
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	2.946,5	821,1	1.264,2	87,8	22,0	1.154,4	-	0,1	369,2	140,1	351,8	
May	3.259,3	828,4	1.510,9	128,8	22,7	1.359,5	-	0,1	407,0	155,3	357,6	
Jun ^(p)	3.390,3	835,4	1.623,2	137,2	21,4	1.464,6	-	0,1	413,5	142,5	375,6	
IFM, excluido el Eurosistema												
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	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	31.570,0	-	16.419,1	166,3	10.026,2	6.226,5	705,8	5.019,0	1.930,1	4.289,1	3.207,0	
II ^(p)	32.593,4	-	16.988,6	168,1	10.291,2	6.529,3	672,4	4.988,2	1.994,8	4.477,0	3.472,4	
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	31.570,0	-	16.419,1	166,3	10.026,2	6.226,5	705,8	5.019,0	1.930,1	4.289,1	3.207,0	
Abr	31.990,9	-	16.593,5	159,7	10.113,7	6.320,1	710,6	5.025,0	1.933,8	4.410,1	3.317,9	
May	32.714,6	-	16.867,7	155,6	10.138,1	6.574,0	704,6	5.034,7	1.941,0	4.550,4	3.616,2	
Jun ^(p)	32.593,4	-	16.988,6	168,1	10.291,2	6.529,3	672,4	4.988,2	1.994,8	4.477,0	3.472,4	

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 emitidas 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											
2008	24.127,6	11.761,8	989,0	10.772,8	2.975,6	1.565,5	1.410,1	784,2	5.239,0	220,0	3.147,1
2009	23.866,5	11.802,7	1.021,7	10.781,0	3.356,4	1.852,2	1.504,2	811,8	4.815,8	228,9	2.851,0
2010 I	24.314,2	11.850,4	1.052,3	10.798,1	3.418,7	1.927,6	1.491,1	793,5	5.003,7	226,3	3.021,6
II ^(p)	25.260,5	12.044,3	1.085,7	10.958,6	3.518,5	1.986,4	1.532,2	785,9	5.269,9	229,5	3.412,2
2010 Ene	24.094,3	11.804,2	1.033,3	10.770,9	3.361,8	1.860,7	1.501,1	815,6	4.946,7	228,1	2.937,7
Feb	24.264,8	11.802,7	1.028,5	10.774,2	3.402,8	1.897,4	1.505,4	801,4	5.017,8	226,6	3.013,6
Mar	24.314,2	11.850,4	1.052,3	10.798,1	3.418,7	1.927,6	1.491,1	793,5	5.003,7	226,3	3.021,6
Abr	24.636,5	11.875,7	1.056,2	10.819,5	3.438,0	1.939,2	1.498,8	825,2	5.127,4	226,3	3.143,9
May	25.240,0	11.932,1	1.070,4	10.861,7	3.439,8	1.961,6	1.478,2	800,6	5.353,8	227,0	3.486,7
Jun ^(p)	25.260,5	12.044,3	1.085,7	10.958,6	3.518,5	1.986,4	1.532,2	785,9	5.269,9	229,5	3.412,2
Operaciones											
2008	1.711,2	599,0	12,8	586,2	499,6	90,1	409,4	-56,0	-56,3	-3,0	728,9
2009	-649,7	20,5	34,9	-14,4	364,5	269,8	94,7	12,8	-467,7	7,8	-588,1
2010 I	271,0	31,0	30,1	0,9	53,0	71,6	-18,5	-13,1	52,7	-2,7	150,0
II ^(p)	531,0	124,6	34,8	89,8	52,4	59,6	-7,2	1,0	-36,6	2,7	385,3
2010 Ene	126,6	-18,1	11,3	-29,5	2,2	8,6	-6,4	4,9	62,5	-0,7	75,8
Feb	118,6	-1,7	-4,9	3,3	34,4	31,9	2,5	-12,1	16,7	-1,8	83,0
Mar	25,8	50,8	23,7	27,1	16,4	31,1	-14,7	-6,0	-26,5	-0,1	-8,8
Abr	282,1	33,7	3,6	30,1	20,4	13,3	7,1	34,9	71,5	0,1	121,6
May	399,1	36,9	13,8	23,1	-0,5	20,9	-21,3	-20,6	37,5	0,7	345,0
Jun ^(p)	-150,2	54,0	17,4	36,6	32,5	25,5	7,1	-13,4	-145,6	2,0	-81,2

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										
2008	24.127,6	722,9	259,8	9.707,1	725,7	2.831,6	1.615,2	4.782,1	3.562,7	-79,9
2009	23.866,5	770,1	246,8	10.057,2	646,9	2.762,4	1.802,3	4.240,0	3.369,6	-29,0
2010 I	24.314,2	768,7	267,5	10.048,2	628,1	2.837,9	1.831,7	4.424,5	3.556,6	-49,0
II ^(p)	25.260,5	785,6	305,3	10.312,6	604,8	2.857,5	1.947,1	4.619,5	3.848,1	-20,3
2010 Ene	24.094,3	757,2	277,4	10.033,2	651,9	2.808,9	1.798,1	4.360,4	3.436,2	-29,1
Feb	24.264,8	759,7	273,5	10.035,6	643,7	2.803,6	1.814,1	4.423,5	3.523,4	-12,2
Mar	24.314,2	768,7	267,5	10.048,2	628,1	2.837,9	1.831,7	4.424,5	3.556,6	-49,0
Abr	24.636,5	772,7	247,6	10.135,7	633,7	2.853,2	1.840,5	4.550,2	3.669,7	-67,2
May	25.240,0	779,1	284,3	10.160,8	629,8	2.877,9	1.877,4	4.705,7	3.973,7	-49,0
Jun ^(p)	25.260,5	785,6	305,3	10.312,6	604,8	2.857,5	1.947,1	4.619,5	3.848,1	-20,3
Operaciones										
2008	1.711,2	83,3	106,1	700,3	29,4	-31,8	139,0	93,1	616,2	-24,6
2009	-649,7	45,8	-4,5	288,8	-12,3	-54,8	142,7	-591,0	-506,9	42,5
2010 I	271,0	-1,3	20,7	-31,1	-20,1	49,8	0,5	75,4	190,7	-13,7
II ^(p)	531,0	16,9	37,7	138,5	-27,3	-33,1	29,5	-58,1	400,9	25,5
2010 Ene	126,6	-12,8	30,7	-32,3	4,7	30,5	-8,8	56,3	72,6	-14,2
Feb	118,6	2,4	-3,9	-10,6	-8,2	-13,3	-1,0	28,9	101,7	22,5
Mar	25,8	9,1	-6,0	11,8	-16,6	32,6	10,4	-9,7	16,4	-22,0
Abr	282,1	4,0	-20,0	83,5	1,6	8,3	-1,0	96,5	121,2	-12,3
May	399,1	6,4	36,8	5,2	-4,0	-14,8	14,0	4,0	329,2	22,3
Jun ^(p)	-150,2	6,5	20,9	49,8	-24,9	-26,6	16,5	-158,6	-49,4	15,5

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⁾

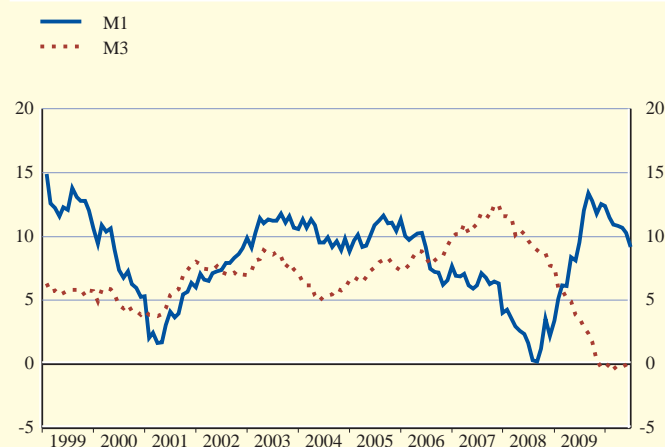
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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 titulizaciones ⁴⁾				
	M1	M2-M1							9	10		11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2008	3.980,2	4.033,1	8.013,3	1.372,0	9.385,4	-	6.286,8	2.576,2	12.966,7	10.777,2	-	437,2
2009	4.492,2	3.688,4	8.180,6	1.146,3	9.327,0	-	6.761,6	2.899,9	13.087,2	10.779,2	-	555,7
2010 I	4.567,8	3.653,8	8.221,5	1.103,0	9.324,5	-	6.908,9	2.979,0	13.097,2	10.803,2	-	590,8
II ^(p)	4.662,6	3.630,9	8.293,5	1.129,7	9.423,2	-	7.134,2	3.048,5	13.238,4	10.931,3	-	656,3
2010 Feb	4.561,1	3.659,6	8.220,7	1.091,1	9.311,8	-	6.876,7	2.929,6	13.122,5	10.795,6	-	572,7
Mar	4.567,8	3.653,8	8.221,5	1.103,0	9.324,5	-	6.908,9	2.979,0	13.097,2	10.803,2	-	590,8
Abr	4.648,6	3.616,5	8.265,1	1.120,0	9.385,0	-	6.962,3	2.983,5	13.102,8	10.821,4	-	604,4
May	4.645,6	3.630,0	8.275,6	1.103,4	9.379,0	-	7.021,6	3.025,0	13.102,0	10.859,0	-	689,9
Jun ^(p)	4.662,6	3.630,9	8.293,5	1.129,7	9.423,2	-	7.134,2	3.048,5	13.238,4	10.931,3	-	656,3
Operaciones												
2008	130,2	484,0	614,1	47,8	661,9	-	253,3	103,1	928,1	581,9	737,8	-150,3
2009	496,0	-368,3	127,7	-157,7	-30,0	-	420,7	308,8	83,7	-20,7	19,6	122,9
2010 I	71,6	-45,1	26,5	-43,7	-17,2	-	83,9	74,8	-6,4	7,8	-1,9	9,0
II ^(p)	77,0	-32,6	44,5	23,9	68,4	-	-12,3	71,6	31,0	57,5	65,0	15,7
2010 Feb	21,2	-11,7	9,5	-8,6	0,9	-	3,4	27,3	19,6	21,6	18,7	-17,6
Mar	6,6	-6,2	0,4	11,1	11,5	-	22,7	50,2	-20,5	10,8	8,9	16,4
Abr	79,8	-39,4	40,4	13,1	53,4	-	35,6	5,9	16,7	26,9	28,3	-9,4
May	-10,1	6,7	-3,3	-16,7	-20,1	-	-9,0	39,5	-16,7	18,5	19,2	48,1
Jun ^(p)	7,3	0,1	7,4	27,6	35,0	-	-39,0	26,2	31,0	12,1	17,5	-23,0
Tasas de crecimiento												
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	12,4	-9,1	1,6	-11,6	-0,3	-0,2	6,7	11,9	0,6	-0,2	0,2	122,9
2010 I	10,8	-8,0	1,6	-10,9	-0,1	-0,2	5,9	9,7	0,2	-0,2	-0,1	155,5
II ^(p)	9,2	-7,2	1,4	-7,3	0,2	0,0	3,7	8,1	0,0	0,3	0,2	76,3
2010 Feb	11,0	-8,1	1,6	-12,6	-0,4	-0,2	5,7	9,2	0,3	-0,4	-0,2	139,2
Mar	10,8	-8,0	1,6	-10,9	-0,1	-0,2	5,9	9,7	0,2	-0,2	-0,1	155,5
Abr	10,7	-8,6	1,3	-10,0	-0,2	-0,1	6,0	8,7	0,4	0,2	0,2	87,9
May	10,3	-8,0	1,5	-9,8	-0,1	0,0	5,1	9,4	0,1	0,2	0,2	105,0
Jun ^(p)	9,2	-7,2	1,4	-7,3	0,2	.	3,7	8,1	0,0	0,3	0,2	76,3

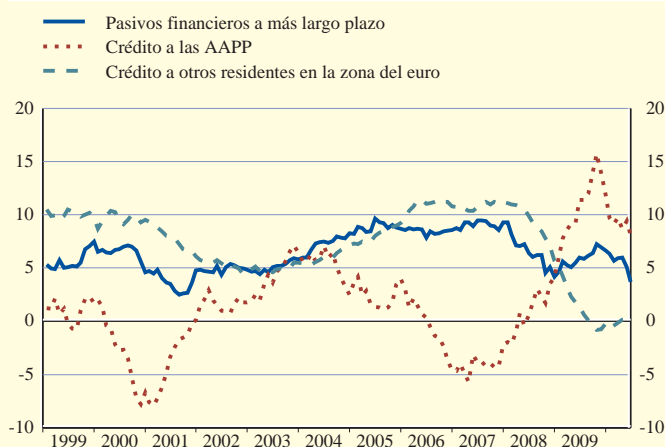
CI Agregados monetarios ¹⁾

(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 titulizaciones.

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)

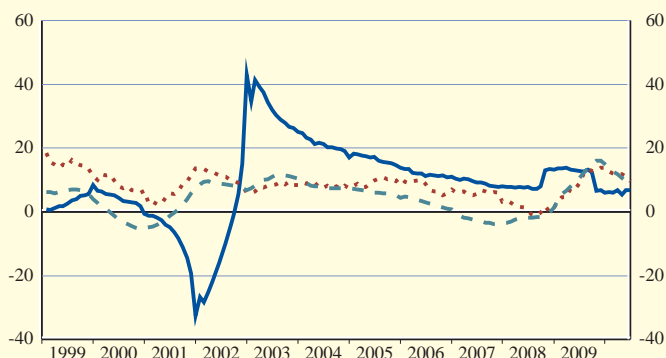
2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	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											
2008	710,6	3.269,7	2.464,5	1.568,6	350,3	754,9	266,9	2.576,9	121,6	1.984,4	1.603,9
2009	755,3	3.736,9	1.883,0	1.805,4	340,3	673,5	132,6	2.642,3	131,9	2.198,3	1.789,1
2010 I	775,5	3.792,3	1.817,2	1.836,6	342,9	625,2	134,9	2.704,8	132,2	2.242,0	1.829,9
II ^(p)	785,1	3.877,5	1.791,0	1.840,0	399,3	605,5	124,8	2.718,3	127,7	2.340,3	1.947,9
2010 Feb	764,8	3.796,3	1.830,1	1.829,5	323,6	641,7	125,8	2.685,2	131,2	2.245,2	1.815,1
Mar	775,5	3.792,3	1.817,2	1.836,6	342,9	625,2	134,9	2.704,8	132,2	2.242,0	1.829,9
Abr	769,2	3.879,3	1.773,6	1.843,0	359,2	624,2	136,6	2.721,1	131,2	2.261,2	1.848,7
May	780,4	3.865,2	1.784,2	1.845,8	358,2	615,9	129,3	2.743,0	129,0	2.254,3	1.895,3
Jun ^(p)	785,1	3.877,5	1.791,0	1.840,0	399,3	605,5	124,8	2.718,3	127,7	2.340,3	1.947,9
Operaciones											
2008	83,6	46,5	463,4	20,5	47,0	32,6	-31,9	1,4	0,7	114,6	136,7
2009	43,4	452,6	-605,7	237,4	-10,1	-13,2	-134,4	79,6	8,9	191,4	140,8
2010 I	20,2	51,4	-75,3	30,2	2,4	-49,5	3,3	35,4	0,3	36,3	11,9
II ^(p)	9,7	67,4	-43,4	10,8	56,2	-23,7	-8,5	-40,5	-3,6	0,0	31,8
2010 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	-4,1	-13,4	7,1	19,2	-17,4	9,3	17,7	1,0	-3,5	7,6
Abr	-6,2	86,0	-45,6	6,2	16,3	-5,1	1,9	9,2	0,2	17,2	9,0
May	11,1	-21,2	4,4	2,4	-1,2	-8,3	-7,3	-17,6	-1,1	-13,9	23,5
Jun ^(p)	4,8	2,5	-2,2	2,3	41,1	-10,4	-3,1	-32,2	-2,7	-3,4	-0,7
Tasas de crecimiento											
2008	13,3	1,4	23,3	1,3	15,3	4,7	-10,6	0,1	0,5	6,1	9,3
2009	6,1	13,8	-24,4	15,1	-2,8	-1,8	-50,1	3,1	7,2	9,6	8,6
2010 I	6,8	11,7	-22,0	11,8	1,3	-11,8	-29,4	3,6	5,5	7,0	8,3
II ^(p)	6,9	9,7	-19,5	8,7	15,9	-13,3	-29,1	1,4	-0,8	4,6	6,3
2010 Feb	6,0	12,0	-22,5	12,7	-1,2	-9,4	-41,0	2,8	5,9	8,1	7,2
Mar	6,8	11,7	-22,0	11,8	1,3	-11,8	-29,4	3,6	5,5	7,0	8,3
Abr	5,5	11,8	-22,6	10,6	7,2	-11,8	-32,3	4,1	4,7	7,0	7,8
May	6,8	11,0	-21,2	9,7	9,8	-12,4	-33,0	2,8	2,3	5,6	8,0
Jun ^(p)	6,9	9,7	-19,5	8,7	15,9	-13,3	-29,1	1,4	-0,8	4,6	6,3

C3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

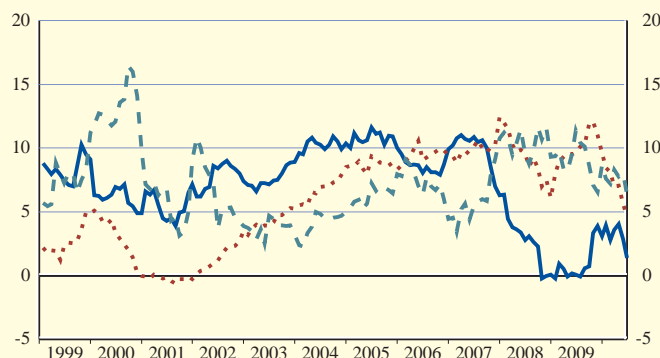
- Efectivo en circulación
- ... Depósitos a la vista
- - - Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

- Valores distintos de acciones a más de 2 años
- ... Depósitos disponibles a plazo de más de 2 años
- - - Capital y reservas



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)

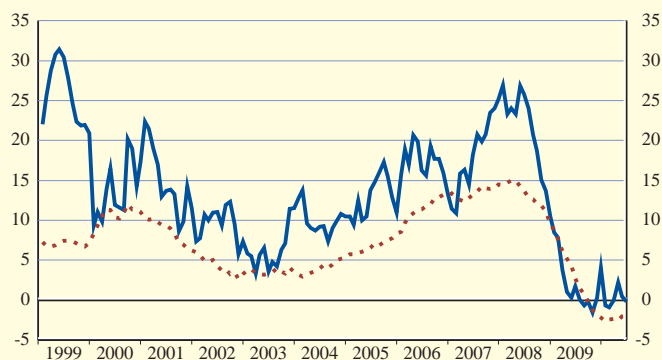
1. Préstamos a intermediarios financieros, sociedades no financieras y hogares

	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										
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	90,0	1.059,9	4.685,9	1.185,8	936,9	2.563,2	4.943,4	630,3	3.542,4	770,7
2010 I	87,4	1.048,7	4.684,9	1.169,7	926,4	2.588,7	4.982,3	622,4	3.581,0	778,8
II ^(p)	86,9	1.092,1	4.668,8	1.133,8	918,4	2.616,6	5.083,5	636,4	3.634,9	812,2
2010 Feb	91,3	1.042,4	4.694,7	1.183,9	931,2	2.579,7	4.967,2	624,8	3.565,5	776,9
Mar	87,4	1.048,7	4.684,9	1.169,7	926,4	2.588,7	4.982,3	622,4	3.581,0	778,8
Abr	90,5	1.069,7	4.664,1	1.152,8	921,5	2.589,9	4.997,1	623,8	3.593,5	779,9
May	90,2	1.070,9	4.689,2	1.164,1	920,9	2.604,1	5.008,7	623,1	3.604,7	781,0
Jun ^(p)	86,9	1.092,1	4.668,8	1.133,8	918,4	2.616,6	5.083,5	636,4	3.634,9	812,2
Operaciones										
2008	-3,7	87,2	418,7	86,8	119,8	212,0	79,8	10,4	52,3	17,1
2009	-13,6	35,9	-105,7	-181,0	-18,2	93,5	62,6	-0,9	51,2	12,3
2010 I	-2,8	-32,3	2,7	-10,5	-8,1	21,3	40,2	-4,1	36,4	7,9
II ^(p)	-1,1	34,5	-14,2	-31,7	-4,5	22,0	38,3	-7,9	35,8	10,4
2010 Feb	3,7	-6,6	12,8	-2,2	1,9	13,0	11,7	-1,7	10,4	3,0
Mar	-4,0	3,7	-4,9	-7,6	-3,6	6,2	16,0	-0,5	14,5	2,0
Abr	3,1	19,5	-11,8	-16,5	-1,3	6,0	16,1	0,1	12,5	3,6
May	-0,5	-8,3	18,1	9,9	-1,7	9,9	9,3	-1,2	9,1	1,4
Jun ^(p)	-3,7	23,4	-20,5	-25,1	-1,5	6,1	12,9	-6,7	14,2	5,4
Tasas de crecimiento										
2008	-3,5	10,0	9,5	6,7	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009	-13,0	3,6	-2,2	-13,1	-1,9	3,8	1,3	-0,1	1,5	1,6
2010 I	-11,4	0,1	-2,3	-11,2	-4,1	3,0	2,2	-1,0	2,6	2,8
II ^(p)	-13,4	-0,4	-1,9	-10,1	-4,6	3,3	2,8	-1,6	3,4	3,4
2010 Feb	-5,4	-0,6	-2,4	-12,0	-3,5	3,1	1,8	-0,8	2,1	2,7
Mar	-11,4	0,1	-2,3	-11,2	-4,1	3,0	2,2	-1,0	2,6	2,8
Abr	-7,4	2,3	-2,5	-11,4	-4,7	3,0	2,5	-0,3	2,9	3,1
May	-7,8	0,5	-2,1	-10,4	-4,7	3,2	2,6	-0,3	3,1	2,9
Jun ^(p)	-13,4	-0,4	-1,9	-10,1	-4,6	3,3	2,8	-1,6	3,4	3,4

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

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)

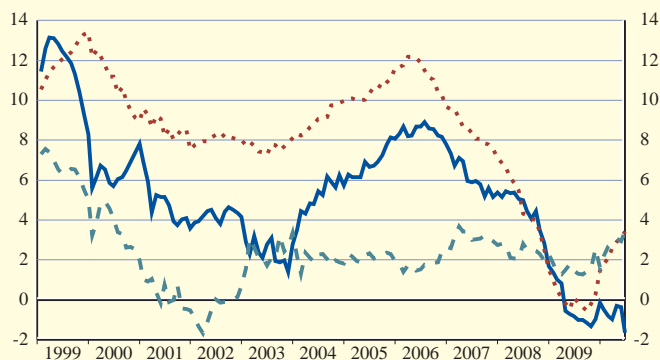
— Otros intermediarios financieros
 Sociedades no financieras



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												
2009	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	2.573,2
2010 I	87,0	65,2	5,9	15,9	1.056,3	594,4	184,9	277,0	4.681,4	1.166,5	927,6	2.587,3
II ^(p)	91,1	69,7	5,6	15,8	1.102,6	590,5	214,2	297,9	4.677,1	1.145,9	918,3	2.612,9
2010 Abr	92,1	70,2	6,1	15,9	1.077,5	613,5	186,1	277,9	4.668,2	1.156,5	923,0	2.588,7
May	93,8	71,7	5,8	16,3	1.083,5	617,0	186,0	280,5	4.688,0	1.160,9	922,9	2.604,3
Jun ^(p)	91,1	69,7	5,6	15,8	1.102,6	590,5	214,2	297,9	4.677,1	1.145,9	918,3	2.612,9
Operaciones												
2009	-11,9	-11,8	0,9	-0,9	39,4	24,4	7,6	7,4	-105,0	-180,8	-18,0	93,8
2010 I	6,5	7,7	-1,2	0,0	-17,7	-15,1	-5,8	3,1	-7,1	-9,7	-7,4	9,9
II ^(p)	3,5	4,0	-0,3	-0,2	36,5	28,1	5,2	3,2	-2,5	-16,3	-5,8	19,6
2010 Abr	5,1	4,9	0,2	0,0	19,6	18,3	0,7	0,6	-4,3	-9,6	-1,0	6,3
May	1,5	1,5	-0,4	0,4	-3,5	-2,9	-1,4	0,8	12,9	3,0	-1,3	11,1
Jun ^(p)	-3,1	-2,5	-0,1	-0,5	20,5	12,7	6,0	1,8	-11,0	-9,7	-3,5	2,3
Tasas de crecimiento												
2009	-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	-11,3	-12,7	-12,0	-3,2	-0,1	-0,7	-5,6	5,4	-2,3	-11,2	-4,1	3,0
II ^(p)	-13,1	-14,7	-29,1	3,6	-0,2	-1,2	-3,9	5,1	-1,9	-10,1	-4,5	3,3
2010 Abr	-7,5	-8,2	-2,4	-5,3	2,2	3,6	-5,3	4,2	-2,5	-11,4	-4,7	3,0
May	-7,8	-8,5	-7,9	-3,9	0,4	0,4	-5,9	5,0	-2,1	-10,3	-4,8	3,2
Jun ^(p)	-13,1	-14,7	-29,1	3,6	-0,2	-1,2	-3,9	5,1	-1,9	-10,1	-4,5	3,3

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													
2009	4.954,8	632,3	135,5	195,0	301,8	3.550,9	14,8	60,9	3.475,1	771,6	146,2	87,3	538,1
2010 I	4.972,7	620,2	129,3	191,5	299,4	3.575,3	14,5	59,0	3.501,8	777,2	146,8	85,7	544,6
II ^(p)	5.086,9	639,7	140,8	192,7	306,2	3.629,9	13,9	56,5	3.559,4	817,3	152,5	86,1	578,7
2010 Abr	4.981,1	621,4	128,9	191,9	300,7	3.582,7	14,6	58,9	3.509,2	777,0	145,5	84,1	547,4
May	4.995,7	621,0	130,0	190,1	300,9	3.595,9	14,7	58,7	3.522,5	778,8	144,6	84,2	550,0
Jun ^(p)	5.086,9	639,7	140,8	192,7	306,2	3.629,9	13,9	56,5	3.559,4	817,3	152,5	86,1	578,7
Operaciones													
2009	63,1	-0,8	-1,3	-4,3	4,8	51,5	-2,6	-8,2	62,4	12,3	-7,8	-1,7	21,9
2010 I	19,2	-8,4	-5,2	-2,3	-0,8	22,3	-0,2	-1,6	24,1	5,3	0,1	-0,8	6,1
II ^(p)	51,0	-2,4	1,7	-6,5	2,3	36,4	-0,7	-2,2	39,4	17,0	-0,6	-3,5	21,1
2010 Abr	9,7	0,0	-0,4	-0,5	0,9	7,4	0,0	-0,1	7,5	2,3	-1,2	-0,4	3,9
May	12,3	-1,0	0,3	-1,5	0,1	11,2	0,2	-0,3	11,3	2,1	-0,3	0,0	2,4
Jun ^(p)	29,0	-1,4	1,8	-4,5	1,3	17,9	-0,9	-1,8	20,6	12,6	0,8	-3,1	14,8
Tasas de crecimiento													
2009	1,3	-0,1	-0,9	-2,1	1,6	1,5	-15,2	-12,0	1,8	1,6	-5,1	-1,9	4,2
2010 I	2,2	-1,0	-2,9	-2,3	0,7	2,6	-11,7	-9,9	2,9	2,8	-2,4	-1,2	5,0
II ^(p)	2,8	-1,6	-2,1	-5,1	0,9	3,4	-11,5	-11,2	3,8	3,4	-5,3	-5,3	7,4
2010 Abr	2,5	-0,3	-2,0	-1,7	1,4	2,9	-9,1	-10,0	3,2	3,1	-1,5	-2,1	5,2
May	2,6	-0,4	-0,9	-2,3	1,1	3,1	-8,1	-10,2	3,4	2,9	-1,2	-2,1	4,9
Jun ^(p)	2,8	-1,6	-2,1	-5,1	0,9	3,4	-11,5	-11,2	3,8	3,4	-5,3	-5,3	7,4

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)}

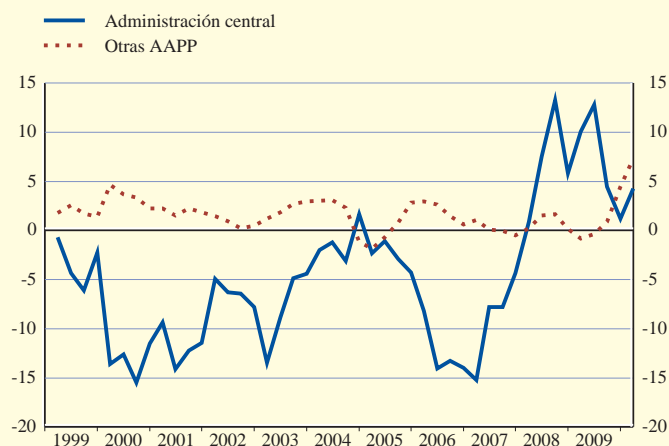
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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 ^(p)	1.032,8	242,9	210,5	537,0	42,2	2.954,7	1.987,8	966,9	47,0	920,0
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 ^(p)	30,0	12,6	-0,4	9,4	8,5	54,0	24,1	29,6	-0,6	30,2
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 ^(p)	6,6	4,2	2,4	5,5	101,0	-3,2	-5,4	1,7	-4,7	2,1

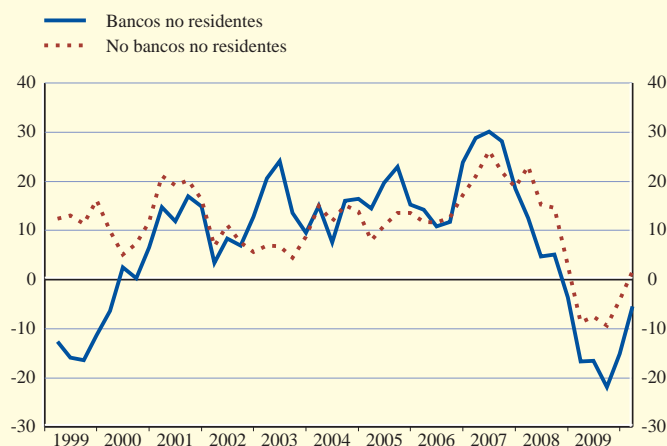
C7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(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)

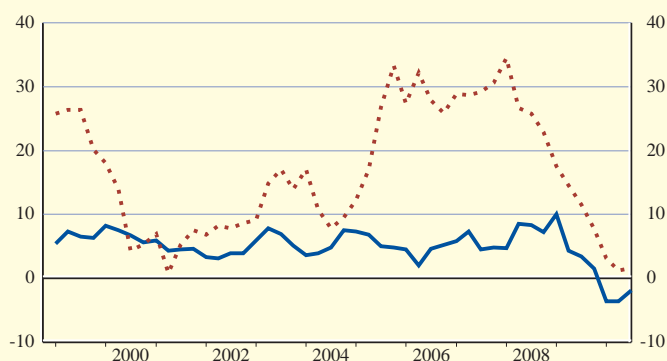
1. Depósitos de los intermediarios financieros

	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														
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	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	735,7	87,0	84,8	539,7	2,5	1,4	20,2	1.888,4	329,3	312,0	957,9	17,1	0,1	271,9
II ⁴⁾	739,7	94,7	84,9	535,8	2,3	0,3	21,8	2.070,7	368,0	299,1	1.059,5	9,0	0,2	334,9
2010 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	735,7	87,0	84,8	539,7	2,5	1,4	20,2	1.888,4	329,3	312,0	957,9	17,1	0,1	271,9
Abr	735,9	88,4	84,7	540,6	2,5	1,4	18,3	1.950,5	367,5	301,9	967,2	18,3	0,2	295,4
May	732,7	91,3	87,3	536,4	2,4	0,3	15,0	1.954,0	369,4	299,8	967,4	12,4	0,2	304,8
Jun ⁴⁾	739,7	94,7	84,9	535,8	2,3	0,3	21,8	2.070,7	368,0	299,1	1.059,5	9,0	0,2	334,9
Operaciones														
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	-27,7	-1,0	-30,5	5,6	1,1	-0,1	-2,8	56,6	6,8	-93,7	85,8	3,7	0,0	54,1
2010 I	-3,9	2,7	-3,2	-3,7	0,3	0,0	0,0	-1,5	13,7	-30,1	-7,1	1,0	0,1	20,9
II ⁴⁾	0,5	3,5	0,7	-6,1	-0,2	1,1	1,5	72,3	33,6	-19,8	3,8	-8,2	0,1	62,7
2010 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	-1,5	-3,3	-1,6	0,2	0,2	0,0	3,0	-10,5	-5,4	-16,1	-5,4	0,0	0,0	16,4
Abr	0,1	1,3	-0,2	-0,2	0,0	1,1	-1,9	58,8	37,3	-11,6	8,4	1,2	0,0	23,4
May	-5,2	2,6	2,3	-6,6	-0,1	0,0	-3,3	-4,9	-0,6	-3,8	-3,9	-6,0	0,1	9,2
Jun ⁴⁾	5,6	-0,4	-1,3	0,7	-0,1	0,0	6,8	18,4	-3,2	-4,4	-0,8	-3,4	0,0	30,1
Tasas de crecimiento														
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	-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	-3,6	-4,7	-16,5	-1,1	53,8	-	-5,6	1,2	2,7	-15,2	3,1	18,1	-	15,9
II ⁴⁾	-1,9	5,6	-6,9	-3,1	32,3	-	14,4	1,6	6,7	-16,1	-1,0	-37,2	-	31,2
2010 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	-3,6	-4,7	-16,5	-1,1	53,8	-	-5,6	1,2	2,7	-15,2	3,1	18,1	-	15,9
Abr	-3,6	-2,1	-15,6	-1,8	42,2	-	-12,1	2,8	11,4	-20,0	3,3	21,6	-	24,1
May	-3,4	8,4	-12,6	-3,2	28,7	-	-23,8	2,6	16,7	-20,0	0,9	-17,1	-	27,3
Jun ⁴⁾	-1,9	5,6	-6,9	-3,1	32,3	-	14,4	1,6	6,7	-16,1	-1,0	-37,2	-	31,2

C9 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

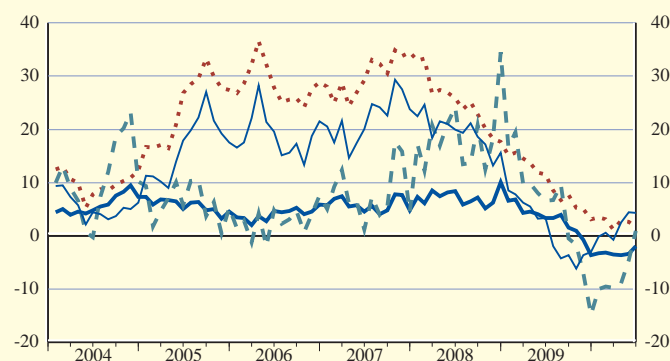
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)



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

(tasas de crecimiento interanual)

- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)
- - - - - Empresas de seguros y fondos de pensiones (incluidos en M3)⁴⁾
- Otros intermediarios financieros (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 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)

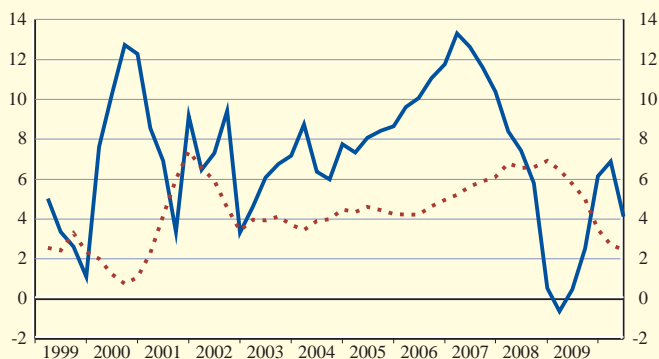
2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	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	11	12	13	14	
Saldos vivos														
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	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	1.576,3	982,1	424,4	82,6	72,9	1,8	12,6	5.594,4	2.157,8	924,8	631,7	1.722,3	121,7	36,1
II ⁴⁾	1.587,7	1.004,9	413,5	84,8	70,8	1,5	12,3	5.648,0	2.229,7	895,9	643,2	1.729,3	117,1	32,8
2010 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	1.576,3	982,1	424,4	82,6	72,9	1,8	12,6	5.594,4	2.157,8	924,8	631,7	1.722,3	121,7	36,1
Abr	1.587,9	995,3	417,9	86,3	73,7	1,9	12,8	5.609,2	2.182,7	908,1	636,0	1.728,7	119,8	33,9
May	1.596,1	1.004,0	415,5	88,1	74,1	1,8	12,7	5.618,8	2.191,1	902,1	641,1	1.734,2	118,1	32,3
Jun ⁵⁾	1.587,7	1.004,9	413,5	84,8	70,8	1,5	12,3	5.648,0	2.229,7	895,9	643,2	1.729,3	117,1	32,8
Operaciones														
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	93,0	114,2	-70,1	15,0	40,8	0,4	-7,4	187,6	320,5	-371,3	85,6	190,5	8,6	-46,3
2010 I	-28,6	-20,5	-10,8	2,1	4,2	0,1	-3,7	1,2	2,1	-64,7	25,9	41,2	-2,0	-1,2
II ⁴⁾	4,8	21,0	-17,5	2,1	-0,1	-0,3	-0,3	48,0	65,2	-33,3	12,6	12,7	-6,0	-3,3
2010 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	42,9	28,4	10,5	0,9	2,2	0,1	0,8	-17,1	-18,7	-10,8	6,7	6,5	0,1	-0,9
Abr	11,3	13,2	-6,7	3,7	0,8	0,0	0,2	14,6	24,9	-16,7	4,3	6,2	-1,8	-2,2
May	2,0	5,7	-5,2	1,4	0,2	0,0	-0,1	6,6	7,2	-7,5	4,9	5,3	-1,7	-1,6
Jun ⁵⁾	-8,5	2,1	-5,7	-3,0	-1,2	-0,3	-0,4	26,7	33,1	-9,1	3,4	1,2	-2,4	0,6
Tasas de crecimiento														
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	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	-10,6	17,2	89,7	37,2	-29,8	2,7	13,6	-27,8	20,5	10,0	5,3	-41,2
II ⁴⁾	4,1	9,3	-11,3	18,2	46,3	2,1	-37,5	2,5	10,6	-24,9	20,2	8,1	-2,1	-35,5
2010 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	-10,6	17,2	89,7	37,2	-29,8	2,7	13,6	-27,8	20,5	10,0	5,3	-41,2
Abr	6,6	13,8	-12,7	20,5	68,0	33,7	-35,2	2,3	11,6	-26,8	20,5	9,1	3,5	-40,3
May	5,7	12,2	-12,2	21,7	56,8	30,4	-37,8	2,1	10,3	-25,9	20,5	8,7	0,7	-40,4
Jun ⁵⁾	4,1	9,3	-11,3	18,2	46,3	2,1	-37,5	2,5	10,6	-24,9	20,2	8,1	-2,1	-35,5

C11 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

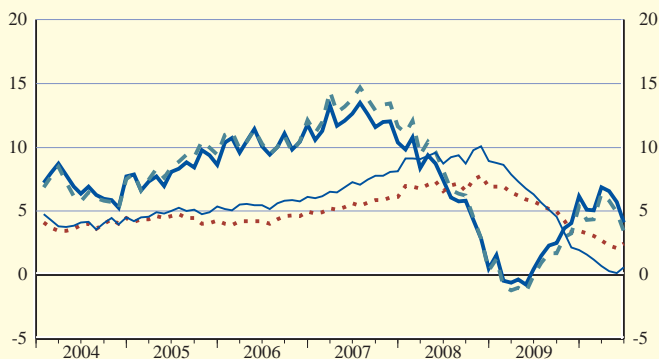
- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)



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)}

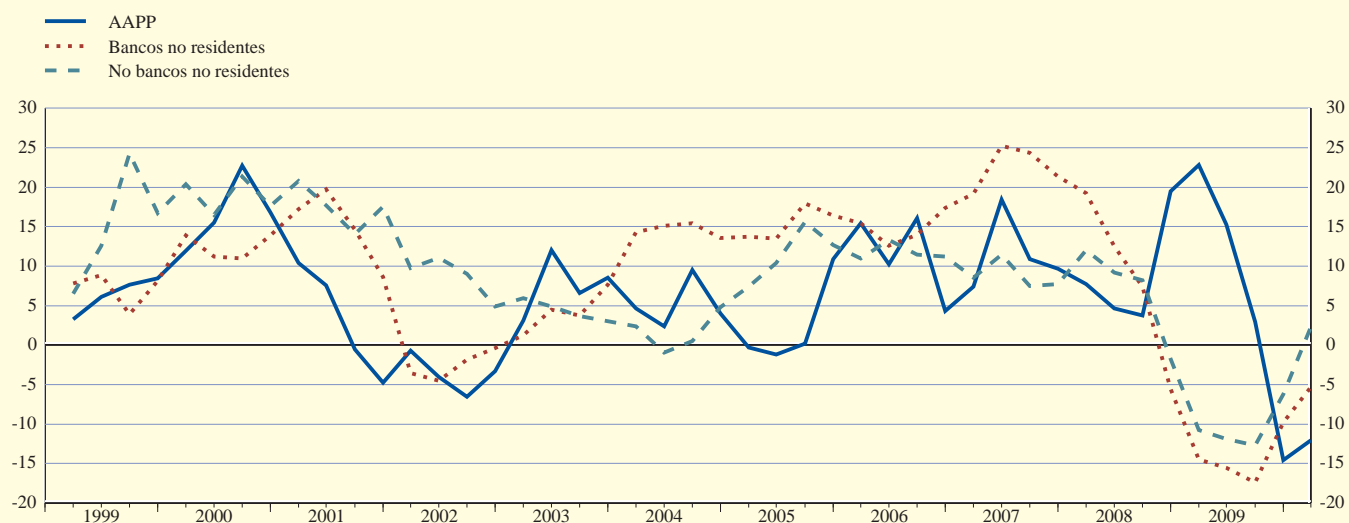
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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)	397,8	166,3	51,6	107,2	72,7	3.544,3	2.640,4	903,8	67,0	836,9
Operaciones										
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	-5,5	1,5	94,0	49,5	44,4	9,1	35,4
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	-6,3	-13,3	-3,5	-5,4	2,3	11,9	1,6

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.

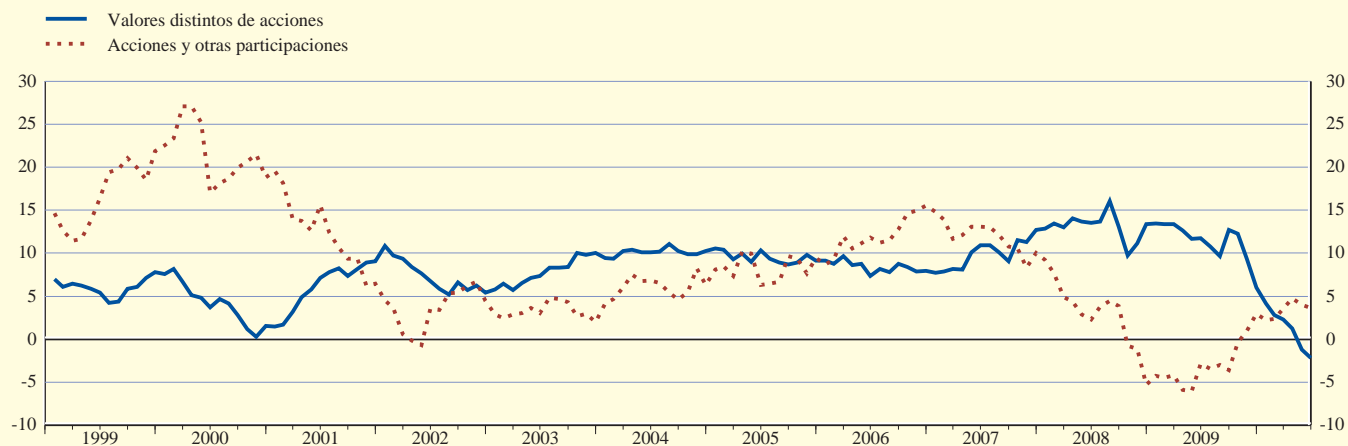
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

(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												
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	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	6.301,7	1.979,4	113,8	1.534,8	16,7	1.442,7	40,0	1.174,2	1.517,0	446,5	781,8	288,6
II ^(p)	6.322,8	1.913,2	117,2	1.551,3	18,5	1.492,7	29,8	1.200,2	1.528,6	456,3	775,0	297,3
2010 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	6.301,7	1.979,4	113,8	1.534,8	16,7	1.442,7	40,0	1.174,2	1.517,0	446,5	781,8	288,6
Abr	6.308,5	1.965,3	113,9	1.544,5	17,0	1.449,8	40,3	1.177,6	1.561,4	457,5	813,7	290,2
May	6.272,2	1.942,5	115,7	1.535,2	17,8	1.440,6	28,4	1.192,0	1.544,3	465,7	789,6	289,0
Jun ^(p)	6.322,8	1.913,2	117,2	1.551,3	18,5	1.492,7	29,8	1.200,2	1.528,6	456,3	775,0	297,3
Operaciones												
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	353,3	83,0	16,6	230,7	-3,2	102,7	-12,0	-64,6	43,2	29,3	12,0	1,9
2010 I	46,5	6,3	-0,4	65,1	-0,3	-17,3	-2,1	-4,8	10,2	13,3	-13,1	10,0
II ^(p)	-105,8	-67,8	-7,7	15,2	-0,4	5,2	-13,8	-36,4	22,1	12,2	1,0	9,0
2010 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	22,8	15,6	3,6	28,7	0,4	-13,7	-1,2	-10,5	6,3	4,5	-6,0	7,8
Abr	-3,6	-12,6	-1,4	10,3	-0,1	6,9	-0,2	-6,5	48,8	12,7	34,9	1,2
May	-85,4	-21,4	-5,1	-9,8	-0,6	-7,3	-14,4	-26,6	-10,8	9,4	-20,6	0,3
Jun ^(p)	-16,8	-33,8	-1,1	14,7	0,3	5,6	0,8	-3,4	-15,9	-10,0	-13,4	7,4
Tasas de crecimiento												
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	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	-0,5	7,7	12,0	-19,1	3,1	-23,2	-4,1	3,5	7,5	0,6	5,8
II ^(p)	-2,2	-5,5	-3,3	6,6	-23,2	-0,4	-47,9	-7,0	3,6	8,5	-0,4	7,7
2010 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	-0,5	7,7	12,0	-19,1	3,1	-23,2	-4,1	3,5	7,5	0,6	5,8
Abr	1,2	-2,6	9,6	11,4	-19,8	1,7	-23,1	-4,1	4,8	9,0	2,2	5,5
May	-1,2	-4,9	-2,0	8,9	-19,8	0,3	-49,1	-6,4	4,0	10,0	0,1	5,7
Jun ^(p)	-2,2	-5,5	-3,3	6,6	-23,2	-0,4	-47,9	-7,0	3,6	8,5	-0,4	7,7

C14 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	-7,5	-1,8	-2,3	-3,4	-4,0	-0,1	-0,2	-3,7	-7,4	-1,6	-1,3	-4,5
2009 IV	-2,5	-0,8	-0,8	-0,9	-1,1	0,0	-0,1	-1,0	-2,3	-0,4	-0,6	-1,2
2010 I	-1,9	-1,1	-0,6	-0,2	-1,1	0,0	0,0	-1,1	-2,3	-0,5	-0,3	-1,4
II ^(p)	-1,6	-0,4	-0,4	-0,8	-1,5	0,0	-0,5	-1,0	-2,0	-0,2	-0,5	-1,3
2010 Abr	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3
May	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3
Jun ^(p)	-0,9	-0,3	-0,2	-0,4	-0,9	0,0	-0,5	-0,4	-1,0	-0,1	-0,3	-0,6

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	-35,4	-12,7	-12,5	-10,2	-6,8	-2,6	-4,2
2009 IV	-15,2	-5,3	-6,3	-3,7	-2,1	-0,5	-1,6
2010 I	-11,4	-7,1	-4,0	-0,3	-1,0	-0,4	-0,6
II ^(p)	-16,7	-4,8	-6,1	-5,9	-1,0	-0,2	-0,8
2010 Abr	-6,5	-1,2	-2,4	-3,0	-0,1	-0,1	-0,1
May	-5,3	-2,2	-1,6	-1,4	-0,5	-0,1	-0,3
Jun ^(p)	-5,0	-1,4	-2,1	-1,5	-0,4	0,0	-0,4

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 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
II ^(p)	-10,1	-1,9	0,7	-8,0	0,5	-4,2	0,2	2,7	-9,8	-3,2	-4,9	-1,7
2010 Abr	-4,0	-1,7	0,0	-3,6	0,2	-0,1	0,0	1,2	-4,3	-1,7	-3,0	0,4
May	-0,8	-1,2	0,3	0,1	0,3	-1,6	0,0	1,4	-6,4	-1,2	-3,6	-1,6
Jun ^(p)	-5,3	1,0	0,4	-4,4	0,1	-2,5	0,1	0,0	0,8	-0,3	1,7	-0,5

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) 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	USD	JPY	CHF			GBP	Total	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 ⁴⁾	6.226,5	93,1	6,9	4,1	0,3	1,2	0,8	10.192,5	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 ⁴⁾	2.640,4	50,1	49,9	32,9	2,2	2,2	9,4	903,8	54,9	45,1	31,9	1,1	1,3	6,1

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 ⁴⁾	5.294,8	82,5	17,5	9,5	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	USD	JPY	CHF			GBP	Total	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 ⁴⁾	5.919,3	-	-	-	-	-	11.830,1	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 ⁴⁾	1.987,8	46,6	53,4	29,8	2,6	3,0	11,2	966,9	40,2	59,8	42,5	1,3	3,4	7,5

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	USD	JPY	CHF			GBP	Total	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 ⁴⁾	2.093,2	94,6	5,4	3,2	0,2	0,3	1,4	3.034,2	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 ⁴⁾	562,4	55,3	44,7	28,0	0,4	0,5	14,8	611,8	32,9	67,1	39,9	4,2	0,9	14,9

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 Nov	5.240,8	340,4	2.043,5	1.562,3	693,6	208,2	392,8
Dic	5.370,6	343,7	2.076,7	1.673,4	709,0	212,6	355,2
2010 Ene	5.453,5	353,3	2.120,1	1.650,3	726,7	215,5	387,7
Feb	5.527,4	355,6	2.146,3	1.670,2	741,5	216,8	397,0
Mar	5.779,1	350,5	2.209,7	1.802,9	767,0	233,7	415,4
Abr	5.863,9	358,2	2.232,7	1.817,7	780,6	235,1	439,6
May ^(p)	5.818,5	367,1	2.253,1	1.751,6	772,5	236,3	438,0
Operaciones							
2009 III	173,1	-9,0	69,9	112,6	9,1	2,7	-12,1
IV	87,2	-11,9	58,2	42,7	15,5	5,9	-23,2
2010 I	184,6	-3,3	65,9	30,5	29,9	17,8	43,8

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 Nov	5.240,8	98,2	4.808,0	3.911,5	528,8	896,5	334,6
Dic	5.370,6	101,2	4.965,2	4.020,1	539,6	945,1	304,2
2010 Ene	5.453,5	101,1	5.014,7	4.042,9	546,7	971,8	337,7
Feb	5.527,4	101,0	5.077,1	4.082,1	559,3	995,0	349,3
Mar	5.779,1	113,1	5.293,0	4.221,8	582,6	1.071,2	373,0
Abr	5.863,9	120,7	5.354,3	4.234,9	594,0	1.119,4	389,0
May ^(p)	5.818,5	115,6	5.298,4	4.173,7	582,3	1.124,6	404,5
Operaciones							
2009 III	173,1	0,8	186,2	94,7	16,7	91,4	-13,9
IV	87,2	4,0	107,7	77,1	15,3	30,6	-24,5
2010 I	184,6	5,4	132,4	96,2	22,2	36,2	46,8

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	
								8	9	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
2009 Oct	4.747,0	1.547,8	1.323,7	1.178,3	232,3	78,8	386,2	4.679,3	67,7	1.246,2
Nov	4.808,0	1.561,5	1.350,4	1.194,1	234,9	78,8	388,3	4.740,5	67,5	1.223,7
Dic	4.965,2	1.577,6	1.451,1	1.215,6	240,3	84,4	396,1	4.893,8	71,4	1.201,6
2010 Ene	5.014,7	1.613,9	1.422,4	1.237,8	242,5	93,7	404,4	4.944,7	70,0	1.215,5
Feb	5.077,1	1.639,3	1.441,4	1.248,5	244,3	95,6	408,0	5.006,4	70,7	1.202,0
Mar	5.293,0	1.701,7	1.551,6	1.272,3	250,5	97,9	419,1	5.218,4	74,6	1.174,8
Abr	5.354,3	1.727,1	1.569,1	1.286,6	249,3	99,7	422,4	5.279,7	74,6	1.182,5
May ^(p)	5.298,4	1.741,4	1.501,8	1.281,2	249,1	104,9	420,0	5.222,1	76,3	1.190,1
Operaciones										
2009 Nov	20,0	8,6	5,3	4,4	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	60,9	20,2	10,6	11,2	7,9	7,3	3,8	60,2	0,8	3,0
Feb	21,8	13,3	4,1	3,0	1,1	0,2	0,0	21,6	0,1	-16,7
Mar	49,7	39,4	2,5	-5,6	1,2	3,6	8,6	48,3	1,4	-30,1
Abr	28,6	15,3	-0,9	11,6	0,5	-0,1	2,2	28,9	-0,3	-2,2
May ^(p)	-6,0	2,3	-12,3	1,7	-1,4	1,6	2,1	-7,6	1,6	-15,7

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	2.076,7	1.413,3	387,7	689,1	186,8	5,5	144,3	663,3	198,8	252,0	15,9
2010 I ^(p)	2.209,7	1.463,1	392,5	710,1	199,5	5,9	155,1	746,6	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	58,2	23,9	-2,9	19,0	0,2	0,5	7,1	34,3	15,9	13,3	-6,2
2010 I ^(p)	65,9	24,4	0,3	9,0	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	1.673,4	723,3	97,5	-	36,1	23,8	565,7	950,1	138,4	295,4	65,8
2010 I ^(p)	1.802,9	742,3	92,8	-	37,5	28,3	583,5	1.060,5	147,2	327,8	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	42,7	3,4	4,6	-	1,0	-0,7	-1,5	39,3	3,2	7,4	3,5
2010 I ^(p)	30,5	8,7	-0,1	-	0,6	1,8	6,4	21,8	0,2	1,8	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	614,1	74,4	-	539,6	-	-	95,0	15,7	19,0	0,3
2010 I ^(p)	767,0	654,1	71,5	-	582,6	-	-	112,9	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)	29,9	18,4	-3,7	-	22,2	-	-	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
2010 I						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						461,8
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-4,3
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.049,1	105,7	658,8	52,7	232,0	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	17,6	3,3	7,3	3,2	3,8	
Consumo de capital fijo	353,1	97,5	197,3	11,6	46,7	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	557,5	279,9	237,3	39,7	0,5	
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	623,5	36,4	234,3	290,8	62,0	86,2
Intereses	363,9	34,0	62,6	205,4	62,0	48,2
Otra renta de la propiedad	259,6	2,4	171,7	85,4	0,0	38,0
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.843,1	1.521,1	78,8	42,3	200,8	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	221,4	197,8	19,0	4,5	0,2	1,5
Cotizaciones sociales	404,4	404,4				0,7
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	444,0	1,5	15,9	33,0	393,6	1,1
Otras transferencias corrientes	199,2	70,6	26,8	46,4	55,4	8,1
Primas netas de seguros no vida	44,7	32,3	10,8	0,9	0,7	1,5
Indemnizaciones de seguros no vida	44,8			44,8		0,6
Otras	109,7	38,2	16,0	0,7	54,7	6,0
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.806,5	1.380,3	44,4	51,4	330,4	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.774,1	1.295,3			478,7	
Gasto en consumo individual	1.587,8	1.295,3			292,5	
Gasto en consumo colectivo	186,3				186,3	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	14,0	0,1	0,4	13,5	0,0	0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	32,5	98,9	44,0	38,0	-148,4	38,4
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	424,0	130,0	237,1	10,1	46,9	
Formación bruta de capital fijo	407,6	127,8	223,3	10,0	46,6	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	16,4	2,2	13,8	0,1	0,2	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-0,1	-1,6	1,1	-0,1	0,5	0,1
Transferencias de capital	40,2	7,9	-0,8	1,0	32,1	4,8
Impuestos sobre el capital	5,5	5,3	0,2	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	34,8	2,6	-1,0	1,0	32,1	4,8
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-35,9	73,7	19,6	48,6	-177,8	35,9
Discrepancia estadística	0,0	3,5	-3,5	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
2010 I						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						457,5
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	1.977,3	486,4	1.100,7	107,3	283,0	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	225,1					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.202,4					
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	557,5	279,9	237,3	39,7	0,5	
Remuneración de los asalariados	1.051,7	1.051,7				2,4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	241,7				241,7	1,0
Renta de la propiedad	615,8	225,9	75,7	293,4	20,7	93,9
Intereses	348,3	54,0	32,8	254,6	6,9	63,8
Otra renta de la propiedad	267,5	172,0	42,9	38,9	13,7	30,1
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.843,1	1.521,1	78,8	42,3	200,8	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	222,0				222,0	0,9
Cotizaciones sociales	404,0	1,2	16,2	47,2	339,4	1,2
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	442,3	442,3				2,8
Otras transferencias corrientes	164,2	89,9	11,0	45,8	17,4	43,1
Primas netas de seguros no vida	44,8			44,8		1,5
Indemnizaciones de seguros no vida	43,7	34,6	8,1	0,6	0,3	1,6
Otras	75,7	55,3	2,9	0,4	17,1	40,0
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.806,5	1.380,3	44,4	51,4	330,4	
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	14,0	14,0				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	32,5	98,9	44,0	38,0	-148,4	38,4
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	353,1	97,5	197,3	11,6	46,7	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	42,7	13,7	15,7	9,9	3,4	2,3
Impuestos sobre el capital	5,5				5,5	0,0
Otras transferencias de capital	37,2	13,7	15,7	9,9	-2,1	2,3
<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								
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)		18.162,0	15.952,6	32.354,5	13.018,5	6.468,6	3.420,4	15.248,2
Efectivo y depósitos				316,9				
Valores distintos de acciones, corto plazo		6.425,4	1.827,9	9.428,6	1.978,6	852,3	652,7	3.634,9
Valores distintos de acciones, largo plazo		45,0	141,1	611,0	291,7	386,2	35,2	833,9
Préstamos		1.374,6	216,6	6.301,6	2.122,0	2.074,6	350,3	3.226,1
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		737,5	2.885,2	12.686,7	3.199,5	421,6	452,0	1.766,0
Acciones y otras participaciones		57,0	1.632,6	9.819,9	2.324,3	317,1	366,5	.
Acciones cotizadas		4.264,5	7.333,3	2.062,8	5.173,6	2.272,3	1.286,0	5.210,7
Acciones no cotizadas y otras participaciones		737,5	1.261,5	503,5	1.797,9	423,3	283,8	.
Participaciones en fondos de inversión		2.117,2	5.692,8	1.224,4	2.694,7	481,3	854,9	.
Reservas técnicas de seguro		1.409,9	379,0	334,9	681,0	1.367,7	147,4	.
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		5.475,8	145,1	1,9	0,0	198,8	3,9	181,3
<i>Patrimonio financiero neto</i>		502,8	3.403,4	945,0	253,2	262,8	640,2	395,2
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros								
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)		105,0	99,8	155,4	153,6	123,6	-13,2	241,9
Efectivo y depósitos				-0,2				0,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		-3,5	-30,9	3,2	-20,4	-2,9	7,4	89,1
Valores distintos de acciones, largo plazo		-6,5	9,1	17,0	-4,0	0,6	-9,1	2,3
Préstamos		-9,2	12,5	57,5	69,2	75,9	-4,5	79,8
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-1,7	76,5	26,9	83,7	6,8	-2,5	-15,1
Acciones y otras participaciones		-1,7	30,9	27,1	38,4	6,0	-1,1	.
Acciones cotizadas		27,9	24,8	-11,0	24,1	31,0	9,6	70,3
Acciones no cotizadas y otras participaciones		11,0	15,8	8,1	16,6	-1,7	0,3	.
Participaciones en fondos de inversión		13,7	12,6	-15,7	-21,6	2,4	6,1	.
Reservas técnicas de seguro		3,1	-3,6	-3,4	29,1	30,3	3,2	.
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		87,6	2,1	0,0	0,0	6,7	0,0	4,4
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>		10,5	5,7	62,1	0,9	5,6	-14,0	10,9
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros								
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)		108,3	262,6	179,8	235,7	102,5	14,0	375,9
Efectivo y depósitos				23,3				
Valores distintos de acciones, corto plazo		3,8	4,3	53,7	29,0	2,2	-0,2	84,3
Valores distintos de acciones, largo plazo		1,6	4,5	3,2	11,1	0,8	0,6	2,7
Préstamos		-4,0	3,0	30,4	35,4	18,6	4,0	96,3
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0,0	26,3	45,4	2,7	0,1	-0,3	12,1
Acciones y otras participaciones		0,0	15,5	15,3	6,4	-0,5	-5,3	.
Acciones cotizadas		52,0	211,2	23,2	155,6	74,9	8,8	176,2
Acciones no cotizadas y otras participaciones		29,0	34,3	11,0	88,8	14,7	8,0	.
Participaciones en fondos de inversión		3,9	160,2	8,9	59,4	6,2	-2,7	.
Reservas técnicas de seguro		19,1	16,7	3,4	7,4	54,0	3,5	.
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		58,2	0,1	0,0	0,0	3,9	0,0	-1,5
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>		-3,3	13,1	0,5	2,0	2,0	1,0	5,8
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros								
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)		18.375,2	16.315,0	32.689,7	13.407,8	6.694,7	3.421,2	15.865,8
Efectivo y depósitos				340,0				
Valores distintos de acciones, corto plazo		6.425,6	1.801,3	9.485,5	1.987,2	851,6	659,9	3.808,3
Valores distintos de acciones, largo plazo		40,0	154,7	631,2	298,8	387,6	26,7	838,9
Préstamos		1.361,4	232,1	6.389,5	2.226,6	2.169,1	349,8	3.402,1
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		72,3	2.988,0	12.759,0	3.285,8	428,5	449,1	1.763,0
Acciones y otras participaciones		55,2	1.679,0	9.862,4	2.369,1	322,7	360,2	.
Acciones cotizadas		4.344,4	7.569,3	2.075,1	5.353,3	2.378,3	1.304,5	5.457,1
Acciones no cotizadas y otras participaciones		777,5	1.311,6	522,6	1.903,3	436,4	292,1	.
Participaciones en fondos de inversión		2.134,8	5.865,6	1.217,6	2.732,5	489,9	858,2	.
Reservas técnicas de seguro		1.432,1	392,1	334,9	717,4	1.452,0	154,1	.
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		5.621,6	147,3	1,9	0,0	209,3	3,9	184,2
<i>Patrimonio financiero neto</i>		510,0	3.422,3	1.007,5	256,0	270,4	627,2	411,9

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
2010 I								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		6.571,1	24.743,7	31.589,9	12.908,3	6.557,3	8.206,3	13.731,2
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			29,2	22.013,3	23,8	0,0	233,9	2.500,2
Valores distintos de acciones, corto plazo			303,0	688,0	69,0	9,6	1.007,6	266,9
Valores distintos de acciones, largo plazo			524,1	4.561,1	2.604,2	40,7	5.166,7	2.768,9
Préstamos		5.891,5	8.206,0		2.894,0	244,6	1.351,6	2.897,3
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.532,1	5.788,7		1.586,4	96,5	1.167,3	.
Acciones y otras participaciones			12.242,3	2.917,5	7.121,6	491,6	6,3	4.817,3
Acciones cotizadas			3.398,8	573,4	192,0	171,8	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,7	8.843,6	1.142,8	2.174,2	318,8	6,3	.
Participaciones en fondos de inversión				1.201,3	4.755,3			.
Reservas técnicas de seguro		34,1	331,5	65,6	0,8	5.574,3	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		638,8	3.107,6	1.344,5	195,0	196,4	439,6	480,6
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.200,1	11.590,8	-8.791,1	764,6	110,2	-88,6	-4.785,9	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		27,8	83,8	143,8	124,3	115,9	164,6	206,0
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,1	40,7	-0,4	0,0	-11,3	12,9
Valores distintos de acciones, corto plazo			7,9	28,4	0,3	1,2	-15,2	-13,2
Valores distintos de acciones, largo plazo			27,6	45,9	-18,1	0,1	178,5	47,0
Préstamos		13,9	21,8		4,7	12,3	18,6	103,2
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		19,6	18,1		-12,0	0,9	3,4	.
Acciones y otras participaciones			50,7	-41,3	125,7	0,7	0,0	40,8
Acciones cotizadas			10,3	5,7	0,3	0,0	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0,0	40,4	-3,2	-4,6	0,7	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				-43,9	130,0			.
Reservas técnicas de seguro		0,1	1,0	-1,6	0,0	101,3	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		13,7	-25,5	71,8	12,1	0,3	-6,1	15,2
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-35,9	77,2	16,1	11,6	29,3	7,7	-177,8	35,9
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		-0,8	252,9	129,6	319,7	77,3	46,2	430,6
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	112,0	0,0	0,0	0,0	65,0
Valores distintos de acciones, corto plazo			6,3	7,7	1,3	0,1	0,7	8,5
Valores distintos de acciones, largo plazo			7,7	36,6	31,6	0,8	42,9	64,1
Préstamos		-9,3	10,4		29,7	-0,2	1,1	54,7
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-8,2	5,9		11,3	-0,3	1,3	.
Acciones y otras participaciones			188,5	21,5	246,5	20,1	-0,1	225,5
Acciones cotizadas			81,3	-27,0	14,5	6,7	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0,1	107,2	31,1	38,8	13,4	-0,1	.
Participaciones en fondos de inversión				17,4	193,2			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	60,8	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		8,5	40,0	-48,3	10,6	-4,2	1,6	12,9
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	78,0	109,1	9,7	50,3	-84,0	25,2	-32,2	-54,7
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		6.598,1	25.080,4	31.863,2	13.352,3	6.750,5	8.417,1	14.367,8
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			29,4	22.166,0	23,4	0,0	222,7	2.578,1
Valores distintos de acciones, corto plazo			317,3	724,1	70,6	10,8	993,1	262,2
Valores distintos de acciones, largo plazo			559,5	4.643,6	2.617,8	41,6	5.388,2	2.880,0
Préstamos		5.896,1	8.238,2		2.928,3	256,7	1.371,3	3.055,2
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.543,6	5.812,7		1.585,7	97,1	1.171,9	.
Acciones y otras participaciones			12.481,5	2.897,6	7.493,8	512,5	6,2	5.083,5
Acciones cotizadas			3.490,3	552,0	206,8	178,5	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,8	8.991,2	1.170,7	2.208,4	332,9	6,2	.
Participaciones en fondos de inversión				1.174,8	5.078,6			.
Reservas técnicas de seguro		34,2	332,5	64,0	0,8	5.736,4	0,6	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		661,0	3.122,1	1.368,0	217,7	192,5	435,2	508,8
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.158,0	11.777,2	-8.765,4	826,5	55,5	-55,7	-4.995,9	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2006	2007	2008	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	4.070,7	4.256,3	4.433,0	4.438,0	4.434,4	4.424,7	4.415,8	4.417,3
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	128,5	136,2	133,1	129,7	122,7	117,2	110,8	106,6
Consumo de capital fijo	1.251,9	1.318,9	1.382,2	1.391,8	1.397,7	1.401,7	1.405,1	1.408,3
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	2.186,0	2.334,9	2.344,8	2.279,0	2.198,7	2.154,5	2.138,7	2.159,0
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	3.021,4	3.591,9	3.878,9	3.747,2	3.486,1	3.208,9	2.964,6	2.850,3
Intereses	1.649,2	2.067,4	2.322,6	2.222,8	2.057,9	1.839,3	1.641,7	1.538,8
Otra renta de la propiedad	1.372,1	1.524,5	1.556,3	1.524,4	1.428,2	1.369,6	1.322,9	1.311,5
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	7.327,2	7.715,1	7.795,9	7.707,9	7.612,4	7.547,8	7.530,5	7.554,7
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.028,3	1.112,1	1.123,4	1.106,0	1.068,4	1.038,0	1.012,5	1.010,7
Cotizaciones sociales	1.540,7	1.594,6	1.660,7	1.667,8	1.667,2	1.668,7	1.669,6	1.672,4
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.554,0	1.600,1	1.667,4	1.691,8	1.723,5	1.754,7	1.783,9	1.803,9
Otras transferencias corrientes	722,9	752,9	786,0	782,4	777,8	772,2	772,1	776,8
Primas netas de seguros no vida	179,9	184,3	187,8	185,6	183,2	179,9	176,9	177,6
Derechos de seguros no vida	180,2	184,1	188,8	186,6	183,9	180,4	177,1	177,7
Otras	362,8	384,5	409,4	410,2	410,7	412,0	418,2	421,6
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	7.234,7	7.619,8	7.690,4	7.603,0	7.506,7	7.440,6	7.422,1	7.441,1
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.635,2	6.898,5	7.162,4	7.168,0	7.159,8	7.151,4	7.167,2	7.196,1
Gasto en consumo individual	5.948,2	6.186,0	6.411,0	6.403,2	6.385,8	6.368,0	6.376,3	6.405,0
Gasto en consumo colectivo	687,0	712,5	751,4	764,8	774,0	783,4	791,0	791,1
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	63,4	60,4	65,1	64,9	63,2	61,2	59,9	59,2
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	599,7	721,4	528,0	435,0	346,8	289,2	254,9	245,1
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.878,5	2.021,7	2.057,1	1.989,0	1.890,5	1.809,5	1.734,7	1.715,6
Formación bruta de capital fijo	1.855,7	1.991,3	2.022,5	1.969,7	1.898,2	1.836,7	1.791,5	1.767,1
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	22,9	30,4	34,6	19,3	-7,7	-27,2	-56,8	-51,4
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-0,4	-1,2	0,7	1,1	0,7	0,3	1,4	1,2
Transferencias de capital	169,6	151,9	160,5	159,4	171,1	174,2	182,3	187,3
Impuestos sobre el capital	22,5	24,3	23,8	23,6	28,6	29,0	33,9	34,3
Otras transferencias de capital	147,1	127,7	136,7	135,8	142,5	145,2	148,4	153,0
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-11,9	34,3	-137,3	-155,4	-138,5	-110,3	-67,3	-53,8

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	2006	2007	2008	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.637,1	8.046,3	8.293,1	8.238,5	8.153,4	8.098,1	8.070,3	8.091,2
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	914,8	960,0	946,0	929,5	912,5	901,3	894,5	894,4
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	8.551,9	9.006,3	9.239,2	9.168,1	9.065,9	8.999,4	8.964,8	8.985,6
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	2.186,0	2.334,9	2.344,8	2.279,0	2.198,7	2.154,5	2.138,7	2.159,0
Remuneración de los asalariados	4.078,2	4.264,3	4.441,4	4.446,2	4.442,6	4.432,7	4.423,2	4.424,7
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.055,4	1.104,0	1.085,6	1.065,5	1.042,8	1.027,9	1.022,2	1.018,4
Renta de la propiedad	3.029,0	3.603,9	3.803,0	3.664,4	3.414,4	3.141,6	2.911,1	2.802,8
Intereses	1.619,5	2.027,8	2.259,8	2.157,1	1.990,4	1.768,2	1.571,3	1.472,0
Otra renta de la propiedad	1.409,6	1.576,1	1.543,2	1.507,3	1.424,0	1.373,4	1.339,8	1.330,8
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	7.327,2	7.715,1	7.795,9	7.707,9	7.612,4	7.547,8	7.530,5	7.554,7
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.033,0	1.119,5	1.131,6	1.114,0	1.074,8	1.043,7	1.018,4	1.016,2
Cotizaciones sociales	1.539,9	1.593,8	1.660,1	1.666,9	1.666,1	1.667,7	1.668,8	1.671,7
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.545,9	1.591,1	1.659,4	1.684,0	1.715,9	1.747,3	1.776,6	1.796,7
Otras transferencias corrientes	634,5	660,0	681,0	678,2	674,2	667,7	665,9	665,7
Primas netas de seguros no vida	180,2	184,1	188,8	186,6	183,9	180,4	177,1	177,7
Derechos de seguros no vida	177,1	181,4	185,2	182,9	180,4	176,9	173,8	174,2
Otras	277,2	294,4	307,0	308,7	310,0	310,5	315,0	313,8
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	7.234,7	7.619,8	7.690,4	7.603,0	7.506,7	7.440,6	7.422,1	7.441,1
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	63,6	60,6	65,1	64,9	63,2	61,2	59,9	59,2
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	599,7	721,4	528,0	435,0	346,8	289,2	254,9	245,1
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.251,9	1.318,9	1.382,2	1.391,8	1.397,7	1.401,7	1.405,1	1.408,3
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	184,2	166,4	170,8	167,2	179,2	182,8	191,1	197,0
Impuestos sobre el capital	22,5	24,3	23,8	23,6	28,6	29,0	33,9	34,3
Otras transferencias de capital	161,7	142,2	146,9	143,6	150,7	153,8	157,2	162,7
<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)

	2006	2007	2008	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	4.078,2	4.264,3	4.441,4	4.446,2	4.442,6	4.432,7	4.423,2	4.424,7
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.416,1	1.497,5	1.547,5	1.538,5	1.523,2	1.509,9	1.502,8	1.504,3
Intereses, recursos (+)	263,6	308,8	343,4	328,9	305,0	273,5	246,2	231,4
Intereses, empleos (-)	165,7	213,3	238,6	223,5	200,1	172,9	149,7	141,3
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	748,4	793,4	799,3	790,0	763,0	743,3	733,7	725,3
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,8	10,0	10,1	10,2	10,3	10,3	10,2	10,2
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	794,4	851,7	892,6	890,0	877,5	870,5	859,3	855,6
Cotizaciones sociales netas (-)	1.536,6	1.590,4	1.656,3	1.663,3	1.662,6	1.664,0	1.664,8	1.667,6
Prestaciones sociales netas (+)	1.540,4	1.585,4	1.653,5	1.678,1	1.710,0	1.741,4	1.770,7	1.790,7
Transferencias corrientes netas (+)	66,9	69,5	70,5	72,3	75,3	79,2	82,2	81,8
= Renta disponible bruta	5.607,1	5.853,6	6.058,0	6.066,9	6.068,5	6.062,2	6.074,8	6.083,5
Gasto en consumo final (-)	4.900,9	5.094,5	5.268,8	5.247,7	5.220,2	5.190,0	5.189,3	5.209,5
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	63,2	60,1	64,8	64,5	62,9	60,9	59,6	58,9
= Ahorro bruto	769,4	819,3	854,0	883,7	911,2	933,1	945,1	932,8
Consumo de capital fijo (-)	345,9	367,3	385,4	387,4	388,5	389,1	389,1	389,3
Transferencias de capital netas (+)	19,0	11,6	13,1	12,8	13,8	15,2	10,0	7,8
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	524,2	70,9	-1.534,2	-1.207,3	-651,4	21,9	486,0	870,3
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	966,7	534,4	-1.052,5	-698,2	-114,9	581,1	1.052,0	1.421,7
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	606,2	641,6	639,3	619,9	594,3	571,2	553,4	542,9
Consumo de capital fijo (-)	345,9	367,3	385,4	387,4	388,5	389,1	389,1	389,3
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	327,0	440,4	437,1	365,8	263,9	153,4	-23,2	-97,5
Efectivo y depósitos	284,1	349,8	436,7	397,4	335,2	256,8	121,3	64,6
Participaciones en fondos del mercado monetario	7,3	58,0	-17,3	-12,2	-28,5	-30,1	-61,8	-89,0
Valores distintos de acciones ²⁾	35,5	32,7	17,8	-19,3	-42,8	-73,3	-82,7	-73,1
Activos a largo plazo	306,5	142,4	39,6	80,0	189,8	343,3	496,3	574,8
Depósitos	1,0	-31,5	-35,1	-13,3	15,5	56,9	95,3	121,3
Valores distintos de acciones	33,9	52,0	41,3	22,9	13,7	8,9	-9,5	-23,7
Acciones y otras participaciones	-26,8	-100,5	-94,6	-65,0	-3,7	86,7	167,2	202,6
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	-3,8	-2,7	30,2	35,8	51,5	88,6	77,9	91,3
Participaciones en fondos de inversión	-23,0	-97,8	-124,8	-100,8	-55,1	-1,8	89,3	111,3
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	298,4	222,5	128,0	135,4	164,2	190,7	243,2	274,7
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	401,5	357,9	210,0	153,7	126,1	96,6	96,1	119,7
de los cuales: de IFM de la zona del euro	355,3	283,7	82,7	20,4	10,6	-15,8	63,1	74,0
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	463,8	44,9	-1.267,7	-970,0	-574,8	-106,1	271,1	532,0
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	46,5	24,9	-250,8	-199,9	-97,5	59,4	155,6	254,6
Otros flujos netos (+)	-35,9	-34,5	-54,8	-52,9	23,9	45,6	84,1	123,9
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	966,7	534,4	-1.052,5	-698,2	-114,9	581,1	1.052,0	1.421,7
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.838,2	5.308,8	5.825,1	5.886,6	5.891,5	5.828,6	5.798,1	5.757,4
Efectivo y depósitos	4.454,2	4.843,0	5.312,3	5.373,9	5.429,7	5.397,7	5.465,7	5.438,6
Participaciones en fondos del mercado monetario	290,9	347,3	371,5	389,6	354,3	348,6	276,3	268,3
Valores distintos de acciones ²⁾	93,1	118,4	141,3	123,1	107,5	82,3	56,1	50,5
Activos a largo plazo	11.849,5	12.025,6	10.460,7	10.212,4	10.651,8	11.207,5	11.447,1	11.690,4
Depósitos	1.015,5	953,5	886,1	863,7	882,6	914,4	959,6	987,0
Valores distintos de acciones	1.247,2	1.291,9	1.321,1	1.292,4	1.313,4	1.372,3	1.363,5	1.350,9
Acciones y otras participaciones	4.974,4	4.920,4	3.516,6	3.309,2	3.572,7	3.874,5	3.988,2	4.076,1
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.581,2	3.607,4	2.588,1	2.417,3	2.595,4	2.830,1	2.854,7	2.912,3
Participaciones en fondos de inversión	1.393,2	1.313,0	928,5	892,0	977,3	1.044,4	1.133,5	1.163,8
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.612,4	4.859,8	4.737,0	4.747,1	4.883,0	5.046,3	5.135,8	5.276,4
Otros activos netos (+)	243,0	228,5	234,1	223,0	248,2	237,6	237,1	225,4
Pasivos (-)								
Préstamos	5.247,7	5.597,0	5.802,8	5.795,7	5.831,6	5.851,9	5.891,5	5.896,1
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.553,1	4.825,5	4.901,1	4.879,0	4.899,3	4.916,2	4.955,4	4.941,8
= Riqueza financiera neta	11.683,0	11.965,8	10.717,1	10.526,4	10.959,9	11.421,8	11.590,8	11.777,2

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)

	2006	2007	2008	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.372,9	4.629,1	4.758,7	4.696,9	4.610,7	4.550,1	4.514,8	4.524,0
Remuneración de los asalariados (-)	2.585,2	2.713,5	2.832,4	2.827,6	2.816,2	2.798,4	2.782,2	2.779,0
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	75,0	79,6	77,2	74,8	69,2	64,0	59,8	55,0
= Excedente bruto de explotación (+)	1.712,7	1.836,1	1.849,1	1.794,5	1.725,3	1.687,7	1.672,8	1.690,1
Consumo de capital fijo (-)	702,2	738,0	773,3	779,1	782,4	784,8	787,4	789,0
= Excedente neto de explotación (+)	1.010,5	1.098,0	1.075,8	1.015,4	942,9	902,9	885,4	901,1
Renta de la propiedad, recursos (+)	507,4	587,1	590,3	565,3	529,5	503,0	478,3	469,2
Intereses, recursos	170,3	201,6	219,2	206,9	189,9	169,3	151,6	141,7
Otra renta de la propiedad, recursos	337,1	385,6	371,1	358,4	339,6	333,7	326,7	327,4
Intereses y otras rentas, empleos (-)	285,3	348,7	403,5	388,0	360,5	324,2	292,2	275,7
= Renta empresarial neta (+)	1.232,6	1.336,4	1.262,6	1.192,7	1.112,0	1.081,6	1.071,5	1.094,6
Renta distribuida (-)	927,6	990,0	1.022,0	1.006,2	963,5	926,2	900,4	885,6
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	189,8	212,0	193,6	181,3	159,0	137,5	125,0	126,0
Cotizaciones sociales, recursos (+)	74,8	63,5	65,8	65,5	65,4	65,3	65,3	65,5
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,6	61,8	63,3	63,5	63,7	64,0	64,0	64,0
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	65,4	56,4	58,3	57,9	58,3	60,1	61,2	62,1
= Ahorro neto	64,1	79,8	-8,7	-50,7	-67,1	-40,8	-13,7	22,4
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	313,4	369,6	356,8	299,4	215,9	154,7	97,3	89,7
Formación bruta de capital fijo (+)	990,6	1.077,3	1.096,3	1.060,4	1.007,6	968,0	941,1	929,6
Consumo de capital fijo (-)	702,2	738,0	773,3	779,1	782,4	784,8	787,4	789,0
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	24,9	30,4	33,8	18,1	-9,3	-28,4	-56,4	-51,0
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	168,7	169,8	61,7	2,7	38,2	84,0	110,2	99,1
Efectivo y depósitos	146,2	154,4	15,5	-5,5	10,4	37,5	89,8	97,3
Participaciones en fondos del mercado monetario	10,3	-15,1	27,5	27,2	38,0	45,6	40,4	8,9
Valores distintos de acciones ¹⁾	12,1	30,5	18,7	-18,9	-10,1	0,9	-20,0	-7,2
Activos a largo plazo	510,5	758,8	659,0	661,7	528,6	343,4	130,9	142,7
Depósitos	29,4	-12,3	27,9	40,3	47,5	28,7	17,1	5,0
Valores distintos de acciones	13,9	-21,5	-71,1	4,7	21,3	0,3	12,1	13,9
Acciones y otras participaciones	263,2	451,4	347,6	358,5	331,6	253,1	98,0	65,3
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	204,0	341,2	354,6	258,2	128,1	61,3	3,6	58,5
Otros activos netos (+)	103,7	127,6	29,1	-114,9	-91,8	-45,5	-46,2	22,5
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	740,1	864,4	730,8	533,8	360,3	187,6	4,5	48,1
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	457,9	543,7	392,7	251,6	97,6	-35,5	-152,9	-114,5
de la cual: valores distintos de acciones	39,6	36,8	59,4	65,4	78,3	88,7	78,5	97,8
Acciones y otras participaciones	219,5	413,1	306,5	284,0	315,6	305,8	217,2	200,8
Acciones cotizadas	38,2	70,3	2,6	13,3	47,1	57,8	59,6	60,4
Acciones no cotizadas y otras participaciones	181,3	342,8	303,8	270,8	268,5	247,9	157,6	140,3
Transferencias netas de capital, recursos (-)	72,0	69,4	75,6	78,1	77,2	78,8	81,0	80,5
= Ahorro neto	64,1	79,8	-8,7	-50,7	-67,1	-40,8	-13,7	22,4
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.703,7	1.855,3	1.915,5	1.902,6	1.935,4	1.980,7	2.024,8	2.000,6
Efectivo y depósitos	1.367,2	1.507,6	1.539,2	1.511,8	1.552,6	1.581,1	1.635,5	1.605,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	208,7	188,8	212,8	236,8	242,7	247,9	232,8	226,0
Valores distintos de acciones ¹⁾	127,8	158,9	163,5	154,0	140,0	151,7	156,5	169,4
Activos a largo plazo	10.148,6	11.087,9	9.396,9	9.112,5	9.481,5	10.102,9	10.379,2	10.744,8
Depósitos	149,7	169,4	193,4	199,1	192,8	192,5	192,4	196,1
Valores distintos de acciones	281,2	257,7	190,5	192,1	167,8	159,7	201,2	217,4
Acciones y otras participaciones	7.507,5	8.135,1	6.127,4	5.813,9	6.242,9	6.879,6	7.100,5	7.343,3
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	2.210,1	2.525,8	2.885,6	2.907,4	2.878,0	2.871,1	2.885,2	2.988,0
Otros activos netos (+)	353,7	390,8	444,8	434,1	457,0	442,5	470,2	476,8
Pasivos								
Deuda	7.883,6	8.645,8	9.375,7	9.393,0	9.409,8	9.387,7	9.364,6	9.447,4
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	3.983,0	4.508,3	4.896,7	4.859,6	4.826,3	4.759,7	4.700,9	4.699,3
de la cual: valores distintos de acciones	685,6	685,8	744,4	749,6	780,8	823,2	827,1	876,8
Acciones y otras participaciones	13.187,9	14.378,1	10.768,6	10.107,9	10.830,6	11.934,2	12.242,3	12.481,5
Acciones cotizadas	4.511,4	4.997,0	2.840,4	2.483,7	2.827,5	3.267,0	3.398,8	3.490,3
Acciones no cotizadas y otras participaciones	8.676,6	9.381,1	7.928,2	7.624,2	8.003,1	8.667,2	8.843,6	8.991,2

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)

	2006	2007	2008	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	68,2	76,4	116,8	66,8	51,3	40,4	16,8	0,3
Efectivo y depósitos	10,6	6,4	57,0	18,6	11,8	-0,7	-33,1	-20,8
Participaciones en fondos del mercado monetario	7,2	6,8	19,2	16,8	10,9	6,1	7,7	-9,4
Valores distintos de acciones ¹⁾	50,4	63,1	40,7	31,5	28,6	35,0	42,2	30,5
Activos a largo plazo	290,1	162,8	66,6	69,4	92,7	126,0	206,2	276,4
Depósitos	67,4	49,8	0,8	13,5	13,0	19,9	16,2	-0,3
Valores distintos de acciones	112,3	45,9	17,3	44,8	-0,2	10,9	70,2	95,3
Préstamos	-1,2	-15,2	22,4	1,1	11,1	8,7	6,0	9,5
Acciones cotizadas	-2,7	-0,7	-14,3	-19,8	-24,4	-99,9	-86,9	-80,8
Acciones no cotizadas y otras participaciones	30,2	21,5	30,0	23,0	15,4	3,9	-7,1	0,2
Participaciones en fondos de inversión	84,1	61,5	10,4	6,7	77,8	182,4	207,9	252,6
Otros activos netos (+)	10,1	-7,8	26,6	14,5	36,3	34,1	34,6	46,4
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	5,8	3,0	11,7	13,9	9,9	10,1	1,0	-0,1
Préstamos	44,3	-5,0	27,2	2,9	14,9	9,5	-24,1	-14,2
Acciones y otras participaciones	9,3	1,0	3,3	5,5	4,9	6,2	5,1	3,9
Reservas técnicas de seguro	312,0	247,5	142,6	143,1	171,4	198,3	272,5	319,1
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	304,6	243,2	125,3	133,3	164,7	194,3	259,9	304,4
Reservas para primas y para siniestros	7,4	4,3	17,2	9,8	6,7	4,0	12,6	14,7
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-2,9	-15,1	25,3	-14,7	-20,9	-23,6	3,1	14,4
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	180,1	18,1	-566,1	-431,0	-265,3	-31,0	208,8	354,4
Otros activos netos	-41,5	-41,4	43,5	24,5	44,9	78,3	65,3	104,3
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	41,4	-32,5	-180,1	-189,0	-123,8	-52,6	15,6	96,7
Reservas técnicas de seguro	51,2	22,2	-243,0	-199,9	-95,1	64,5	159,3	263,0
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	47,7	23,7	-242,8	-193,4	-91,4	65,4	162,0	260,2
Reservas para primas y para siniestros	3,5	-1,5	-0,2	-6,4	-3,7	-1,0	-2,7	2,8
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	46,0	-13,1	-99,6	-17,6	-1,6	35,4	99,1	99,0
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	515,6	586,2	707,7	726,9	723,1	711,1	732,5	729,7
Efectivo y depósitos	156,6	163,1	223,9	212,9	195,6	189,8	194,7	195,7
Participaciones en fondos del mercado monetario	92,1	96,8	113,6	127,1	117,7	115,9	111,6	108,3
Valores distintos de acciones ¹⁾	266,8	326,3	370,2	386,9	409,8	405,4	426,3	425,6
Activos a largo plazo	5.114,8	5.255,5	4.785,4	4.743,6	4.913,8	5.137,8	5.274,5	5.485,4
Depósitos	590,6	640,8	644,1	657,9	660,7	664,3	657,7	655,9
Valores distintos de acciones	1.852,9	1.854,4	1.897,4	1.932,3	1.913,1	1.986,1	2.034,5	2.131,1
Préstamos	407,8	394,3	415,6	419,2	422,1	422,0	421,6	428,5
Acciones cotizadas	721,8	716,7	420,4	376,4	438,3	414,4	423,3	436,4
Acciones no cotizadas y otras participaciones	489,7	528,7	452,1	434,1	442,5	473,5	481,3	489,9
Participaciones en fondos de inversión	1.052,1	1.120,6	955,8	923,7	1.037,1	1.177,5	1.256,1	1.343,6
Otros activos netos (+)	213,8	197,1	245,6	246,8	261,2	267,5	265,2	287,2
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	35,9	29,4	46,4	45,6	45,0	48,8	50,3	52,4
Préstamos	244,0	235,2	269,8	274,6	273,0	263,3	244,6	256,7
Acciones y otras participaciones	679,2	647,7	470,9	411,9	438,1	492,2	491,6	512,5
Reservas técnicas de seguro	4.973,3	5.243,0	5.142,5	5.154,3	5.301,4	5.473,3	5.574,3	5.736,4
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	4.263,2	4.530,1	4.412,6	4.423,7	4.567,1	4.735,9	4.834,5	4.988,3
Reservas para primas y para siniestros	710,1	712,9	729,9	730,5	734,3	737,4	739,8	748,0
= Riqueza financiera neta	-88,3	-116,5	-190,9	-169,2	-159,3	-161,2	-88,6	-55,7

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

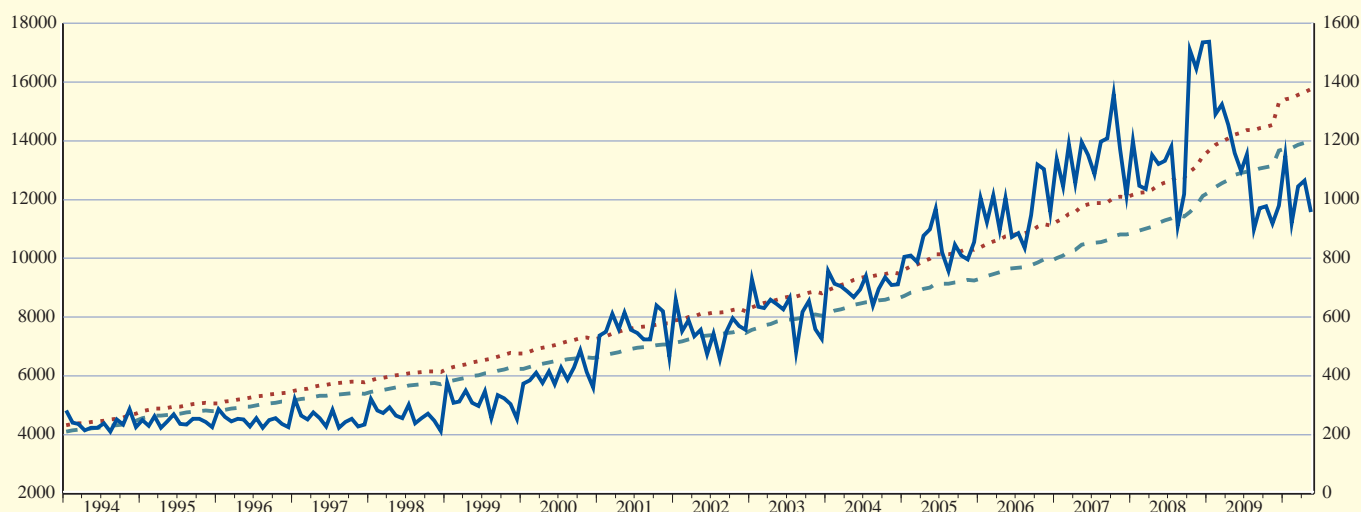
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	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 May	15.072,4	1.165,6	209,3	12.837,8	1.076,3	175,4	14.216,3	1.157,2	177,6	11,8	118,0	12,6
Jun	15.163,0	1.098,0	89,7	12.898,8	1.015,8	59,7	14.287,1	1.096,7	74,1	11,7	92,8	10,3
Jul	15.193,7	1.129,6	31,2	12.953,5	1.074,9	55,3	14.354,7	1.154,3	68,9	11,5	103,3	10,2
Ago	15.242,1	888,4	47,4	12.983,1	832,6	28,6	14.371,9	898,9	20,1	10,7	58,6	8,8
Sep	15.346,8	970,4	105,5	13.060,9	887,2	78,6	14.440,7	971,5	84,2	11,7	150,9	9,0
Oct	15.348,6	956,4	2,0	13.091,5	906,8	30,7	14.475,9	978,4	38,1	10,8	10,3	7,8
Nov	15.400,4	894,3	51,0	13.145,4	852,0	53,2	14.534,9	918,1	64,0	9,5	39,1	6,5
Dic	15.929,5	942,5	-59,2	13.676,3	889,0	-57,4	15.311,7	980,2	-57,4	7,9	14,3	5,1
2010 Ene	15.976,5	1.094,6	45,8	13.725,7	1.032,0	48,0	15.407,6	1.148,7	68,4	7,2	44,9	4,2
Feb	16.012,3	874,4	37,7	13.763,1	825,5	39,3	15.452,8	920,3	33,0	5,9	-20,0	3,1
Mar	16.157,8	1.037,7	143,9	13.866,6	933,8	101,9	15.567,8	1.045,9	108,2	5,6	98,4	2,3
Abr	.	.	.	13.926,5	953,8	58,3	15.659,9	1.063,6	79,1	5,3	64,1	3,0
May	.	.	.	13.959,3	848,0	34,0	15.765,9	958,6	46,4	4,3	-20,0	2,2
A largo plazo												
2009 May	13.432,5	339,4	204,9	11.311,2	281,5	172,0	12.501,2	301,9	179,5	10,4	116,2	12,9
Jun	13.553,7	314,2	119,0	11.420,4	275,6	106,7	12.632,5	309,5	129,6	10,6	101,8	11,7
Jul	13.580,7	269,2	27,2	11.453,9	247,8	33,7	12.675,9	272,7	44,0	10,6	86,9	11,0
Ago	13.639,1	131,5	58,0	11.497,2	108,9	43,0	12.716,5	121,8	46,9	10,3	96,7	10,3
Sep	13.711,1	223,7	71,7	11.571,6	197,1	74,0	12.778,8	222,6	75,3	11,2	124,3	9,9
Oct	13.777,3	245,1	64,0	11.633,6	216,7	59,9	12.841,5	236,1	66,1	11,5	61,0	9,7
Nov	13.860,7	200,8	81,4	11.712,9	180,0	77,2	12.918,1	195,2	81,6	10,6	46,8	8,5
Dic	14.372,6	169,5	-32,7	12.234,8	154,0	-22,8	13.663,8	166,0	-32,8	8,9	-35,8	5,9
2010 Ene	14.417,3	309,3	44,8	12.272,8	277,8	38,1	13.744,3	315,7	56,5	8,6	102,8	6,0
Feb	14.471,3	212,2	56,2	12.333,4	193,7	62,8	13.814,6	211,7	58,7	7,5	16,8	4,7
Mar	14.605,5	310,1	132,8	12.442,5	250,1	107,7	13.932,3	281,5	112,6	7,2	118,4	4,5
Abr	.	.	.	12.498,7	223,3	53,3	14.018,2	255,1	72,0	7,1	69,3	4,5
May	.	.	.	12.529,7	148,5	31,0	14.125,2	183,4	50,3	5,9	-20,3	3,4

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	13.461	5.272	2.196	715	4.938	340	1.190	817	82	105	162	24
2009	15.312	5.378	3.235	815	5.510	373	1.130	739	63	86	221	22
2009 II	14.287	5.438	2.378	771	5.349	351	1.170	750	68	92	241	20
III	14.441	5.431	2.398	801	5.452	358	1.008	652	48	85	212	12
IV	15.312	5.378	3.235	815	5.510	373	959	630	53	73	182	20
2010 I	15.568	5.471	3.200	853	5.656	389	1.038	653	61	74	230	20
2010 Feb	15.453	5.418	3.206	841	5.612	375	920	575	37	71	215	22
Mar	15.568	5.471	3.200	853	5.656	389	1.046	664	61	81	215	25
Abr	15.660	5.496	3.215	869	5.686	394	1.064	674	63	85	219	23
May	15.766	5.484	3.246	885	5.748	404	959	614	58	77	191	18
	A corto plazo											
2008	1.627	822	92	123	566	25	975	722	34	97	101	19
2009	1.648	733	96	73	725	21	880	639	19	69	137	15
2009 II	1.655	785	67	88	699	16	874	631	20	71	139	13
III	1.662	751	56	84	752	19	802	569	15	72	139	8
IV	1.648	733	96	73	725	21	760	551	19	60	116	13
2010 I	1.636	747	87	77	708	17	769	547	28	61	123	10
2010 Feb	1.638	734	86	78	723	17	709	499	28	55	115	12
Mar	1.636	747	87	77	708	17	764	545	31	66	111	12
Abr	1.642	754	91	79	699	20	809	571	31	69	121	16
May	1.641	752	96	82	689	21	775	553	34	67	106	17
	A largo plazo ²⁾											
2008	11.834	4.450	2.105	593	4.371	316	216	95	48	8	61	4
2009	13.664	4.645	3.139	742	4.784	353	250	99	44	16	84	6
2009 II	12.632	4.652	2.311	683	4.650	335	296	119	48	21	102	7
III	12.779	4.681	2.342	716	4.701	339	206	83	33	14	72	4
IV	13.664	4.645	3.139	742	4.784	353	199	79	35	13	66	6
2010 I	13.932	4.724	3.113	776	4.948	371	270	106	33	13	107	10
2010 Feb	13.815	4.683	3.120	763	4.890	358	212	76	10	17	100	10
Mar	13.932	4.724	3.113	776	4.948	371	282	119	30	14	104	13
Abr	14.018	4.743	3.124	790	4.987	375	255	103	32	16	98	7
May	14.125	4.732	3.150	802	5.058	382	183	61	24	11	85	2
	del cual: a tipo fijo											
2008	7.721	2.306	755	454	3.955	250	120	49	9	6	53	3
2009	8.839	2.587	1.034	609	4.338	271	172	60	18	16	74	4
2009 II	8.357	2.471	867	548	4.211	260	210	72	23	20	90	5
III	8.491	2.507	893	581	4.251	259	139	49	14	13	61	3
IV	8.839	2.587	1.034	609	4.338	271	132	46	10	12	59	5
2010 I	9.101	2.657	1.048	636	4.482	277	185	61	10	12	95	7
2010 Feb	8.996	2.628	1.039	624	4.435	271	160	41	4	14	93	8
Mar	9.101	2.657	1.048	636	4.482	277	191	62	14	13	92	10
Abr	9.187	2.678	1.056	650	4.525	280	181	62	14	15	87	4
May	9.277	2.672	1.073	660	4.590	282	117	22	6	8	80	1
	del cual: a tipo variable											
2008	3.601	1.744	1.301	128	363	64	81	36	38	1	5	1
2009	4.386	1.771	2.038	123	374	81	62	28	25	1	6	2
2009 II	3.736	1.761	1.401	125	374	74	65	31	24	1	7	2
III	3.730	1.746	1.408	125	372	79	49	21	18	1	7	1
IV	4.386	1.771	2.038	123	374	81	58	26	24	1	5	2
2010 I	4.377	1.778	1.995	129	382	93	70	38	20	1	7	3
2010 Feb	4.368	1.766	2.012	129	374	86	41	30	3	3	3	2
Mar	4.377	1.778	1.995	129	382	93	77	50	14	1	8	4
Abr	4.382	1.774	1.998	129	388	94	60	33	16	1	7	3
May	4.390	1.768	2.003	129	391	99	52	33	15	1	3	1

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

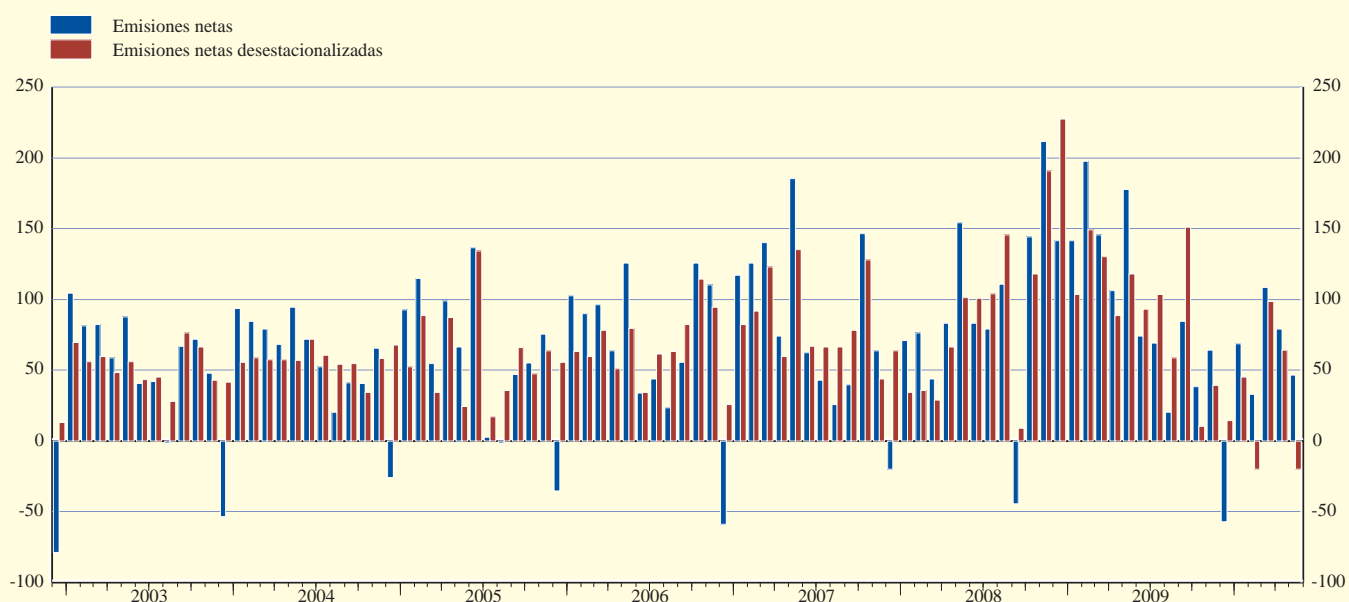
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	96,2	22,9	35,9	4,5	31,8	1,1	96,9	23,1	35,1	4,6	33,1	1,0
2009	88,4	10,2	20,8	8,2	46,4	2,8	88,2	10,0	20,3	7,9	47,3	2,8
2009 II	119,3	21,9	28,3	12,5	53,8	2,8	99,8	21,2	28,4	8,3	39,0	2,8
2009 III	57,7	0,3	8,9	10,8	35,4	2,3	104,3	9,8	30,2	13,6	47,1	3,5
2009 IV	14,9	-21,6	15,3	3,6	12,5	5,1	21,2	-11,8	-19,4	5,7	44,3	2,5
2010 I	69,9	25,7	-16,4	11,1	46,4	3,1	41,1	7,9	1,0	10,7	17,0	4,5
2010 Feb	33,0	-20,9	-29,9	16,6	60,7	6,6	-20,0	-46,6	-33,1	17,8	34,6	7,3
2010 Mar	108,2	54,7	-8,7	11,2	42,8	8,3	98,4	50,8	1,9	12,9	25,1	7,6
2010 Abr	79,1	21,0	9,4	13,7	29,3	5,7	64,1	10,3	16,8	9,9	22,1	5,0
2010 May	46,4	-25,1	11,8	9,6	52,8	-2,7	-20,0	-52,2	9,4	0,4	24,1	-1,7
A largo plazo												
2008	65,4	16,0	32,7	2,8	13,4	0,6	64,7	16,1	31,9	2,8	13,3	0,5
2009	88,2	15,0	23,2	12,3	34,5	3,1	87,8	15,1	22,7	12,4	34,6	3,1
2009 II	127,1	36,2	28,7	17,1	41,3	3,7	95,9	25,5	27,7	13,4	25,7	3,5
2009 III	55,4	12,2	12,4	12,0	17,4	1,4	102,6	22,4	34,0	13,9	29,8	2,5
2009 IV	38,3	-13,9	13,2	7,3	27,3	4,4	24,0	-4,3	-21,1	7,8	38,1	3,5
2010 I	75,9	22,4	-13,2	9,6	52,8	4,3	79,4	13,7	4,6	11,4	45,4	4,3
2010 Feb	58,7	-18,1	-19,7	13,8	79,5	3,2	16,8	-40,6	-19,8	15,1	57,9	4,3
2010 Mar	112,6	44,0	-9,1	12,0	58,0	7,5	118,4	38,0	3,4	14,7	55,5	6,8
2010 Abr	72,0	12,8	5,7	12,2	37,9	3,4	69,3	3,2	14,0	10,4	39,2	2,5
2010 May	50,3	-22,5	7,1	5,9	64,3	-4,4	-20,3	-46,6	0,9	-2,1	31,5	-4,0

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.

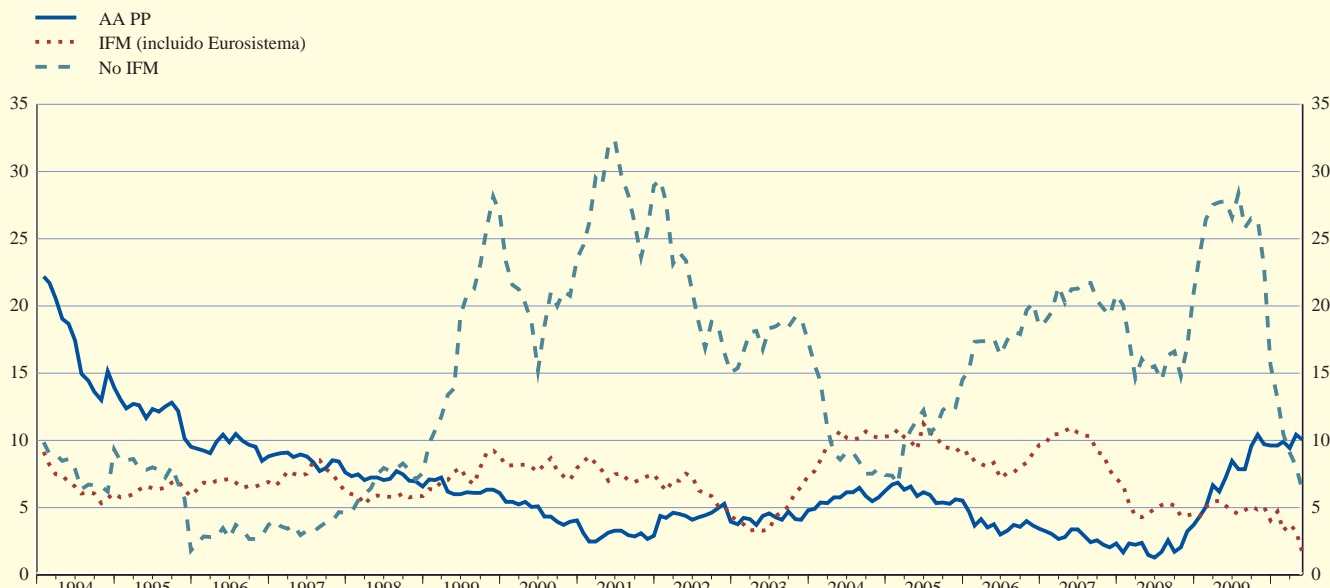
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾

(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 May	11,8	5,4	30,6	10,2	12,8	9,5	12,6	5,8	30,5	15,1	13,0	11,9
Jun	11,7	4,8	27,5	11,9	13,7	9,6	10,3	4,8	20,5	10,3	12,0	9,7
Jul	11,5	4,1	28,0	13,4	13,6	9,4	10,2	4,8	20,5	14,4	11,1	10,3
Ago	10,7	3,5	24,3	13,1	13,4	9,0	8,8	3,2	16,1	13,4	10,7	10,8
Sep	11,7	4,1	24,5	15,7	14,9	10,6	9,0	3,5	16,0	18,6	10,2	11,3
Oct	10,8	2,9	24,0	16,5	13,6	10,4	7,8	0,1	12,7	18,1	12,1	9,4
Nov	9,5	2,5	19,3	16,1	12,1	10,6	6,5	-0,6	9,1	17,2	11,3	9,3
Dic	7,9	2,3	11,1	13,7	11,3	9,8	5,1	-0,2	2,4	15,8	10,7	10,5
2010 Ene	7,2	2,3	10,1	13,0	10,2	9,2	4,2	0,0	0,6	11,4	9,4	7,9
Feb	5,9	0,7	6,8	14,4	9,8	10,8	3,1	-1,7	-2,0	15,3	8,8	11,0
Mar	5,6	1,5	5,1	15,5	8,6	11,6	2,3	-0,4	-4,8	12,6	6,9	11,9
Abr	5,3	1,3	4,1	15,5	8,5	11,0	3,0	2,7	-3,9	13,3	5,0	12,4
May	4,3	-0,2	2,9	14,5	8,0	10,2	2,2	0,2	-3,0	12,2	4,9	11,2
	A largo plazo											
2009 May	10,4	5,1	32,3	16,1	7,2	8,5	12,9	5,7	35,4	30,5	9,1	14,2
Jun	10,6	4,8	29,4	19,2	8,5	8,4	11,7	5,7	23,8	29,9	9,8	12,6
Jul	10,6	4,5	30,9	21,9	7,8	8,0	11,0	6,2	21,9	28,1	8,6	12,0
Ago	10,3	4,8	27,6	21,4	7,8	8,0	10,3	6,8	17,6	24,0	8,3	13,2
Sep	11,2	5,1	27,8	23,8	9,6	9,3	9,9	6,4	17,4	27,3	7,5	11,4
Oct	11,5	4,9	27,0	26,0	10,4	10,4	9,7	4,7	13,3	25,9	11,0	9,0
Nov	10,6	5,0	21,7	27,2	9,6	10,8	8,5	4,3	9,6	24,1	10,1	7,6
Dic	8,9	4,0	13,0	24,9	9,5	11,8	5,9	2,4	3,1	20,3	9,0	10,9
2010 Ene	8,6	4,7	10,7	21,8	9,5	11,4	6,0	3,3	0,3	15,8	10,5	10,7
Feb	7,5	3,3	7,4	21,8	9,7	12,3	4,7	-0,1	-2,0	19,5	11,2	11,5
Mar	7,2	3,7	5,8	21,9	9,2	12,7	4,5	1,2	-4,7	16,6	10,9	14,0
Abr	7,1	3,2	4,7	21,0	10,4	10,9	4,5	1,7	-3,2	16,2	9,8	12,6
May	5,9	1,6	3,2	18,2	10,1	8,8	3,4	-1,1	-2,9	12,6	10,2	10,0

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)



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.

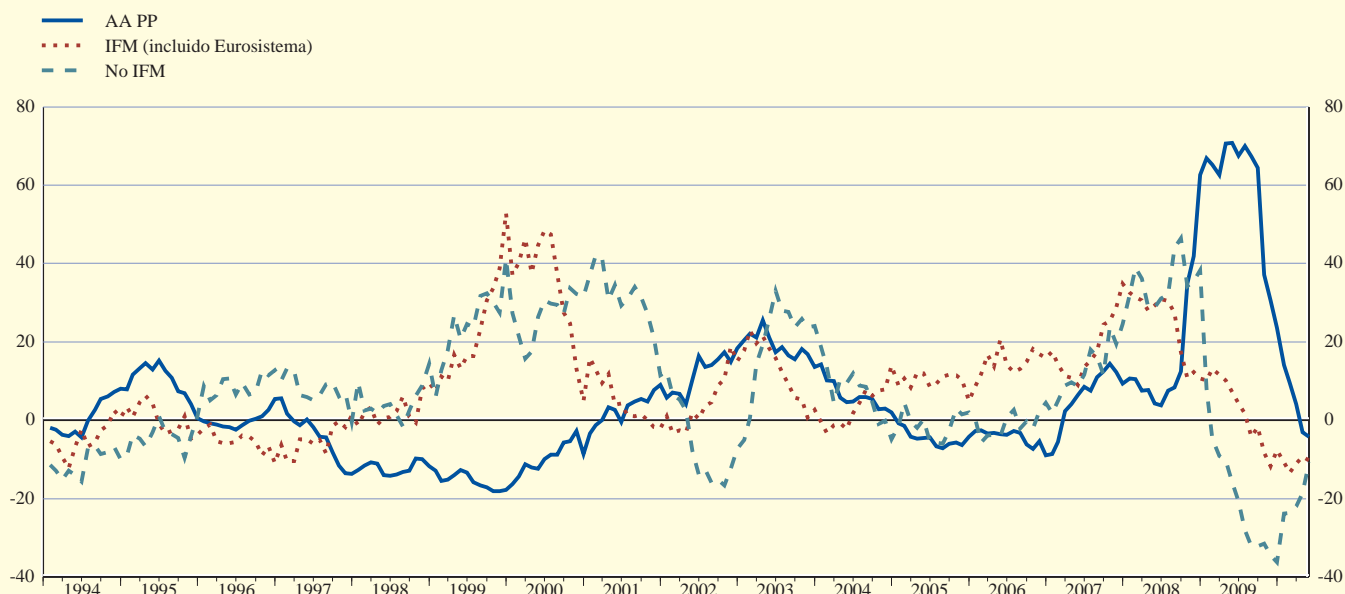
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾ (cont.)

(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 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
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2008	3,1	4,9	5,7	4,8	1,5	1,4	12,8	5,4	33,4	7,0	7,6	3,2
2009	9,4	7,0	18,1	23,8	8,1	4,2	12,1	1,9	36,0	-1,9	0,1	20,7
2009 II	8,9	6,8	17,8	20,9	7,5	4,8	14,4	3,1	43,0	-1,1	-0,6	19,9
III	10,5	7,2	21,1	28,0	9,0	3,9	11,3	0,9	35,2	-3,2	-1,6	25,1
IV	12,2	9,0	21,3	33,5	10,3	6,6	7,5	-1,6	24,0	-4,1	2,0	26,2
2010 I	11,1	9,7	14,0	27,8	9,6	8,1	1,3	-3,8	6,2	-2,3	4,6	26,7
2009 Dic	11,9	9,7	19,3	32,3	9,7	8,3	2,5	-3,9	10,1	-4,2	3,0	25,2
2010 Ene	11,4	10,7	16,1	27,6	9,3	7,0	2,4	-3,2	7,5	-3,2	7,3	28,2
Feb	10,8	8,9	11,5	26,7	10,0	8,3	0,5	-4,4	4,8	-1,5	3,2	27,1
Mar	10,4	9,2	10,1	26,3	9,4	9,5	-0,1	-3,6	2,6	-0,2	3,5	24,4
Abr	10,6	8,8	8,3	24,9	10,7	7,8	-0,4	-4,3	1,6	-0,5	7,7	22,1
May	9,3	6,0	6,9	20,9	10,5	5,8	-1,0	-4,2	0,2	-0,5	6,1	20,0
En euros												
2008	2,9	4,8	6,1	2,9	1,7	1,3	14,3	6,6	35,1	7,2	7,9	2,0
2009	10,0	8,9	21,4	22,4	8,2	3,6	14,5	3,9	38,5	-2,5	-0,4	21,8
2009 II	9,5	8,8	21,8	19,3	7,7	4,2	17,2	5,3	46,3	-1,8	-0,7	21,7
III	11,2	9,4	24,4	27,0	9,2	3,3	13,6	2,9	37,9	-3,8	-2,4	27,4
IV	12,8	11,3	23,5	33,1	10,4	6,1	9,1	-0,2	25,6	-4,9	0,7	26,8
2010 I	11,4	10,7	15,3	28,8	9,7	7,8	1,8	-3,4	6,7	-2,5	3,2	26,7
2009 Dic	12,2	11,2	20,5	33,0	9,8	8,0	3,4	-3,0	11,1	-4,7	1,7	25,1
2010 Ene	11,7	11,7	17,8	28,4	9,3	6,6	2,9	-2,8	8,1	-3,6	5,9	28,3
Feb	11,1	9,9	12,5	27,8	10,1	8,0	0,8	-4,1	5,2	-1,7	1,8	27,0
Mar	10,7	9,7	11,3	27,4	9,4	9,4	0,3	-3,3	3,0	0,0	2,1	24,5
Abr	10,8	9,0	8,8	26,1	10,7	7,5	-0,2	-3,8	1,4	-0,5	6,3	22,0
May	9,4	5,9	7,6	21,3	10,5	5,3	-1,4	-4,2	-0,6	-0,5	4,7	19,8

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)



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)

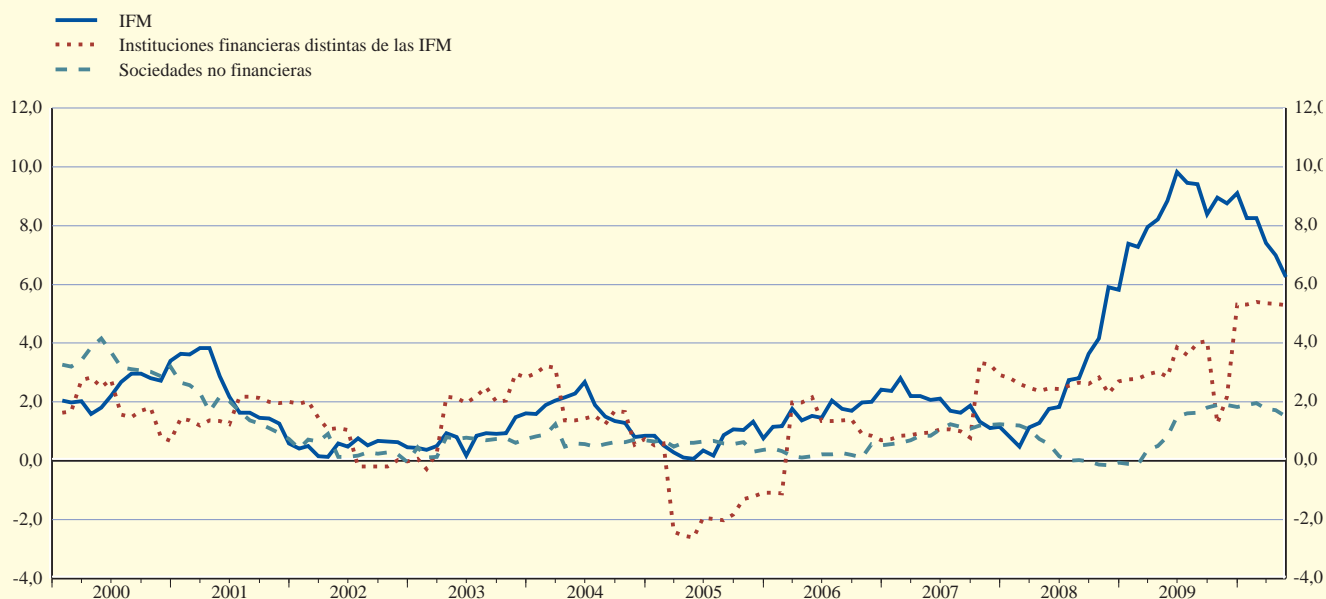
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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 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	4.492,7	109,0	2,8	548,3	7,4	363,3	5,4	3.581,1	1,8
Abr	4.427,9	109,0	2,7	512,7	7,0	343,8	5,3	3.571,4	1,7
May	4.110,2	109,1	2,4	449,6	6,3	320,9	5,3	3.339,7	1,5

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⁾

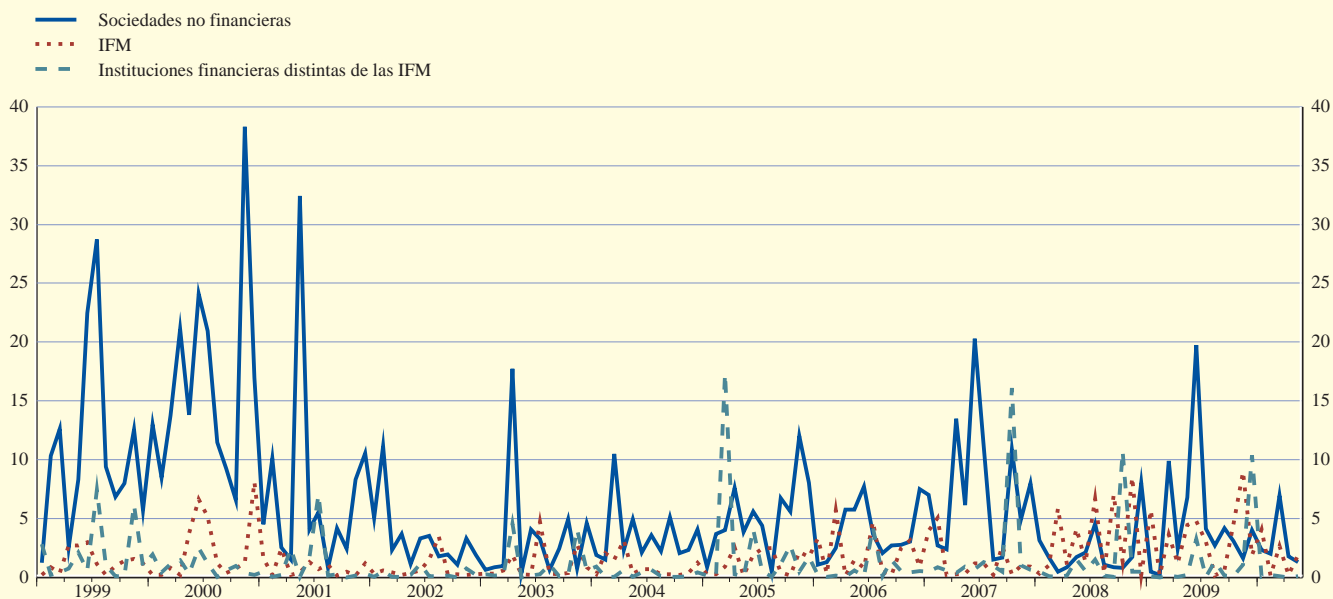
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Inst. 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 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	9,6	0,2	9,4	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,2	6,7
Abr	1,8	0,4	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3	1,5
May	3,2	0,8	2,4	1,9	0,0	1,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,8	0,4

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 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	2,28	2,24	1,45	2,05	0,44	0,80	2,73	2,34	0,50
Abr	0,41	2,02	2,64	2,14	1,42	2,01	0,43	0,78	2,78	2,30	0,58
May	0,40	2,04	2,73	2,24	1,40	1,98	0,43	0,77	2,78	2,26	0,52
Jun	0,42	2,15	2,10	2,48	1,41	1,95	0,43	0,87	1,81	2,40	0,66

2. Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares (nuevas operaciones)

	Préstamos renovables, descubiertos y saldos tarjetas crédito de pago único contado y pago aplazado ³⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					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 y hasta 10 años	Más de 10 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	8	9	10	11	12	13
2009 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	6,77	6,12	7,92	7,66	2,62	3,70	4,18	4,12	3,67	3,06	4,32	4,53
May	8,78	6,69	6,14	7,84	7,62	2,58	3,65	4,14	4,01	3,58	3,09	4,45	4,50
Jun	9,02	5,23	6,06	7,89	7,14	2,55	3,60	4,08	3,90	3,52	3,03	4,25	4,27

3. Tipos de interés aplicados a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Préstamos renovables, descubiertos y saldos de tarjetas de crédito de pago único contado y de pago aplazado ³⁾	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 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	2,02	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	3,98	3,19	4,17	3,90	2,00	2,72	3,45
May	3,97	3,25	4,12	3,86	1,96	2,83	3,41
Jun	3,73	3,25	4,10	3,81	2,17	2,92	3,33

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.
- Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean directamente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos resultantes de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por las que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).
- 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 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	1,16
May	0,40	2,13	2,71	1,40	1,98	0,43	1,42	3,22	1,14
Jun	0,42	2,13	2,72	1,41	1,95	0,43	1,45	3,11	1,26

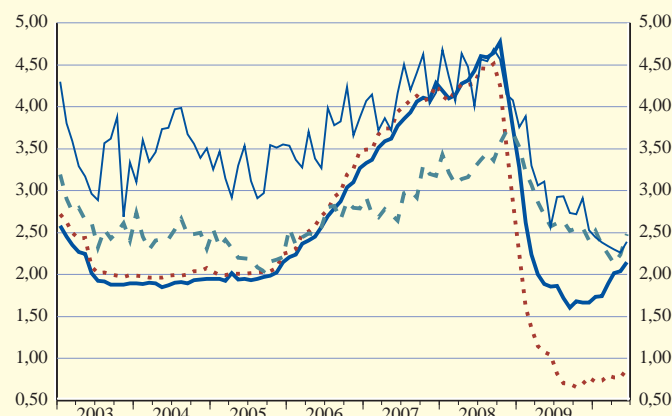
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	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 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	4,07	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	3,98	4,04	3,98	7,44	6,52	5,36	3,43	3,26	3,37
Abr	3,89	4,01	3,92	7,38	6,51	5,30	3,42	3,21	3,33
May	3,87	3,97	3,89	7,40	6,46	5,29	3,41	3,20	3,31
Jun	3,79	3,96	3,83	7,59	6,43	5,25	3,27	3,20	3,29

C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

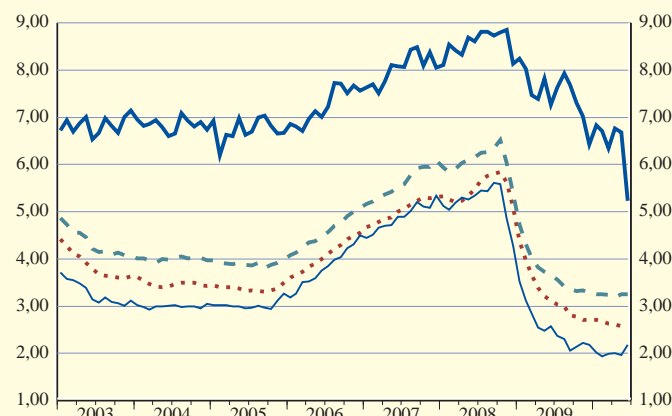
- De los hogares, hasta 1 año
- ... De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - De los hogares, más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



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.

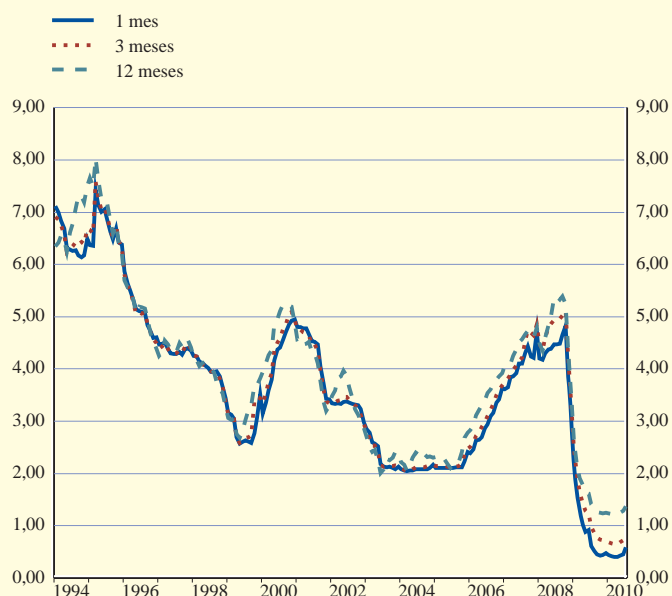
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(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 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
II	0,35	0,43	0,69	0,98	1,25	0,44	0,24
2009 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
Jun	0,35	0,45	0,73	1,01	1,28	0,54	0,24
Jul	0,48	0,58	0,85	1,10	1,37	0,51	0,24

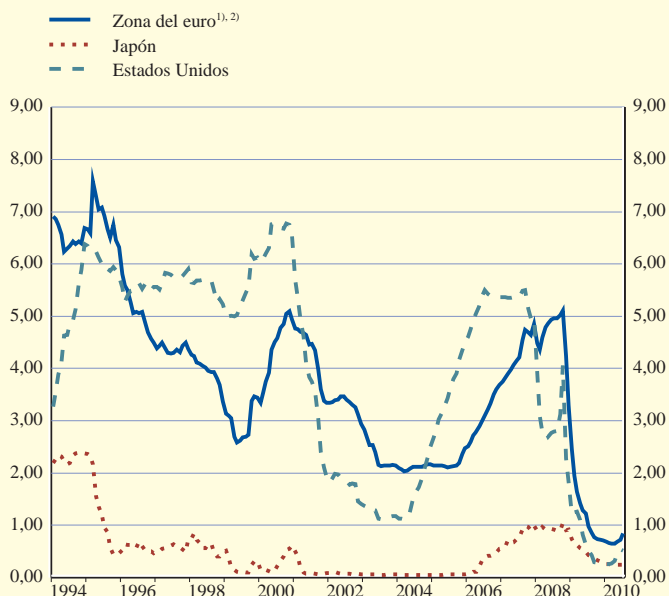
C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro^{1),2)}

(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⁾

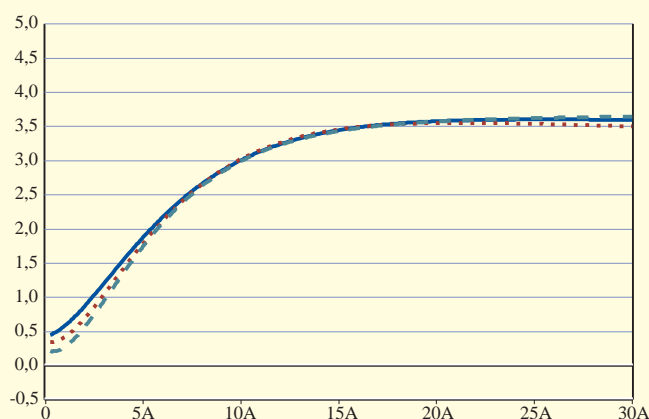
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	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 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
2009 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
2009 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
2010 II	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52
2009 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
2009 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
2009 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
2009 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
2009 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
2009 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
2010 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
2010 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
2010 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
2010 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
2010 Jun	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52
2010 Jul	0,45	0,59	0,87	1,88	2,44	3,01	2,56	2,14	0,82	1,51	3,45	4,43

C25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)

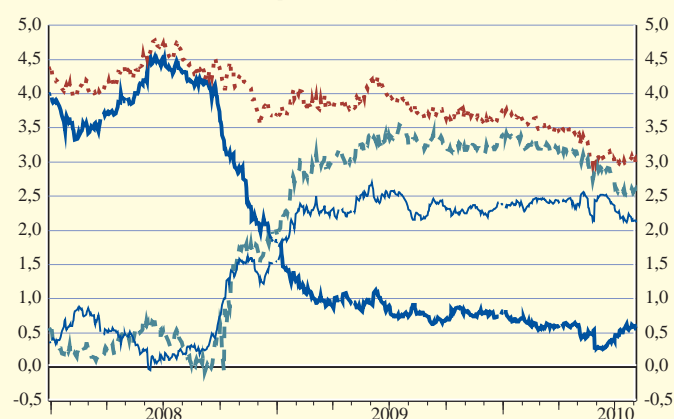
- Julio 2010
- ... Junio 2010
- - Mayo 2010



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.

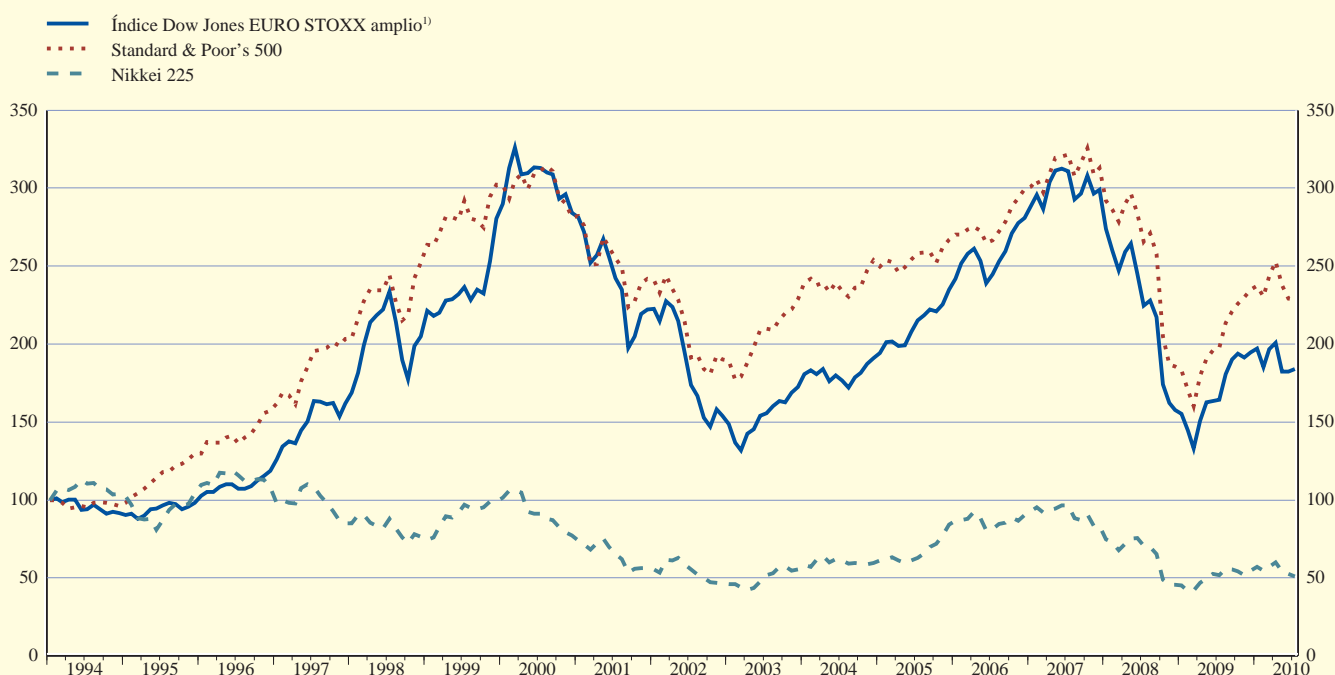
4.8 Índices bursátiles

(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 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
2009 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
2009 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
2010 II	261,1	2.735,7	446,3	163,7	312,9	305,0	178,8	334,3	229,1	349,6	372,2	412,0	1.134,6	10.345,9
2009 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
2009 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
2009 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
2009 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
2009 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
2009 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
2010 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
2010 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
2010 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
2010 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
2010 Jun	253,2	2.641,7	438,1	160,4	319,5	292,7	167,5	330,0	218,3	330,5	361,6	406,1	1.083,4	9.786,1
2010 Jul	255,1	2.669,5	435,0	160,8	320,8	289,3	178,0	324,2	212,3	320,3	369,7	389,2	1.079,8	9.456,8

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⁾

	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
% del total ³⁾	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 II	108,3	0,2	1,5	-1,2	2,2	0,3	0,1	-0,8	0,1	0,7	0,5	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	0,1	0,0	0,3	0,4	0,4	0,8
2010 I	108,6	1,1	0,9	0,9	1,5	0,4	0,0	0,7	0,0	3,0	0,3	1,2	0,4
II	110,0	1,5	0,8	1,7	1,2	0,6	0,3	0,7	0,2	3,9	0,3	1,5	1,3
2010 Feb	108,4	0,9	0,8	0,6	1,3	0,1	0,0	0,3	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	0,6	0,0	2,6	0,3	1,6	0,4
Abr	109,9	1,5	0,8	1,8	1,2	0,2	0,1	0,5	0,1	2,0	-0,1	1,6	1,2
May	110,0	1,6	0,9	1,9	1,3	0,1	0,2	-0,6	0,1	0,6	0,1	1,6	1,4
Jun	110,0	1,4	0,9	1,5	1,3	0,1	0,3	0,2	0,1	-0,4	0,1	1,4	1,4
Jul ⁴⁾	.	1,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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
% del total ³⁾	19,2	11,9	7,3	38,9	29,3	9,6	10,2	6,0	6,6	3,3	14,9	7,1
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 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
II	0,7	0,8	0,7	2,2	0,3	8,1	1,8	1,5	2,3	-0,9	0,8	1,5
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
May	0,7	0,9	0,4	2,5	0,3	9,2	1,8	1,5	2,2	-1,1	0,9	1,5
Jun	0,9	0,9	0,9	1,8	0,4	6,2	1,8	1,5	2,3	-1,1	1,0	1,5

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	2,4	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	14,2	3,8	1,5	
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,8	-5,3	0,4	-2,0	1,2	-2,5	-11,7	0,1	-3,1	
2009 II	108,3	-5,8	-6,8	-3,0	-5,8	0,7	-2,0	1,5	-2,5	-13,6	-0,2	-3,1 ⁴⁾	
III	108,0	-7,9	-7,4	-4,1	-7,5	-0,1	-2,6	1,0	-3,1	-18,2	-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	-3,0 ⁴⁾	
2010 I	109,6	-0,1	1,7	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	0,3	-0,7	0,3	0,2	-	
II	111,5	3,0	3,8	1,6	3,6	0,2	0,0	0,6	-0,1	7,0	.	.	
2010 Ene	109,3	-1,0	0,9	-1,0	-1,5	-0,6	-0,7	0,5	-0,8	-1,5	-	-	
Feb	109,4	-0,4	1,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	0,2	-0,6	-0,6	-	-	
Mar	110,1	0,9	2,7	0,1	0,8	-0,3	-0,4	0,3	-0,5	3,0	-	-	
Abr	111,1	2,8	3,7	1,0	2,7	0,0	-0,3	0,4	-0,4	7,8	-	-	
May	111,5	3,1	4,1	1,7	3,9	0,3	0,0	0,7	-0,2	7,3	-	-	
Jun	111,8	3,0	3,5	1,9	4,3	0,3	0,2	0,8	0,1	6,0	-	-	

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						Total (d.: índice: 2000 = 100)	Total	Deflatores del PIB				Expor- taciones ⁸⁾	Impor- taciones ⁸⁾	
		Ponderados ⁶⁾ por las importaciones			Ponderados ⁷⁾ por el destino					Demanda interna						
		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	1,6	2,7	1,6	1,4	
2008	65,9	2,0	18,5	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	119,0	2,2	2,7	2,8	2,6	2,4	2,6	3,7	
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,1	-18,0	-11,5	-22,8	120,2	1,0	0,0	-0,2	1,8	-0,9	-3,1	-5,6	
2009 I	35,1	-29,3	-15,0	-36,1	-28,7	-17,7	-36,9	120,1	1,8	0,9	0,3	2,4	0,6	-1,9	-4,2	
II	43,8	-24,5	-11,2	-30,9	-22,5	-10,0	-31,4	120,0	1,0	-0,2	-0,4	1,3	-0,9	-3,4	-6,6	
III	48,1	-18,7	-12,7	-21,5	-18,9	-15,3	-21,4	120,2	0,8	-0,6	-0,8	2,2	-1,8	-4,3	-8,0	
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	-1,4	-2,7	-3,5	
2010 I	56,0	29,0	7,5	42,7	27,4	7,5	46,6	120,8	0,5	0,2	1,3	1,6	-0,4	2,3	1,3	
2010 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	8,9	76,2	-	-	-	-	-	-	-	-	
May	61,6	52,1	11,5	77,8	43,6	12,0	73,8	-	-	-	-	-	-	-	-	
Jun	62,2	50,9	17,6	71,4	44,0	20,9	64,8	-	-	-	-	-	-	-	-	
Jul	58,9	56,0	24,9	73,6	49,4	31,1	64,5	-	-	-	-	-	-	-	-	

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 al factor trabajo y productividad del trabajo

(datos desestacionalizados)

	Total (índice: 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			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	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios¹⁾								
2008	115,4	3,3	0,4	3,7	2,9	3,1	3,6	2,8
2009	119,8	3,8	-1,2	10,1	1,1	4,9	0,8	2,7
2009 II	120,2	4,7	-0,2	14,0	0,8	6,1	1,3	1,9
III	119,7	3,5	-2,2	8,7	0,2	3,8	0,4	3,5
IV	119,7	1,3	-1,0	1,5	1,2	2,2	0,7	2,0
2010 I	119,7	-0,5	-0,7	-6,8	1,9	-0,1	1,1	1,4
Remuneración por asalariado								
2008	121,5	3,1	3,9	3,0	4,4	2,7	2,7	3,4
2009	123,3	1,5	2,2	0,2	2,1	1,4	1,4	2,6
2009 II	122,9	1,4	2,4	0,0	2,6	2,0	1,9	1,9
III	123,6	1,5	2,0	0,4	2,1	0,4	1,4	3,3
IV	124,0	1,3	2,3	0,4	1,7	1,0	1,8	2,1
2010 I	124,3	1,5	1,4	2,1	0,4	1,3	2,0	1,3
Productividad del trabajo por persona ocupada²⁾								
2008	105,3	-0,2	3,5	-0,7	1,4	-0,4	-0,8	0,6
2009	102,9	-2,3	3,5	-8,9	1,1	-3,3	0,6	-0,1
2009 II	102,3	-3,1	2,6	-12,4	1,8	-3,8	0,5	0,0
III	103,3	-1,9	4,2	-7,6	1,9	-3,3	1,0	-0,3
IV	103,6	0,0	3,4	-1,1	0,5	-1,1	1,0	0,1
2010 I	103,9	1,9	2,2	9,5	-1,4	1,4	0,9	-0,1
Remuneración por hora trabajada								
2008	123,7	3,1	2,8	3,5	3,8	2,7	2,3	3,1
2009	127,5	3,1	3,2	4,5	4,2	2,2	2,6	3,0
2009 II	127,5	3,5	2,5	5,9	4,6	2,9	3,2	2,6
III	127,8	3,1	2,7	4,8	4,0	1,2	2,6	3,6
IV	127,8	2,1	3,2	1,5	3,8	1,4	2,5	2,3
2010 I	128,0	0,7	2,0	0,0	-0,9	0,2	1,9	1,1
Productividad del trabajo por hora trabajada³⁾								
2008	108,0	-0,1	3,7	-0,2	1,2	-0,2	-1,2	0,2
2009	107,0	-0,9	3,5	-5,3	2,8	-2,7	1,8	0,2
2009 II	106,6	-1,4	1,6	-7,4	3,5	-3,0	2,0	0,4
III	107,4	-0,6	4,4	-3,9	3,5	-2,7	2,4	-0,1
IV	107,4	0,5	3,3	-0,2	1,9	-1,1	1,9	0,2
2010 I	107,6	1,3	3,4	7,3	-2,6	0,6	0,7	-0,6

5. Índices de costes laborales³⁾

	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	8
2008	100,0	3,5	3,6	3,4	3,8	4,7	3,1	3,3
2009	102,6	2,7	2,6	3,0	3,1	3,7	2,3	2,7
2009 II	102,5	3,3	3,2	3,4	4,3	4,5	2,6	2,8
III	102,9	2,6	2,7	2,6	3,5	2,5	2,2	2,4
IV	103,3	1,7	1,6	2,0	0,6	3,3	2,1	2,2
2010 I	104,0	2,1	2,0	2,1	1,8	2,1	2,2	1,8

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 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 factor trabajo (ocupados y horas trabajadas).
- 3) Índices de 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	
	<i>Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)</i>								
2006	8.562,4	8.466,0	4.872,9	1.733,6	1.834,4	25,2	96,3	3.453,2	3.356,9
2007	9.013,3	8.874,2	5.067,5	1.802,8	1.970,5	33,4	139,2	3.734,7	3.595,5
2008	9.258,2	9.160,0	5.228,6	1.891,8	2.000,5	39,2	98,2	3.862,7	3.764,5
2009	8.967,8	8.849,3	5.158,8	1.979,1	1.769,0	-57,7	118,5	3.249,6	3.131,1
2009 I	2.237,1	2.221,6	1.285,4	488,7	452,9	-5,5	15,5	807,7	792,2
II	2.233,8	2.204,5	1.287,5	492,7	444,2	-19,9	29,4	791,4	762,0
III	2.246,3	2.212,0	1.287,6	499,8	438,2	-13,6	34,3	815,1	780,8
IV	2.250,5	2.211,2	1.298,2	498,0	433,7	-18,7	39,3	835,5	796,2
2010 I	2.263,4	2.232,3	1.302,2	503,3	429,4	-2,6	31,1	873,2	842,1
	<i>porcentaje del PIB</i>								
2009	100,0	98,7	57,5	22,1	19,7	-0,6	1,3	-	-
	<i>Volúmenes encadenados (precio del año anterior; desestacionalizados)³⁾</i>								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2009 I	-2,5	-2,4	-0,6	0,8	-5,3	-	-	-8,4	-8,0
II	-0,1	-0,7	0,1	0,7	-1,5	-	-	-1,1	-2,8
III	0,4	0,3	-0,2	0,7	-1,1	-	-	2,9	2,8
IV	0,1	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	-	-	1,8	1,2
2010 I	0,2	0,8	-0,1	0,2	-1,2	-	-	2,1	3,8
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2006	3,0	2,9	2,0	2,1	5,4	-	-	8,6	8,5
2007	2,8	2,4	1,6	2,3	4,6	-	-	6,3	5,5
2008	0,6	0,6	0,3	2,2	-0,6	-	-	0,9	1,0
2009	-4,1	-3,5	-1,2	2,7	-10,9	-	-	-13,3	-12,0
2009 I	-5,2	-3,7	-1,7	3,0	-11,5	-	-	-16,4	-13,3
II	-4,9	-3,8	-1,2	2,9	-11,5	-	-	-17,0	-14,7
III	-4,1	-3,5	-1,3	3,0	-11,4	-	-	-13,6	-12,4
IV	-2,1	-2,8	-0,5	2,0	-8,7	-	-	-5,2	-7,0
2010 I	0,6	0,3	0,0	1,4	-4,8	-	-	5,7	4,9
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>								
2009 I	-2,5	-2,4	-0,3	0,2	-1,1	-1,1	-0,2	-	-
II	-0,1	-0,7	0,1	0,1	-0,3	-0,6	0,6	-	-
III	0,4	0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,5	0,1	-	-
IV	0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,2	-	-
2010 I	0,2	0,8	-0,1	0,0	-0,2	1,0	-0,6	-	-
	<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	-2,3	-0,9	-0,7	-	-
2009 I	-5,2	-3,7	-1,0	0,6	-2,5	-0,8	-1,5	-	-
II	-4,9	-3,7	-0,7	0,6	-2,5	-1,1	-1,2	-	-
III	-4,1	-3,4	-0,7	0,6	-2,5	-0,8	-0,7	-	-
IV	-2,1	-2,8	-0,3	0,4	-1,8	-1,1	0,7	-	-
2010 I	0,6	0,3	0,0	0,3	-1,0	1,0	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	7.648,5	140,8	1.565,3	477,8	1.596,8	2.137,2	1.730,4	913,9
2007	8.054,7	151,4	1.644,5	511,1	1.671,0	2.273,8	1.802,9	958,7
2008	8.312,4	147,0	1.656,5	534,2	1.731,3	2.361,7	1.881,7	945,8
2009	8.074,5	130,7	1.431,8	516,0	1.670,5	2.370,5	1.955,0	893,2
2009 I	2.013,9	34,1	356,2	131,5	416,9	591,4	483,8	223,3
II	2.012,1	32,8	353,1	129,6	417,1	592,3	487,1	221,8
III	2.022,7	31,7	360,2	128,4	418,5	592,7	491,1	223,6
IV	2.025,9	32,1	362,3	126,5	417,9	594,1	493,0	224,6
2010 I	2.041,6	33,0	369,1	124,0	419,3	599,5	496,6	221,9
<i>porcentaje del valor añadido</i>								
2009	100,0	1,6	17,7	6,4	20,7	29,4	24,2	-
Volúmenes encadenados (precio del año anterior; desestacionalizados)¹⁾								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2009 I	-2,6	0,9	-8,7	-1,1	-3,2	-1,0	0,2	-1,8
II	-0,1	-0,1	-1,0	-1,2	0,0	0,0	0,6	0,4
III	0,3	0,8	2,1	-1,4	0,0	-0,1	0,2	0,9
IV	0,1	-0,5	0,6	-1,4	0,0	0,1	0,2	0,7
2010 I	0,5	0,4	1,9	-2,3	0,1	0,5	0,4	-2,2
<i>tasas de variación interanual</i>								
2006	2,9	0,0	3,6	2,8	2,7	4,2	1,4	3,3
2007	3,0	0,4	2,5	2,4	3,4	4,1	2,1	0,9
2008	0,8	1,6	-0,7	-0,9	0,8	1,4	1,6	-1,2
2009	-4,3	1,2	-13,6	-5,8	-5,0	-1,6	1,2	-2,5
2009 I	-5,3	1,2	-16,7	-6,5	-6,0	-1,6	1,2	-4,5
II	-5,1	0,7	-16,7	-5,6	-5,6	-1,9	1,4	-3,2
III	-4,3	1,6	-13,2	-5,5	-5,1	-1,8	1,1	-2,3
IV	-2,4	1,1	-7,1	-5,0	-3,3	-1,1	1,2	0,1
2010 I	0,7	0,6	3,6	-6,2	0,0	0,5	1,4	-0,3
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2009 I	-2,6	0,0	-1,7	-0,1	-0,7	-0,3	0,0	-
II	-0,1	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	0,0	-
2010 I	0,5	0,0	0,3	-0,1	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	-1,1	-0,5	0,3	-
2009 I	-5,3	0,0	-3,4	-0,4	-1,3	-0,5	0,3	-
II	-5,1	0,0	-3,4	-0,4	-1,2	-0,5	0,3	-
III	-4,3	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,5	0,3	-
IV	-2,4	0,0	-1,4	-0,3	-0,7	-0,3	0,3	-
2010 I	0,7	0,0	0,6	-0,4	0,0	0,1	0,3	-

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
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Industria manufacturera	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
				Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
% 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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	3,2	108,1	3,7	4,1	4,3	3,7	6,6	2,4	1,4	2,5	-0,9	1,2
2008	-2,3	106,2	-1,7	-1,9	-1,9	-3,4	-0,1	-2,0	-5,7	-1,4	0,3	-4,6
2009	-13,8	90,4	-14,9	-15,9	-16,4	-19,2	-20,9	-5,0	-17,5	-3,0	-5,5	-8,1
2009 II	-16,7	88,6	-18,7	-19,5	-20,0	-24,2	-24,2	-5,9	-21,2	-3,4	-8,9	-7,4
III	-13,6	90,9	-14,4	-15,2	-15,7	-18,3	-21,0	-4,0	-18,4	-1,9	-5,7	-9,1
IV	-7,3	92,1	-7,4	-8,0	-8,4	-6,6	-14,0	-2,6	-10,1	-1,4	-3,8	-6,0
2010 I	2,0	94,4	4,8	5,1	5,2	8,2	2,8	3,5	0,1	3,9	2,9	-9,7
2009 Dic	-3,8	92,1	-3,7	-4,2	-4,6	0,0	-11,0	-0,9	-7,3	0,0	-1,6	-3,6
2010 Ene	-0,2	94,3	2,1	2,3	2,6	4,9	0,0	1,7	-2,5	2,3	0,8	-10,3
Feb	0,8	93,7	4,4	4,6	4,7	7,3	3,1	2,6	1,0	2,9	2,4	-14,0
Mar	5,1	95,3	7,8	8,1	7,8	12,0	4,8	5,9	1,6	6,5	5,8	-5,4
Abr	6,5	96,1	9,5	9,6	9,7	15,8	9,2	2,8	0,4	3,1	5,2	-5,7
May	6,3	97,1	9,6	9,8	9,9	14,9	9,0	4,0	7,3	3,5	5,4	-6,0
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2009 Dic	-1,0	-	-0,8	0,2	1,1	-2,2	-2,1	0,4	-2,9	0,6	2,8	0,4
2010 Ene	1,7	-	2,3	1,9	0,9	2,3	3,2	1,1	2,7	1,0	3,0	-1,9
Feb	-1,1	-	-0,6	0,6	0,9	0,6	-1,3	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	-6,2
Mar	2,4	-	1,8	1,7	1,6	2,5	1,9	1,5	0,5	1,7	-1,6	6,5
Abr	0,6	-	0,8	0,5	1,0	2,1	1,7	-1,3	-0,3	-1,4	-0,7	-0,3
May	0,5	-	1,0	0,7	0,6	0,9	1,3	0,8	3,4	0,5	0,6	-0,9

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			
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	42,9	57,1	9,9	13,9			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007	119,9	8,6	115,0	6,5	2,6	104,3	1,8	0,0	3,1	4,0	3,1	968	-0,6
2008	113,0	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,4	-0,8	-1,9	-0,1	-1,8	-1,9	896	-7,0
2009	87,7	-22,8	95,5	-18,5	-2,7	101,6	-1,8	-1,6	-1,9	-1,2	-3,9	926	3,2
2009 III	90,4	-21,4	95,9	-18,9	-3,5	101,4	-2,0	-1,4	-2,5	-2,8	-3,2	962	10,1
IV	92,1	-2,8	97,5	-9,3	-1,5	101,7	-0,6	-0,4	-0,7	0,4	-0,8	965	20,7
2010 I	95,3	13,8	101,1	6,3	0,6	102,1	0,7	1,3	0,5	3,3	0,9	892	7,4
II	.	.	.	.	0,8	102,0	0,5	0,0	0,8	.	.	826	-10,6
2010 Ene	91,6	7,5	99,4	1,1	-1,0	101,9	-0,3	0,7	-0,8	2,2	-1,5	859	8,3
Feb	94,8	12,5	100,5	6,0	0,2	101,9	0,4	0,6	0,5	2,2	0,6	878	2,9
Mar	99,4	20,5	103,5	11,0	2,5	102,5	2,1	2,7	1,8	5,5	3,5	938	10,2
Abr	100,1	22,0	101,4	10,0	-0,1	101,6	-0,3	-0,9	0,0	-0,5	1,0	839	-10,1
May	103,7	22,6	106,0	13,1	1,2	102,2	1,0	0,9	1,0	-1,7	4,4	786	-13,1
Jun	.	.	.	.	1,3	102,1	0,8	0,1	1,4	.	.	853	-8,8
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2010 Feb	-	3,5	-	1,1	0,2	-	0,0	-0,1	0,1	-0,9	0,6	-	2,3
Mar	-	4,9	-	3,0	0,9	-	0,6	0,5	0,6	1,8	1,3	-	6,8
Abr	-	0,6	-	-2,0	-1,0	-	-0,9	-1,0	-0,7	-2,7	-0,9	-	-10,6
May	-	3,7	-	4,5	0,6	-	0,6	0,8	0,4	-0,7	1,4	-	-6,3
Jun	-	.	-	.	0,0	-	-0,1	-0,7	0,3	.	.	-	8,5

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					Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	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	107,3	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 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
II	99,3	-6	-28	0	9	76,5	-17	-6	-18	34	-9
2010 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
Jun	99,0	-6	-26	0	9	-	-17	-7	-20	32	-9
Jul	101,3	-4	-21	-1	10	77,4	-14	-7	-14	27	-9

	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 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
II	-28	-40	-16	-4	-5	8	0	4	1	4	8
2010 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	-6	-7	10	-1	4	-1	4	8
Jun	-30	-43	-17	-6	-7	7	-3	4	2	4	5
Jul	-29	-42	-16	-4	-6	7	0	6	5	8	6

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⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Empleo en términos de personas ocupadas

	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	85,3	14,7	3,8	17,1	7,5	25,5	16,1	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	146,754	1,8	2,0	0,7	-1,6	0,3	3,6	1,9	4,3	1,3
2008	147,846	0,7	0,9	-0,3	-1,8	0,0	-2,3	1,2	2,3	1,1
2009	145,079	-1,9	-1,8	-2,1	-2,2	-5,1	-6,7	-1,8	-2,2	1,3
2009 II	145,362	-1,9	-1,9	-2,1	-2,0	-4,9	-7,2	-1,9	-2,4	1,4
III	144,587	-2,3	-2,3	-2,3	-2,6	-6,4	-7,3	-1,9	-2,8	1,4
IV	144,258	-2,0	-2,0	-2,1	-2,0	-6,1	-5,4	-2,0	-2,1	1,0
2010 I	144,261	-1,2	-1,2	-0,9	-1,1	-5,3	-4,3	-1,3	-0,4	1,5
	<i>tasa de variación intertrimestral (d.)</i>									
2009 II	-0,752	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-1,7	-1,3	-0,5	-0,7	0,4
III	-0,775	-0,5	-0,5	-0,6	-1,2	-1,7	-1,7	-0,3	-0,5	0,3
IV	-0,329	-0,2	-0,2	-0,3	0,3	-1,1	-0,4	-0,6	0,2	0,2
2010 I	0,004	0,0	-0,1	0,4	0,1	-0,9	-1,5	0,0	0,5	0,5

2. Empleo en términos de horas trabajadas

	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	80,4	19,6	5,0	17,1	8,4	26,9	15,6	27,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	237.005,4	1,8	2,0	0,8	-2,3	0,6	3,6	1,9	4,3	1,1
2008	238.642,1	0,7	1,0	-0,6	-2,0	-0,5	-2,0	1,0	2,6	1,4
2009	230.970,5	-3,2	-3,3	-2,7	-2,2	-8,7	-8,3	-2,5	-3,4	1,1
2009 II	57.761,5	-4,1	-4,5	-2,7	-1,3	-11,1	-9,3	-3,1	-4,3	0,6
III	57.578,7	-3,5	-3,7	-2,8	-2,6	-9,9	-8,6	-2,6	-4,2	1,3
IV	57.653,2	-2,2	-2,3	-1,8	-1,8	-6,2	-6,0	-1,7	-2,6	1,1
2010 I	57.622,3	-0,4	-0,5	-0,2	-2,6	-3,1	-3,7	-0,3	-0,1	2,1
	<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>									
2009 II	-215,7	-0,4	-0,5	0,1	0,0	-1,9	-0,2	-0,2	-0,7	0,5
III	-182,8	-0,3	-0,3	-0,6	-1,3	-0,8	-1,1	-0,4	-0,5	0,5
IV	74,5	0,1	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	0,0	0,6	0,4
2010 I	-30,9	-0,1	0,0	-0,1	-1,1	-0,5	-1,9	0,0	0,4	0,6

3. Horas trabajadas por persona ocupada

	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	1,615	0,0	0,0	0,2	-0,7	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	1,614	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,5	0,3	-0,2	0,3	0,3
2009	1,592	-1,4	-1,5	-0,6	-0,1	-3,8	-1,7	-0,7	-1,2	-0,3
2009 II	0,397	-2,3	-2,7	-0,7	0,7	-6,6	-2,3	-1,2	-1,9	-0,9
III	0,398	-1,3	-1,5	-0,5	-0,1	-3,8	-1,4	-0,7	-1,4	-0,1
IV	0,400	-0,1	-0,3	0,3	0,2	-0,1	-0,6	0,3	-0,5	0,1
2010 I	0,399	0,8	0,8	0,7	-1,5	2,3	0,6	1,0	0,4	0,6

Fuente: Eurostat.

1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95.

2) En el año 2009.

5.3 Mercado de trabajo

4. Desempleo ¹⁾

(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	6,389	7,5	6,488	9,4
2007	11,679	7,5	9,126	6,6	2,553	14,9	5,737	6,7	5,942	8,5
2008	11,890	7,6	9,265	6,6	2,625	15,4	5,997	6,9	5,893	8,3
2009	14,866	9,4	11,646	8,2	3,220	19,4	7,997	9,3	6,869	9,6
2009 II	14,784	9,4	11,546	8,2	3,237	19,4	7,959	9,2	6,825	9,5
III	15,295	9,7	11,996	8,5	3,299	20,0	8,258	9,6	7,038	9,8
IV	15,502	9,8	12,241	8,7	3,261	20,0	8,421	9,8	7,082	9,9
2010 I	15,666	9,9	12,422	8,8	3,244	20,0	8,479	9,8	7,187	10,0
II	15,753	10,0	12,586	8,9	3,167	19,8	8,465	9,8	7,288	10,1
2010 Ene	15,595	9,9	12,352	8,7	3,243	20,0	8,460	9,8	7,135	10,0
Feb	15,672	9,9	12,406	8,8	3,266	20,1	8,498	9,9	7,174	10,0
Mar	15,732	10,0	12,509	8,8	3,224	20,0	8,479	9,8	7,253	10,1
Abr	15,724	10,0	12,519	8,8	3,205	19,9	8,469	9,8	7,256	10,1
May	15,765	10,0	12,591	8,9	3,174	19,8	8,470	9,8	7,295	10,1
Jun	15,771	10,0	12,648	8,9	3,123	19,6	8,457	9,8	7,313	10,2

Fuente: Eurostat.

1) Las cifras de desempleo siguen las recomendaciones de la OIT.

2) En el año 2009.

3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta los 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.

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⁾
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
												1	2		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	8,1	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	8,1	4,6	2,1	0,3	0,3	41,1
2003	45,0	44,3	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,2	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	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,7
2005	44,8	44,3	11,5	8,7	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,4	0,3	40,9
2006	45,3	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,0	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,4	45,1	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	8,0	4,5	2,1	0,2	0,3	41,0
2009	44,5	44,2	11,3	9,2	2,0	13,1	0,3	15,7	8,2	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⁾		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Pagadas por inst. de la UE	Inversión	Transf. de capital		Pagadas por instituciones de la UE	
														1
2001	47,5	43,6	10,3	4,8	3,8	24,7	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,7
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	0,1	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	43,5	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,3	43,4	10,4	5,1	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	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	46,0	42,3	10,0	5,0	3,0	24,3	21,6	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	46,9	43,0	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	50,7	46,5	10,8	5,6	2,8	27,3	24,2	1,8	0,5	4,2	2,8	1,4	0,0	47,9

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	19,8	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	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,1	0,1	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	5,1	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	20,4	10,1	5,1	5,3	1,9	2,1	8,1	12,3
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	13,2

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 (P3) 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	43,8	22,1	12,3	9,5	25,4
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	48,9	42,0	20,6	11,0	10,4	26,2
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	40,5	19,4	10,6	10,5	27,4
2003	69,0	2,1	12,4	5,0	49,6	39,7	19,6	11,0	9,1	29,3
2004	69,4	2,2	12,0	5,0	50,3	38,2	18,5	10,7	9,0	31,2
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,1	36,3	17,2	11,1	7,9	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	69,3	2,3	11,0	6,7	49,4	32,4	16,6	7,9	7,8	37,0
2009	78,7	2,4	11,9	8,6	55,8	36,6	19,6	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	58,1	5,8	4,8	0,4	6,5	62,7	6,2	13,4	27,8	28,0	67,4	1,8
2001	68,2	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,1	5,3	13,7	26,6	27,9	66,6	1,5
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,7	1,3
2003	69,0	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,2	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,4	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,6	14,8	26,2	28,4	68,6	0,9
2005	70,0	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,1	4,6	14,8	25,5	29,6	69,0	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	67,6	0,6
2007	65,9	53,9	6,2	5,2	0,5	7,4	58,5	4,3	14,6	23,5	27,8	65,4	0,5
2008	69,3	57,1	6,6	5,2	0,4	10,2	59,2	4,4	17,7	23,3	28,3	68,6	0,8
2009	78,7	64,9	7,5	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.

- 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.
- Tenedores residentes 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.
- 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 3	Impuestos indirectos 4	Cotizaciones sociales 5	Ventas 6	Rentas de la propiedad 7	8	Impuestos sobre el capital 9	
2004 I	41,3	40,9	9,5	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
II	44,7	43,9	11,9	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,7
III	42,8	42,3	10,7	12,8	15,3	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
IV	48,9	48,0	12,9	14,2	16,1	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	43,6	11,5	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,1
III	43,5	42,8	11,1	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,7
IV	49,0	48,2	13,3	14,2	16,1	2,9	0,8	0,7	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	45,3	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	15,1	2,0	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	49,3	48,7	14,0	14,2	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	0,4	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	43,7	43,3	12,2	12,8	14,8	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
IV	49,6	49,1	14,4	14,1	15,7	3,0	0,9	0,5	0,3	44,6
2008 I	42,2	41,9	10,7	12,9	14,8	1,7	1,0	0,3	0,2	38,6
II	44,9	44,5	12,6	12,8	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	40,7
III	43,2	42,9	11,9	12,4	15,0	1,9	0,8	0,3	0,3	39,7
IV	48,8	48,3	13,6	13,6	16,2	3,0	1,0	0,5	0,3	43,7
2009 I	41,9	41,8	10,3	12,5	15,4	1,8	1,0	0,2	0,2	38,4
II	44,4	43,8	11,5	12,6	15,5	2,0	1,5	0,6	0,5	40,1
III	42,6	42,2	10,9	12,3	15,5	2,0	0,8	0,3	0,3	39,0
IV	48,5	47,9	12,7	13,7	16,4	3,2	1,0	0,7	0,5	43,2
2010 I	41,4	41,3	10,0	12,3	15,3	1,8	0,9	0,2	0,2	38,0

2. Zona del euro – Empleos y déficit/superávit (datos trimestrales)

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
	1	2	Remuneración de asalariados 3	Consumo intermedio 4	Intereses 5	Transf. corrientes 6	Beneficios sociales 7		Inversión 9	Transf. de capital 11			
							8	10					
2004 I	46,3	42,9	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	3,2	24,7	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,9	1,4
III	46,0	42,6	9,9	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,2	-0,1
IV	50,8	45,6	11,0	5,7	2,9	26,0	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	46,1	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,9	1,3
III	45,7	42,3	9,9	4,8	3,0	24,6	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,2	0,8
IV	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,0	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	0,9	-0,1	3,0
III	45,3	41,9	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	44,3	41,1	9,8	4,5	2,9	23,9	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,2	0,8
II	44,6	41,4	9,9	4,8	3,2	23,5	20,5	1,1	3,2	2,3	0,9	1,0	4,2
III	44,5	41,1	9,5	4,7	2,9	23,9	20,6	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,8	2,1
IV	50,3	45,2	10,6	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,4	1,7	-0,7	2,1
2008 I	44,6	41,4	9,7	4,6	3,0	24,1	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,4	0,6
II	45,2	41,9	10,1	4,9	3,2	23,7	20,6	1,1	3,3	2,3	1,0	-0,3	2,9
III	45,4	41,9	9,6	4,8	3,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,2	0,9
IV	51,8	46,8	11,0	6,1	2,8	26,9	23,0	1,4	5,0	3,4	1,6	-3,0	-0,2
2009 I	48,4	44,9	10,5	5,3	2,9	26,3	22,4	1,3	3,4	2,2	1,2	-6,4	-3,6
II	50,1	46,1	10,9	5,5	3,2	26,6	23,1	1,3	4,0	2,7	1,3	-5,7	-2,6
III	49,2	45,3	10,3	5,2	2,7	27,0	23,4	1,4	3,8	2,6	1,1	-6,6	-3,9
IV	54,7	49,4	11,4	6,3	2,5	29,1	24,8	1,6	5,4	3,4	1,9	-6,2	-3,7
2010 I	49,5	45,9	10,5	5,2	2,8	27,4	23,3	1,4	3,6	2,1	1,5	-8,0	-5,2

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

- 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.
- 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 II	68,6	2,2	11,2	5,1	50,2
III	67,6	2,1	11,1	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	48,6
IV	69,3	2,3	11,0	6,7	49,4
2009 I	72,8	2,3	11,3	7,9	51,4
II	76,1	2,3	11,6	8,4	53,7
III	77,9	2,3	11,8	9,2	54,6
IV	78,7	2,4	11,9	8,6	55,8
2010 I	80,5	2,4	12,2	8,4	57,6

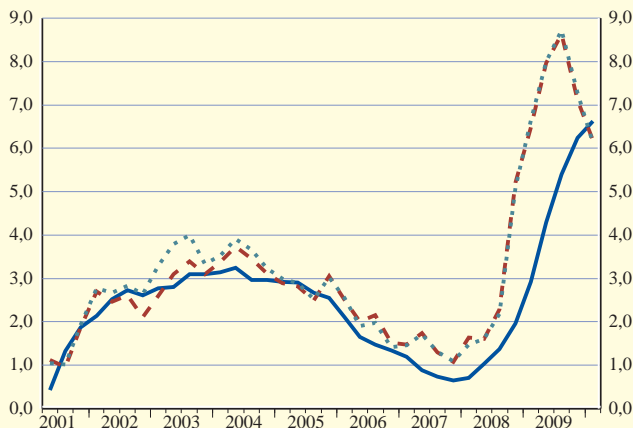
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	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 II	4,2	1,0	5,2	4,9	4,1	0,0	0,5	0,3	0,6	-0,3	3,5
III	-0,6	-0,8	-1,4	-1,4	-2,1	0,0	0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,6
IV	-3,6	-0,7	-4,2	-2,9	-2,1	0,0	-0,6	-0,2	-0,1	-1,2	-3,4
2008 I	6,7	-2,4	4,3	3,4	2,0	0,0	1,1	0,3	0,1	0,9	6,6
II	4,0	-0,3	3,7	3,9	1,8	0,3	1,3	0,4	0,0	-0,2	3,9
III	2,2	-2,2	0,0	-0,9	-1,6	0,0	0,2	0,5	0,5	0,4	1,8
IV	7,9	-3,0	5,0	5,8	0,8	2,6	0,5	1,9	-0,1	-0,8	8,0
2009 I	12,1	-6,4	5,6	6,5	5,1	-0,1	0,8	0,7	-1,1	0,2	13,2
II	9,9	-5,7	4,2	3,3	2,5	-0,6	0,1	1,2	0,6	0,3	9,3
III	4,7	-6,6	-1,9	-2,9	-3,1	0,7	-0,1	-0,4	0,2	0,8	4,5
IV	2,1	-6,2	-4,1	-2,6	-2,7	0,0	0,0	0,1	-0,3	-1,1	2,4
2010 I	8,3	-8,0	0,2	0,7	0,7	0,0	-0,4	0,4	-0,1	-0,4	8,4

C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

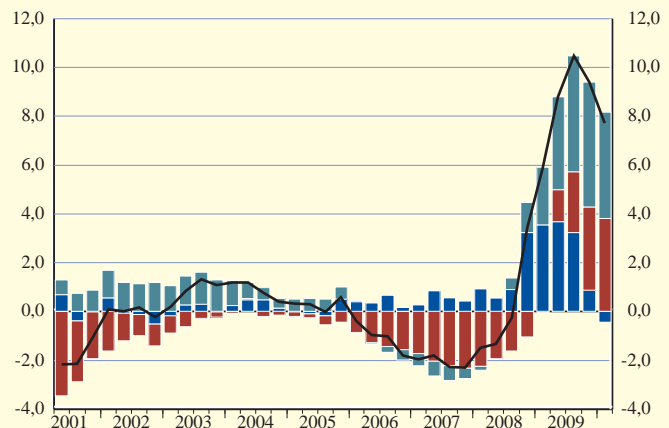
- Déficit
- - - Variaciones de la deuda
- ... Necesidad de financiación



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

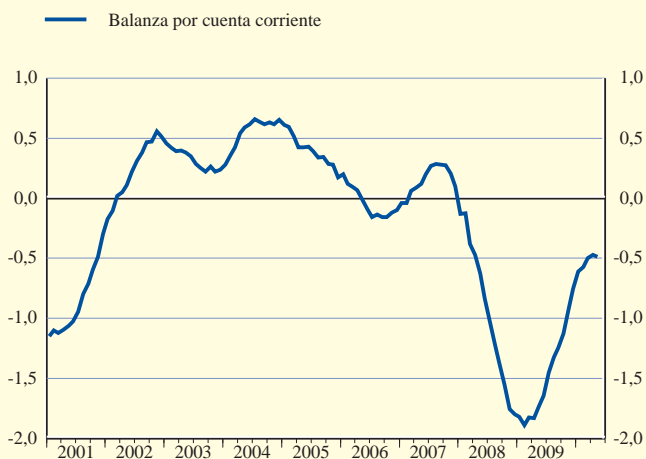
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(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	-55,9	40,7	29,9	-38,2	-88,2	6,2	-49,7	43,0	-78,9	308,7	42,1	-233,3	4,5	6,8
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	6,8	20,5	9,1	-3,1	-19,7	1,2	8,0	-6,2	9,0	53,9	7,9	-76,9	-0,1	-1,8
2010 I	-25,4	2,8	3,3	3,3	-34,8	2,6	-22,9	24,4	-34,9	22,4	1,8	39,8	-4,6	-1,6
2009 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	-1,3	8,7	2,9	0,2	-13,2	-0,3	-1,6	1,1	3,8	6,2	1,6	-9,8	-0,6	0,5
Nov	-2,4	5,5	1,2	-3,1	-6,0	1,0	-1,4	3,4	-3,5	-7,3	-0,1	13,0	1,4	-2,0
Dic	10,6	6,4	4,9	-0,2	-0,6	0,5	11,0	-10,6	8,8	55,1	6,4	-80,1	-0,8	-0,4
2010 Ene	-14,4	-7,7	0,8	0,9	-8,5	1,6	-12,8	32,0	9,2	21,4	3,6	-3,6	1,5	-19,2
Feb	-8,7	4,2	1,2	1,9	-16,1	0,8	-7,9	-8,4	-17,6	2,4	-0,7	11,3	-3,7	16,3
Mar	-2,2	6,2	1,3	0,4	-10,2	0,1	-2,1	0,8	-26,5	-1,4	-1,0	32,1	-2,5	1,3
Abr	-7,5	2,9	3,2	-5,8	-7,7	-0,2	-7,7	8,6	-11,4	32,3	0,3	-12,5	0,0	-1,0
May	-16,7	0,6	3,7	-15,6	-5,4	2,0	-14,7	17,8	-17,2	63,9	-2,2	-26,6	-0,1	-3,1
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2010 May	-44,8	47,9	33,2	-34,1	-91,8	7,2	-37,6	15,4	-103,1	292,8	3,9	-173,3	-4,9	22,2
<i>operaciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2010 May	-0,5	0,5	0,4	-0,4	-1,0	0,1	-0,4	0,2	-1,1	3,3	0,0	-1,9	-0,1	0,2

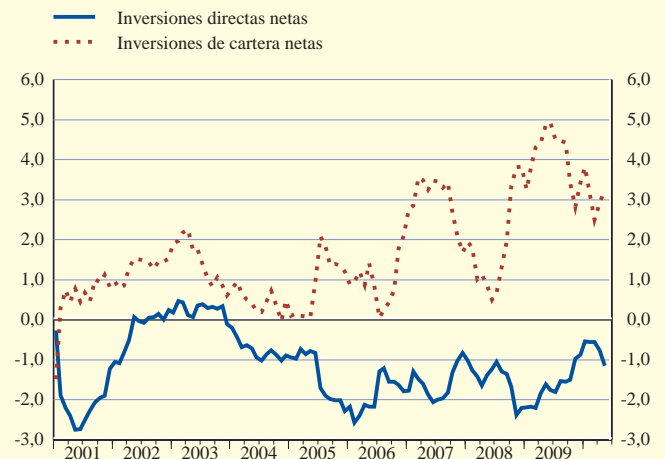
C30 Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente

(datos desestacionalizados; operaciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



C31 Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera

(operaciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

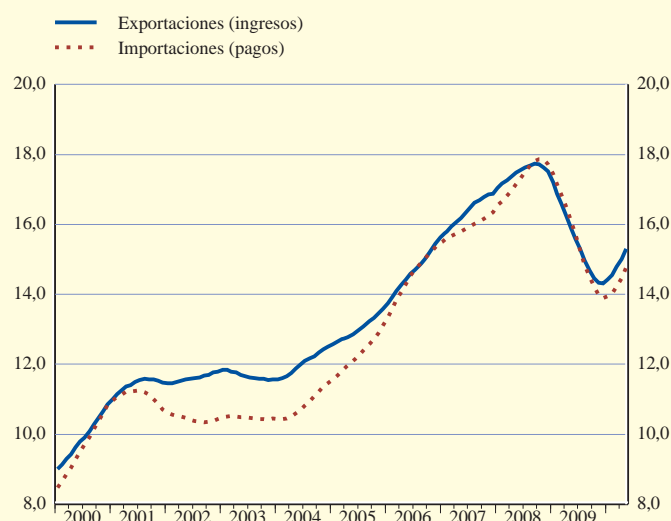
(mm de euros; operaciones)

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	Rembesas de trabajadores			Rembesas de trabajadores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	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	2.269,9	2.325,8	-55,9	1.291,2	1.250,5	469,8	439,9	416,0	454,2	92,9	6,1	181,1	21,6	19,0	12,8
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	597,3	590,4	6,8	348,8	328,2	120,6	111,5	96,2	99,2	31,7	1,5	51,4	5,7	6,0	4,9
2010 I	579,0	604,4	-25,4	348,7	346,0	110,1	106,8	99,1	95,7	21,0	1,4	55,8	5,0	5,1	2,5
2010 Mar	215,7	218,0	-2,2	136,6	130,3	39,2	37,9	35,8	35,3	4,2	.	14,4	.	1,1	0,9
Abr	195,4	202,9	-7,5	122,9	120,0	38,2	35,0	30,2	36,0	4,1	.	11,8	.	0,7	0,9
May	206,2	222,9	-16,7	124,0	123,4	40,1	36,4	34,6	50,2	7,5	.	12,9	.	2,7	0,8
	Datos desestacionalizados														
2009 III	550,6	561,4	-10,8	316,2	302,6	115,2	107,1	97,5	109,4	21,8	.	42,3	.	.	.
IV	568,6	575,7	-7,1	332,7	317,6	117,3	108,5	92,1	101,8	26,5	.	47,8	.	.	.
2010 I	606,5	616,0	-9,6	363,6	353,2	120,7	111,5	102,5	104,7	19,7	.	46,6	.	.	.
2010 Mar	206,9	208,8	-1,9	127,2	123,3	40,7	37,5	33,1	34,8	5,8	.	13,2	.	.	.
Abr	200,2	205,8	-5,6	124,4	123,8	40,3	36,3	30,2	33,1	5,3	.	12,5	.	.	.
May	215,2	221,0	-5,8	131,6	128,5	41,4	38,4	34,0	38,4	8,2	.	15,8	.	.	.
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2010 May	2.329,3	2.373,2	-43,9	1.375,8	1.328,2	472,4	439,0	390,4	426,8	90,6	.	179,2	.	.	.
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2010 May	25,9	26,4	-0,5	15,3	14,8	5,3	4,9	4,3	4,7	1,0	.	2,0	.	.	.

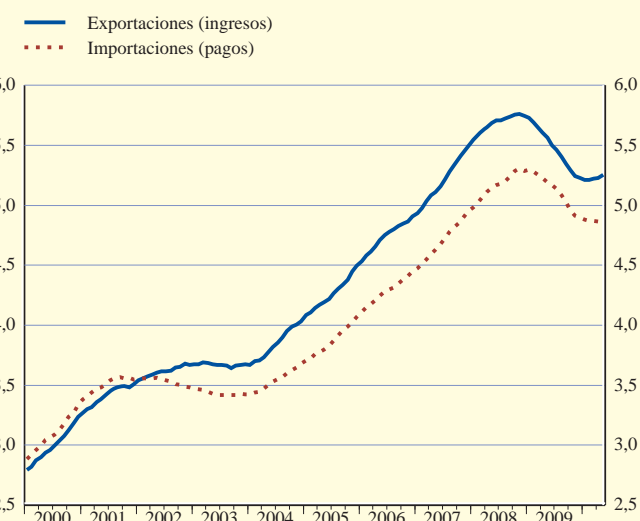
C32 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(datos desestacionalizados; operaciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



C33 Balanza de pagos de la zona del euro: servicios

(datos desestacionalizados; operaciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



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	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	19,0	11,6	397,0	442,7	129,1	21,9	104,8	31,9	20,3	20,7	30,9	79,6	108,6	139,8	108,2	97,8
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	5,1	3,5	91,1	95,8	32,9	5,0	27,4	3,8	5,4	5,0	6,3	13,7	24,3	30,9	22,2	18,8
2010 I	4,9	2,1	94,2	93,6	37,8	2,8	28,2	12,3	4,5	4,3	5,8	12,0	25,0	31,7	21,0	17,3

3. Desagregación geográfica (operaciones acumuladas)

II 2009 a I 2010	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	Dina-marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		Ingresos														
Cuenta corriente	2.291,7	802,5	45,1	67,5	391,9	237,5	60,4	36,6	30,8	93,5	31,3	46,8	71,4	168,5	307,6	702,8
Bienes	1.332,5	440,0	27,4	42,9	188,3	181,2	0,2	20,2	15,8	76,0	23,3	29,7	51,3	84,7	156,6	434,9
Servicios	469,6	157,6	10,9	12,5	101,8	26,8	5,5	7,1	6,5	12,8	6,3	10,4	13,0	50,0	70,6	135,2
Renta	401,6	140,6	6,2	10,8	89,9	26,2	7,6	8,9	7,6	4,5	1,6	6,5	6,7	26,7	75,7	122,9
Rentas de la inversión	382,4	133,8	6,1	10,7	88,2	25,5	3,4	8,9	7,5	4,4	1,5	6,5	6,7	19,3	73,8	119,9
Transferencias corrientes	88,1	64,3	0,7	1,2	11,9	3,3	47,2	0,4	0,8	0,2	0,0	0,2	0,3	7,1	4,8	9,9
Cuenta de capital	19,9	16,1	0,0	0,0	0,8	0,3	14,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	2,9
		Pagos														
Cuenta corriente	2.335,8	751,3	39,7	66,9	332,5	212,8	99,4	-	24,3	-	-	84,4	-	157,3	315,6	-
Bienes	1.281,4	369,8	25,7	37,8	140,5	165,8	0,0	20,5	10,3	157,7	18,8	42,1	85,1	71,7	117,0	388,5
Servicios	438,1	132,6	7,0	10,3	83,2	31,9	0,2	5,5	5,5	10,1	4,4	7,8	7,8	42,0	92,3	130,1
Renta	433,5	136,8	6,2	17,7	96,4	10,9	5,7	-	6,9	-	-	34,2	-	37,3	99,7	-
Rentas de la inversión	421,9	129,3	6,1	17,6	94,8	5,2	5,7	-	6,8	-	-	34,1	-	36,7	98,8	-
Transferencias corrientes	182,7	112,1	0,8	1,1	12,5	4,2	93,5	1,4	1,8	2,9	0,7	0,4	0,5	6,2	6,7	50,0
Cuenta de capital	12,6	2,4	0,1	0,1	1,0	0,2	1,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	1,3	7,8
		Neto														
Cuenta corriente	-44,1	51,1	5,4	0,6	59,4	24,7	-39,0	-	6,4	-	-	-37,6	-	11,2	-8,0	-
Bienes	51,1	70,2	1,6	5,1	47,8	15,4	0,2	-0,3	5,5	-81,6	4,5	-12,4	-33,8	13,0	39,6	46,3
Servicios	31,4	24,9	3,9	2,2	18,7	-5,0	5,2	1,7	1,1	2,7	1,9	2,6	5,3	7,9	-21,7	5,1
Renta	-32,0	3,8	0,0	-6,9	-6,5	15,3	1,9	-	0,7	-	-	-27,6	-	-10,6	-24,0	-
Rentas de la inversión	-39,6	4,5	0,0	-6,9	-6,5	20,3	-2,3	-	0,8	-	-	-27,6	-	-17,4	-25,1	-
Transferencias corrientes	-94,6	-47,8	-0,1	0,1	-0,6	-0,9	-46,3	-1,1	-0,9	-2,7	-0,6	-0,2	-0,2	0,9	-1,9	-40,1
Cuenta de capital	7,3	13,7	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	13,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,8	-4,9

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 ^{b)}			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	144,7	156,6	-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	154,4	168,2	-13,8	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	143,7	161,4	-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 III	13.381,5	14.979,0	-1.597,5	148,6	166,3	-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	13.717,2	15.105,7	-1.388,5	152,9	168,4	-15,5	4.174,6	3.423,8	4.196,6	6.761,8	-45,6	4.929,1	4.920,1	462,4
2010 I	14.365,3	15.701,3	-1.336,0	159,7	174,5	-14,8	4.318,6	3.469,4	4.453,4	7.102,0	-37,4	5.132,1	5.129,9	498,7
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 IV	335,7	126,7	209,0	14,4	5,4	9,0	132,6	78,7	136,8	135,1	14,5	20,3	-87,1	31,5
2010 I	648,2	595,6	52,6	29,3	26,9	2,4	144,0	45,6	256,8	340,2	8,2	202,9	209,8	36,3
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	-170,6	-121,7	-48,9	-1,9	-1,4	-0,5	289,8	210,9	68,2	391,8	-42,1	-482,1	-724,3	-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	41,1	34,9	6,2	1,8	1,5	0,3	38,3	47,3	32,0	85,9	-7,9	-21,4	-98,3	0,1
2010 I	192,5	216,9	-24,4	8,7	9,8	-1,1	40,4	5,5	64,9	87,3	-1,8	84,4	124,2	4,6
2010 Ene	85,6	117,6	-32,0	.	.	.	-6,2	2,9	31,3	52,6	-3,6	65,7	62,1	-1,5
Feb	56,2	47,9	8,4	.	.	.	16,1	-1,6	8,4	10,7	0,7	27,4	38,7	3,7
Mar	50,6	51,4	-0,8	.	.	.	30,6	4,1	25,2	23,9	1,0	-8,7	23,4	2,5
Abr	128,9	137,5	-8,6	.	.	.	15,7	4,3	17,3	49,6	-0,3	96,2	83,7	0,0
May	87,0	104,8	-17,8	.	.	.	14,3	-2,9	-12,3	51,6	2,2	82,7	56,1	0,1
Otros flujos														
2005	851,4	749,6	101,7	10,4	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 de 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	-1,3	-0,8	-	.	.	.	7,7	6,6	1,7	6,3	.	-9,0	-12,7	-1,2
2010 I	1,9	1,5	-	.	.	.	5,8	5,5	5,3	6,4	.	-3,0	-6,5	1,3

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

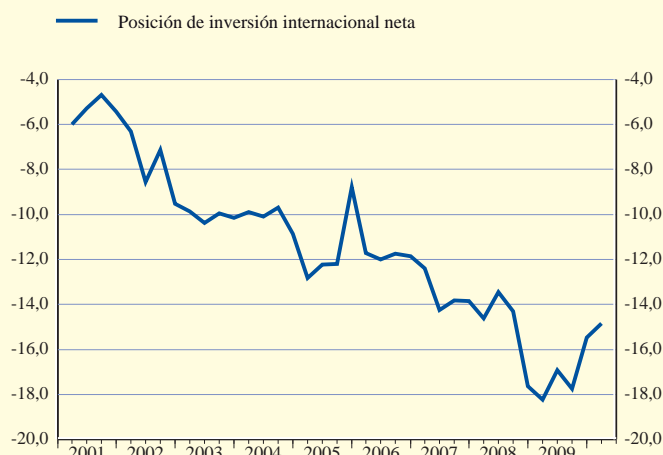
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

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 IV	4.174,6	3.251,5	252,3	2.999,2	923,1	14,6	908,5	3.423,8	2.550,2	77,9	2.472,3	873,6	14,7	858,9
2010 I	4.318,6	3.362,2	264,9	3.097,3	956,4	15,3	941,1	3.469,4	2.640,3	80,0	2.560,2	829,1	14,9	814,2
Operaciones														
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	289,8	214,6	23,2	191,4	75,2	3,4	71,9	210,9	207,7	7,9	199,8	3,2	-0,7	3,9
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	38,3	52,0	0,0	52,0	-13,7	1,7	-15,4	47,3	56,3	2,8	53,5	-9,0	-0,1	-9,0
2010 I	40,4	8,4	6,2	2,2	32,0	0,2	31,7	5,5	67,5	1,4	66,1	-62,1	-0,2	-61,9
2010 Ene	-6,2	-12,3	0,7	-12,9	6,0	0,0	6,0	2,9	7,1	1,2	5,9	-4,2	-2,5	-1,6
Feb	16,1	6,9	3,9	2,9	9,2	0,2	9,0	-1,6	49,3	0,0	49,3	-50,9	4,5	-55,3
Mar	30,6	13,8	1,6	12,2	16,8	0,0	16,8	4,1	11,2	0,2	11,0	-7,1	-2,1	-5,0
Abr	15,7	1,3	0,8	0,5	14,4	0,3	14,1	4,3	5,3	0,4	4,9	-1,0	1,5	-2,5
May	14,3	3,4	-1,4	4,8	10,9	0,2	10,6	-2,9	1,5	0,8	0,8	-4,5	0,3	-4,7
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	7,7	7,2	9,9	7,0	9,4	36,9	9,1	6,6	8,7	11,0	8,6	0,4	-4,5	0,5
2010 I	5,8	5,6	4,6	5,7	6,8	27,2	6,5	5,5	9,7	11,5	9,7	-6,3	-6,8	-6,3

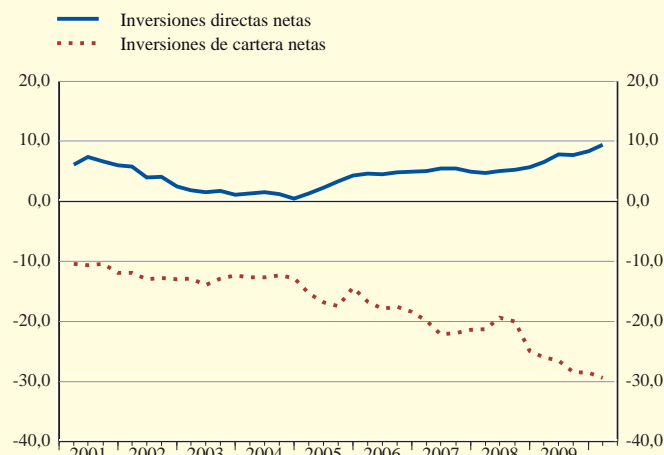
C34 Posición de inversión internacional de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; en porcentaje del PIB)



C35 Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; en porcentaje del PIB)



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

	Valores distintos de acciones															
	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
		Total	IFM		No IFM		Total	IFM		No IFM		Total	IFM		No IFM	
			Euro-sistema	AAPP	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 IV	4.196,6	1.474,4	79,2	3,4	1.395,2	34,4	2.327,7	916,7	17,0	1.411,0	38,3	394,5	329,3	44,9	65,2	2,0
2010 I	4.453,4	1.635,6	90,2	3,6	1.545,3	39,1	2.431,9	939,0	17,3	1.492,9	35,7	385,9	316,7	41,0	69,2	0,6
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	68,2	45,1	-2,9	-0,2	48,0	1,6	24,3	-101,5	-3,5	125,8	17,2	-1,2	3,1	-12,7	-4,3	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	32,0	34,3	-0,5	-0,2	34,9	0,4	20,1	-12,2	-0,5	32,3	-1,5	-22,4	-20,3	1,3	-2,1	0,8
2010 I	64,9	34,5	9,2	0,0	25,3	1,0	51,7	3,7	0,2	48,0	-1,8	-21,4	-20,2	-6,1	-1,1	-1,5
2010 Ene	31,3	12,2	0,6	0,0	11,6	.	4,2	-5,4	0,0	9,6	.	14,9	12,5	2,3	2,4	.
Feb	8,4	4,0	2,0	0,0	1,9	.	14,1	4,1	0,0	9,9	.	-9,6	-10,2	-1,0	0,5	.
Mar	25,2	18,4	6,5	0,0	11,8	.	33,5	5,0	0,1	28,5	.	-26,6	-22,6	-7,4	-4,0	.
Abr	17,3	6,4	2,7	-0,2	3,7	.	14,3	5,3	0,6	9,0	.	-3,4	-6,9	0,7	3,4	.
May	-12,3	-14,6	-1,0	0,0	-13,6	.	-2,0	-14,4	1,0	12,5	.	4,3	-0,4	7,8	4,7	.
Tasas 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	1,7	3,3	-4,5	-7,2	3,7	5,8	1,0	-10,3	-17,7	10,3	93,2	-0,9	0,1	-22,0	-5,9	73,2
2010 I	5,3	9,3	16,5	-7,0	8,9	7,4	5,9	-5,2	-5,6	14,6	93,7	-11,1	-11,4	-32,1	-9,8	-67,0

4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Valores distintos de acciones											
	Total	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones							
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Instrumentos del mercado monetario			
							AAPP		Total	IFM	No IFM	AAPP
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 IV	6.761,8	2.692,9	689,3	2.003,6	3.510,1	1.150,0	2.360,1	1.519,3	558,8	86,9	471,8	418,5
2010 I	7.102,0	2.813,9	663,2	2.150,7	3.733,5	1.189,5	2.544,0	1.656,9	554,6	113,4	441,1	389,4
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	376,9	123,7	9,3	114,4	119,1	-16,3	135,4	127,8	134,1	1,2	132,9	156,4
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	85,9	34,2	-4,2	38,4	27,3	5,4	22,0	11,1	24,4	18,2	6,2	4,4
2010 I	87,3	4,9	-21,5	26,4	72,2	13,6	58,6	84,4	10,2	35,5	-25,3	-18,2
2010 Ene	52,6	-17,2	-9,8	-7,4	52,5	30,9	21,6	.	17,3	9,0	8,4	.
Feb	10,7	22,1	-8,5	30,6	-11,4	-17,5	6,2	.	0,0	13,5	-13,5	.
Mar	23,9	-0,1	-3,3	3,2	31,1	0,2	30,9	.	-7,1	13,1	-20,2	.
Abr	49,6	-3,9	1,0	-4,9	49,7	17,9	31,8	.	3,8	5,7	-2,0	.
May	51,6	7,2	-10,6	17,7	37,4	-6,5	43,9	.	7,1	-5,5	12,6	.
Tasas 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	6,3	5,6	1,4	7,3	3,4	-1,3	6,1	9,4	30,2	7,7	39,3	58,0
2010 I	6,4	6,6	-1,7	9,7	3,4	0,8	4,7	10,0	29,7	89,1	20,5	29,3

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 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	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos
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 IV	4.929,1	29,7	29,4	0,3	2.842,3	2.811,7	30,6	123,8	8,4	62,2	10,0	1.933,3	184,9	1.514,8	409,3
2010 I	5.132,1	24,1	23,8	0,3	2.966,9	2.933,1	33,8	122,2	8,4	58,3	6,5	2.018,9	187,0	1.584,5	425,4
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	-491,0	-2,4	-2,4	0,0	-417,4	-396,9	-20,5	9,6	-0,3	8,0	1,1	-80,9	3,0	-86,6	-21,3
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
2009 IV	-21,4	5,5	5,5	0,0	-7,3	-5,2	-2,1	6,7	0,0	6,3	1,1	-26,2	0,5	-28,3	-20,3
2010 I	84,4	-7,0	-7,0	0,0	55,7	52,6	3,2	-7,3	-0,1	-8,0	-3,7	43,0	-1,0	31,4	-0,8
2010 Ene	65,7	-5,1	.	.	62,6	.	.	-4,2	.	.	-2,9	12,4	.	.	-0,7
2010 Feb	27,4	-1,7	.	.	15,3	.	.	-1,0	.	.	0,9	14,9	.	.	4,0
2010 Mar	-8,7	-0,2	.	.	-22,1	.	.	-2,2	.	.	-1,6	15,8	.	.	-4,1
2010 Abr	96,2	1,2	.	.	70,7	.	.	4,9	.	.	4,9	19,4	.	.	5,7
2010 May	82,7	-3,9	.	.	74,3	.	.	0,5	.	.	0,6	11,7	.	.	1,8
Tasas 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
2009 IV	-9,0	-10,6	-11,7	0,2	-12,7	-12,3	-36,8	9,0	-2,4	16,5	16,2	-3,9	1,5	-5,5	-3,7
2010 I	-3,0	-4,7	-4,8	1,6	-4,0	-3,6	-27,8	-3,7	-3,5	-11,1	-67,2	-1,2	2,8	-3,0	-3,2

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 IV	4.920,1	251,9	251,6	0,3	3.398,0	3.359,7	38,3	55,1	0,0	51,1	4,0	1.215,1	175,1	927,0	113,0
2010 I	5.129,9	252,1	251,4	0,8	3.578,1	3.534,8	43,2	60,7	0,0	56,5	4,1	1.239,1	174,2	938,4	126,5
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	-724,3	-228,2	-233,0	4,7	-357,1	-345,8	-11,3	-6,9	0,0	-6,8	-0,1	-132,1	0,9	-110,6	-22,4
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
2009 IV	-98,3	-13,3	-13,1	-0,2	-84,0	-84,7	0,8	-3,9	0,0	-4,6	0,7	2,9	1,1	7,1	-5,3
2010 I	124,2	-5,3	-5,7	0,4	100,6	95,7	4,9	5,8	0,0	6,1	-0,3	23,0	-1,9	15,9	9,0
2010 Ene	62,1	-6,9	.	.	72,1	.	.	1,1	.	.	.	-4,3	.	.	.
2010 Feb	38,7	3,3	.	.	30,5	.	.	4,9	.	.	.	0,0	.	.	.
2010 Mar	23,4	-1,7	.	.	-2,0	.	.	-0,2	.	.	.	27,3	.	.	.
2010 Abr	83,7	2,0	.	.	90,4	.	.	1,0	.	.	.	-9,7	.	.	.
2010 May	56,1	9,6	.	.	34,9	.	.	7,0	.	.	.	4,7	.	.	.
Tasas 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
2009 IV	-12,7	-47,1	-48,1	644,2	-9,5	-9,3	-20,3	-11,0	-148,2	-11,6	-3,9	-9,6	0,3	-10,3	-18,1
2010 I	-6,5	-37,6	-38,4	114,0	-3,9	-3,8	-8,0	0,4	-141,7	-0,4	14,5	-4,5	2,2	-5,4	-7,9

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	349,207	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 III	430,8	236,1	347,217	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	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010 I	498,7	287,3	347,176	52,7	12,4	146,3	9,9	10,6	126,1	0,6	99,6	26,0	-0,3	0,0	28,8	-23,0	53,0
2010 May	569,7	340,6	347,163	55,6	16,2	157,3	5,0	16,5	136,4	-	-	-	-0,5	0,0	36,3	-28,2	55,9
2010 Jun	583,3	351,9	347,156	56,3	16,3	158,8	9,2	13,0	136,8	-	-	-	-0,3	0,0	32,5	-24,2	56,7
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	-	0,5	3,4	-6,3	3,3	-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	-	0,7	-1,4	0,8	-0,9	0,5	1,1	0,0	1,5	-0,4	0,1	0,0	-	-	-
2010 I	4,6	0,0	-	-0,2	1,8	3,1	-2,5	2,0	3,6	0,0	1,9	1,7	-0,1	0,0	-	-	-
Tasas 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	-	-2,6	44,6	-4,3	43,1	-22,6	-7,3	1,0	-12,8	25,6	-	-	-	-	-
2010 I	1,3	-0,5	-	-3,8	51,2	1,9	-12,8	147,7	-1,6	1,0	-5,3	15,7	-	-	-	-	-

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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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 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	10.388,7	4.589,4	558,8	3.510,1	175,1	155,7	1.399,7	1.992,9	251,9	4.635,0	2.109,2
2010 I	10.781,6	4.781,1	554,6	3.733,5	174,3	174,6	1.363,7	2.106,9	252,1	4.881,0	2.177,9
Saldos vivos en % del PIB											
2006	101,4	51,7	2,5	31,5	1,7	1,8	12,2	13,0	1,4	53,6	21,2
2007	110,6	56,9	2,7	33,7	1,7	2,0	13,5	13,8	2,2	57,9	23,1
2008	118,2	57,3	4,8	37,4	1,8	1,9	14,9	18,3	5,2	55,4	24,5
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	115,8	51,2	6,2	39,1	2,0	1,7	15,6	22,2	2,8	51,7	23,5
2010 I	119,9	53,2	6,2	41,5	1,9	1,9	15,2	23,4	2,8	54,3	24,2

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
II 2009 a I 2010	Operaciones acumuladas														
Inversiones directas	49,3	1,8	1,7	-7,3	3,2	4,2	0,0	0,6	2,1	1,9	13,7	-28,8	44,3	-0,2	14,0
En el exterior	227,8	37,3	2,8	5,8	29,9	-1,2	0,0	8,5	2,4	2,0	34,8	56,4	42,3	0,0	44,2
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	168,8	30,4	1,6	5,6	22,8	0,3	0,0	9,4	-0,7	2,4	13,5	51,8	32,8	0,0	29,1
Otro capital	59,0	6,9	1,2	0,2	7,1	-1,5	0,0	-1,0	3,0	-0,5	21,3	4,6	9,5	0,0	15,1
En la zona del euro	178,5	35,4	1,0	13,1	26,7	-5,4	0,0	7,9	0,3	0,1	21,1	85,2	-2,0	0,2	30,3
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	233,8	56,3	1,1	19,5	40,0	-4,3	0,0	7,6	0,3	2,3	11,8	87,2	51,1	0,2	16,9
Otro capital	-55,2	-20,9	-0,1	-6,4	-13,3	-1,1	0,0	0,3	0,0	-2,2	9,3	-1,9	-53,2	0,0	13,4
Inversiones de cartera: Activos	203,7	102,9	12,2	28,1	28,0	13,2	21,4	5,5	8,4	-15,7	5,1	26,2	-33,9	-0,2	105,3
Acc. y participaciones	117,9	24,9	1,1	3,1	20,1	0,7	0,0	2,8	8,9	13,6	5,8	21,7	-7,4	0,0	47,7
Valores distintos de acciones	85,7	78,0	11,2	25,0	7,9	12,5	21,4	2,7	-0,5	-29,4	-0,7	4,5	-26,4	-0,2	57,6
Bonos y obligaciones	131,3	98,9	7,9	27,5	34,7	11,1	17,7	1,8	-0,6	-17,8	0,9	8,8	-16,3	-0,3	56,0
Instrum. mercado monetario	-45,6	-20,9	3,2	-2,5	-26,8	1,4	3,7	0,9	0,2	-11,5	-1,6	-4,3	-10,1	0,1	1,6
Otras inversiones	181,8	-65,9	0,6	-6,1	-40,9	-22,7	3,2	6,2	24,7	-5,2	55,0	150,7	79,6	-0,5	-62,7
Activos	-175,2	-38,9	9,2	0,6	-42,1	-8,5	2,0	-0,4	5,1	-10,2	-34,4	-83,2	25,4	1,6	-40,1
AAPP	-4,2	-5,8	-0,3	5,0	-10,7	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	1,1	0,8
IFM	-126,3	-33,4	8,5	-7,0	-27,3	-8,6	1,0	-0,7	2,4	-8,0	-10,8	-39,4	14,1	0,4	-50,9
Otros sectores	-44,8	0,3	1,0	2,5	-4,2	0,1	1,0	0,3	2,7	-2,2	-23,6	-43,8	11,5	0,0	10,0
Pasivos	-357,0	27,1	8,6	6,7	-1,2	14,1	-1,1	-6,6	-19,6	-5,0	-89,4	-233,9	-54,2	2,1	22,6
AAPP	0,2	1,1	0,0	0,0	0,7	0,0	0,4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,0	-1,2	0,1
IFM	-295,6	57,4	9,5	5,2	39,5	9,6	-6,4	-4,2	-19,3	-7,3	-93,3	-172,0	-58,6	3,4	-1,7
Otros sectores	-61,6	-31,4	-0,9	1,5	-41,4	4,6	4,9	-2,4	-0,3	2,4	3,8	-62,1	4,4	-0,1	24,2

Fuente: BCE.

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; operaciones)

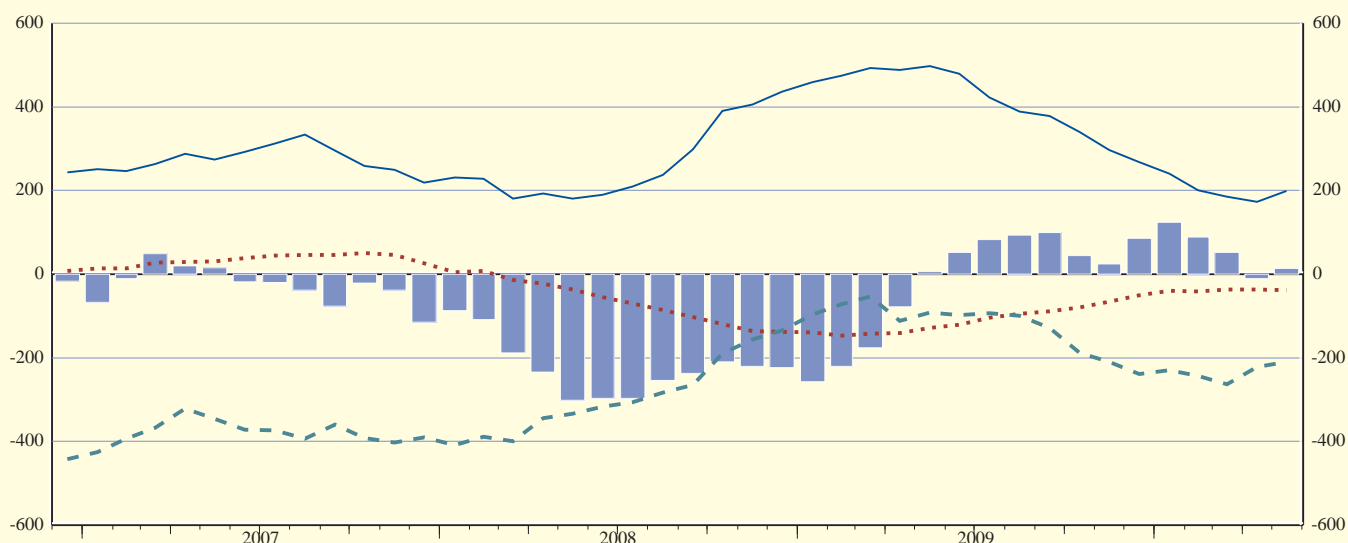
Balanza de pagos: Rúbricas que reflejan las operaciones netas de las IFM

	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de las no IFM								Derivados financieros	Errores y omisiones
			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	85,0	-49,7	-263,2	203,7	-48,0	-121,5	114,4	268,3	71,3	-139,0	42,1	6,8
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	42,0	8,0	-36,6	44,6	-34,9	-30,2	38,4	28,1	19,5	-1,0	7,9	-1,8
2010 I	-71,7	-22,9	-34,0	4,2	-25,3	-46,9	26,4	33,3	-35,7	28,8	1,8	-1,6
2009 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	14,6	-1,6	-18,9	23,8	-13,1	-9,8	-21,2	46,4	-28,0	35,0	1,6	0,5
Nov	-7,9	-1,4	-11,9	10,6	-14,7	-18,3	6,7	10,8	2,6	9,6	-0,1	-2,0
Dic	35,3	11,0	-5,9	10,2	-7,1	-2,0	53,0	-29,1	44,9	-45,7	6,4	-0,4
2010 Ene	-29,5	-12,8	6,9	4,3	-11,6	-12,0	-7,4	30,0	-8,2	-3,2	3,6	-19,2
Feb	-8,4	-7,9	-11,9	-6,0	-1,9	-10,5	30,6	-7,4	-13,9	4,9	-0,7	16,3
Mar	-33,7	-2,1	-29,0	6,0	-11,8	-24,4	3,2	10,7	-13,6	27,1	-1,0	1,3
Abr	-44,8	-7,7	-14,6	2,3	-3,7	-12,4	-4,9	29,8	-24,3	-8,7	0,3	-1,0
May	30,8	-14,7	-15,4	-4,0	13,6	-17,1	17,7	56,5	-12,2	11,6	-2,2	-3,1
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2010 May	13,4	-37,6	-179,6	76,4	-99,3	-123,1	201,3	199,2	-63,9	14,0	3,9	22,2

C36 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)

- Operaciones exteriores netas de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- - - Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones de las no IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de valores distintos de acciones de las no IFM



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: Manufacturas	Petróleo		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
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	1.561,7	771,0	338,0	414,0	1.305,8	1.610,5	1.019,3	233,3	334,0	1.021,4	293,6
2009	-18,1	-22,1	1.275,6	625,5	261,7	352,9	1.062,5	1.258,7	725,7	191,9	313,6	838,5	174,4
2009 II	-22,9	-26,8	310,1	153,2	63,7	85,2	258,2	304,5	172,5	47,4	77,3	204,0	41,6
III	-19,6	-25,7	318,8	157,1	64,6	88,6	266,3	313,1	179,6	47,5	78,8	207,2	47,5
IV	-8,6	-14,5	330,3	163,2	67,3	92,5	275,7	320,8	189,4	47,3	78,1	211,5	49,2
2010 I	12,7	9,6	353,7	175,3	68,4	98,4	292,9	349,8	209,0	51,7	81,8	231,7	53,2
2009 Dic	-0,8	-5,6	112,2	55,4	23,5	30,9	93,7	109,3	64,4	16,3	26,6	71,6	16,5
2010 Ene	4,1	1,1	112,3	56,5	20,5	31,4	92,3	111,1	66,9	16,4	27,0	74,5	17,4
Feb	9,7	6,4	115,9	57,6	22,5	32,2	94,6	113,5	68,2	16,3	26,4	74,7	16,1
Mar	22,6	20,8	125,5	61,3	25,5	34,8	106,0	125,1	74,0	19,0	28,4	82,4	19,6
Abr	17,4	20,1	121,6	61,0	23,5	33,4	100,7	121,4	73,6	17,3	27,1	79,6	19,2
May	23,5	29,8	123,6	.	.	.	103,0	126,5	.	.	.	82,1	.
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	126,9	119,3	140,4	144,5	133,3	108,1
2009	-16,7	-14,6	119,2	114,7	117,8	126,7	115,5	108,8	99,7	113,8	135,0	110,4	97,1
2009 II	-21,6	-19,3	116,6	113,3	115,1	122,5	112,7	106,1	96,4	110,6	133,4	107,0	97,5
III	-17,5	-15,9	119,0	115,4	116,0	126,7	115,9	107,1	96,5	114,3	135,5	109,9	95,3
IV	-6,0	-7,9	123,8	119,8	121,8	133,5	120,7	110,8	102,1	115,1	137,9	114,1	95,4
2010 I	11,3	4,0	129,7	125,5	123,3	138,1	126,1	115,2	106,2	121,5	140,1	121,1	94,9
2009 Dic	1,0	-2,7	125,3	121,5	126,5	132,2	122,5	112,1	102,4	118,5	140,0	115,3	94,3
2010 Ene	3,5	-3,2	124,6	121,8	111,3	134,1	119,8	111,4	104,1	116,9	138,0	117,5	95,2
Feb	8,9	1,6	127,4	123,7	121,5	134,7	121,9	112,5	104,1	115,9	136,2	117,5	87,7
Mar	20,1	13,3	137,2	131,0	137,3	145,4	136,5	121,9	110,4	131,9	146,2	128,3	101,8
Abr	12,5	8,1	131,8	128,6	126,2	138,7	128,9	115,6	106,6	120,6	136,2	121,9	92,6
May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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- moria: Ind. manufac- turera	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: 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 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	0,7	37,8	1,4	107,6	6,1	2,5	-1,1	-0,9	26,7	1,5
II	104,9	3,9	5,0	0,8	2,4	.	4,0	.	.	.	0,7	.	.	.
2010 Ene	101,8	0,4	-1,7	-0,7	0,4	32,2	0,5	106,2	4,6	0,5	-1,4	-1,3	22,9	0,4
Feb	102,6	1,2	-0,5	-0,1	0,4	36,5	1,3	107,3	5,5	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	31,8	2,9
Abr	104,3	3,5	3,6	0,2	1,6	47,9	3,6	112,0	11,4	8,5	-0,5	0,7	41,4	4,6
May	105,2	4,3	5,4	0,9	2,7	35,3	4,3	112,9	11,7	11,4	0,9	2,9	33,6	6,4
Jun	105,2	4,0	5,9	1,3	2,9	.	4,0	.	.	.	1,8	.	.	.

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	1.561,7	35,1	53,9	220,4	233,7	78,5	86,7	42,7	187,2	309,5	65,7	33,7	100,2	68,1	145,5
2009	1.275,6	27,5	41,1	174,7	177,3	49,4	78,7	34,4	152,3	282,2	68,0	28,7	91,5	53,9	112,8
2008 IV	362,6	8,1	11,5	48,6	52,6	17,8	21,2	8,4	44,3	74,1	15,8	8,1	24,9	17,2	33,9
2009 I	316,4	7,3	10,0	42,7	43,7	12,6	20,2	7,7	39,5	66,6	15,2	7,1	23,3	13,0	29,8
II	310,1	6,7	9,8	42,7	42,8	12,2	19,1	8,3	38,3	69,5	16,8	7,0	22,6	12,5	25,8
III	318,8	6,9	10,5	44,5	44,9	12,1	19,3	9,1	36,4	70,9	17,4	7,2	22,4	14,0	27,8
IV	330,3	6,7	10,8	44,8	45,9	12,5	20,1	9,3	38,1	75,2	18,6	7,4	23,1	14,4	29,4
2010 I	353,7	6,9	11,7	46,5	47,8	13,4	21,4	10,7	41,5	81,5	22,2	8,0	24,9	16,7	30,8
2009 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	15,3	15,4	4,1	7,0	3,4	12,8	25,7	6,9	2,6	7,9	4,8	9,9
Feb	115,9	2,3	3,8	14,8	15,6	4,2	6,9	3,5	12,8	26,7	7,4	2,7	8,4	5,8	11,0
Mar	125,5	2,4	4,1	16,4	16,8	5,1	7,4	3,8	15,8	29,0	7,9	2,8	8,6	6,1	9,8
Abr	121,6	2,4	4,1	15,7	16,3	5,1	7,4	3,8	14,6	27,9	7,5	2,8	8,6	5,7	9,9
May	123,6	.	.	.	.	5,1	7,5	3,5	14,3	28,8	7,8	2,9	8,4	6,3	.
<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	8,8
Importaciones (c.i.f.)															
2008	1.610,5	30,7	52,2	164,8	184,9	122,0	70,0	32,4	135,8	480,0	185,5	57,4	141,2	81,7	114,9
2009	1.258,7	26,5	37,8	126,1	162,3	81,4	64,9	26,2	116,0	376,1	159,3	42,9	93,6	59,1	88,5
2008 IV	373,5	7,4	11,5	36,6	43,1	24,8	17,5	7,1	33,2	113,9	47,7	13,3	30,9	20,2	27,4
2009 I	320,3	6,9	9,5	31,4	39,0	17,8	16,7	6,6	31,8	97,0	41,6	11,5	23,8	14,7	25,1
II	304,5	6,5	9,0	30,7	39,4	18,1	16,0	6,3	30,1	92,2	39,3	10,1	22,9	14,2	19,2
III	313,1	6,8	9,7	31,8	41,1	21,8	16,1	6,6	26,0	93,1	39,0	10,7	22,6	14,8	22,6
IV	320,8	6,4	9,6	32,2	42,9	23,7	16,0	6,8	28,0	93,8	39,4	10,6	24,3	15,5	21,5
2010 I	349,8	6,4	10,4	34,9	44,9	24,4	17,1	7,4	28,9	108,9	46,3	11,7	26,8	16,5	23,1
2009 Dic	109,3	2,1	3,4	11,0	14,5	7,9	5,5	2,1	9,5	31,8	13,7	3,5	8,5	5,3	7,7
2010 Ene	111,1	2,1	3,2	11,4	14,5	8,2	5,6	2,5	9,6	34,0	13,4	3,8	8,2	5,2	6,6
Feb	113,5	2,1	3,3	11,5	14,9	7,3	5,7	2,3	9,4	34,2	14,3	3,6	8,9	5,4	8,6
Mar	125,1	2,3	3,9	12,0	15,4	8,9	5,9	2,6	9,9	40,7	18,7	4,2	9,7	5,9	8,0
Abr	121,4	2,1	3,6	11,6	15,3	8,7	6,0	2,5	9,9	39,0	16,4	4,0	10,0	5,8	7,0
May	126,5	.	.	.	.	9,8	6,3	2,4	9,8	40,3	17,4	4,1	9,7	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	12,7	3,4	7,4	4,7	7,0
Saldos															
2008	-48,8	4,4	1,7	55,7	48,8	-43,5	16,8	10,4	51,4	-170,5	-119,8	-23,6	-41,0	-13,6	30,6
2009	17,0	0,9	3,3	48,6	15,0	-32,0	13,8	8,1	36,3	-93,9	-91,3	-14,2	-2,2	-5,3	24,3
2008 IV	-10,9	0,7	0,0	12,0	9,5	-7,1	3,7	1,3	11,1	-39,7	-31,9	-5,2	-6,0	-2,9	6,5
2009 I	-3,9	0,4	0,4	11,3	4,8	-5,1	3,5	1,1	7,6	-30,4	-26,3	-4,4	-0,5	-1,7	4,7
II	5,6	0,2	0,8	12,0	3,4	-5,9	3,0	2,0	8,2	-22,7	-22,5	-3,1	-0,3	-1,7	6,5
III	5,8	0,1	0,8	12,8	3,8	-9,7	3,2	2,5	10,4	-22,1	-21,6	-3,6	-0,2	-0,8	5,2
IV	9,5	0,3	1,2	12,6	3,0	-11,2	4,1	2,5	10,1	-18,7	-20,8	-3,2	-1,2	-1,1	7,9
2010 I	4,0	0,5	1,3	11,6	2,9	-11,0	4,3	3,3	12,6	-27,4	-24,1	-3,6	-1,9	0,2	7,6
2009 Dic	2,8	0,1	0,3	4,3	0,8	-3,7	1,2	1,1	3,3	-5,7	-7,5	-0,9	-0,7	-0,4	2,2
2010 Ene	1,2	0,2	0,5	3,8	0,9	-4,1	1,5	0,9	3,2	-8,3	-6,4	-1,2	-0,3	-0,4	3,4
Feb	2,4	0,2	0,5	3,3	0,7	-3,1	1,3	1,2	3,4	-7,5	-6,9	-1,0	-0,5	0,4	2,4
Mar	0,3	0,1	0,3	4,4	1,3	-3,8	1,6	1,2	6,0	-11,6	-10,8	-1,4	-1,1	0,3	1,8
Abr	0,1	0,3	0,5	4,2	1,0	-3,6	1,4	1,3	4,7	-11,0	-8,9	-1,2	-1,4	0,0	2,9
May	-3,0	.	.	.	.	-4,7	1,2	1,1	4,5	-11,5	-9,6	-1,2	-1,3	0,5	.

Fuente: Eurostat.

TIPOS DE CAMBIO

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	102,6	106,8	100,8	113,0	104,2	
2008	110,5	110,1	107,4	105,4	112,6	104,6	118,0	107,0	
2009	111,7	110,6	105,9	106,3	119,1	106,9	120,6	107,8	
2009 II	111,1	110,2	105,3	106,0	120,1	106,3	119,8	107,4	
III	112,1	110,9	106,2	106,8	118,9	106,8	121,0	108,1	
IV	113,8	112,2	107,3	107,5	120,2	109,4	122,5	108,8	
2010 I	108,7	106,9	102,3	102,4	114,5	104,1	116,9	103,2	
II	103,1	101,8	97,5	-	-	-	110,4	97,5	
2009 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	104,1	-	-	-	119,1	105,4	
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	104,5	100,1	-	-	-	113,5	100,3	
May	102,8	101,4	97,0	-	-	-	109,9	97,1	
Jun	100,7	99,4	95,3	-	-	-	107,7	95,2	
Jul	102,5	101,2	97,2	-	-	-	109,9	97,1	
				<i>% variación sobre el mes anterior</i>					
2010 Jul	1,8	1,8	2,0	-	-	-	2,1	2,0	
				<i>% variación sobre el año anterior</i>					
2010 Jul	-8,2	-8,5	-8,2	-	-	-	-8,8	-9,8	

C37 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: 1999 I = 100)

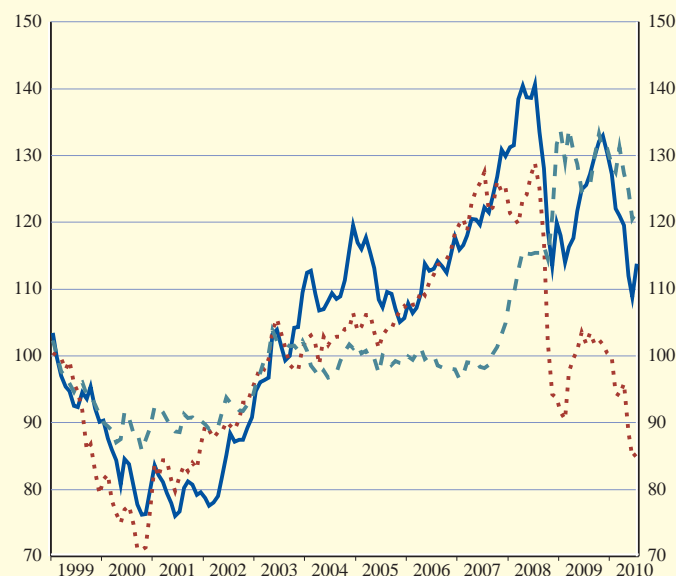
- TCE-21 nominal
- TCE-21 real deflactado por el IPC



C38 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 1	Corona sueca 2	Libra esterlina 3	Dólar estado-unidense 4	Yen japonés 5	Franco suizo 6	Won sur-coreano 7	Dólar de Hong Kong 8	Dólar singapurense 9	Dólar canadiense 10	Corona noruega 11	Dólar australiano 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 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
II	7,4416	9,6313	0,85239	1,2708	117,15	1,4086	1,481,01	9,8857	1,7674	1,3054	7,9093	1,4403
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
Jun	7,4409	9,5723	0,82771	1,2209	110,99	1,3767	1,483,22	9,5091	1,7081	1,2674	7,9062	1,4315
Jul	7,4522	9,4954	0,83566	1,2770	111,73	1,3460	1,538,85	9,9308	1,7588	1,3322	8,0201	1,4586
	% variación sobre el mes anterior											
2010 Jul	0,2	-0,8	1,0	4,6	0,7	-2,2	3,8	4,4	3,0	5,1	1,4	1,9
	% variación sobre el año anterior											
2010 Jul	0,1	-12,3	-2,9	-9,4	-16,1	-11,5	-13,5	-9,0	-13,9	-15,8	-10,4	-16,7

	Corona checa 13	Corona estonia 14	Lats letón 15	Litas lituano 16	Forint húngaro 17	Zloty polaco 18	Lev búlgaro 19	Nuevo leu rumano 20	Kuna croata 21	Nueva lira turca 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 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
II	25,591	15,6466	0,7078	3,4528	274,85	4,0171	1,9558	4,1854	7,2477	1,9560
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
Jun	25,780	15,6466	0,7082	3,4528	281,49	4,1055	1,9558	4,2434	7,2225	1,9274
Jul	25,328	15,6466	0,7090	3,4528	283,75	4,0814	1,9558	4,2608	7,2198	1,9669
	% variación sobre el mes anterior									
2010 Jul	-1,8	0,0	0,1	0,0	0,8	-0,6	0,0	0,4	0,0	2,1
	% variación sobre el año anterior									
2010 Jul	-1,8	0,0	1,2	0,0	4,3	-5,0	0,0	1,0	-1,5	-8,0

	Real brasileño ¹⁾ 23	Yuan renminbi chino 24	Corona islandesa ²⁾ 25	Rupia india ³⁾ 26	Rupia indonesia 27	Ringgit malasio 28	Peso mexicano ¹⁾ 29	Dólar neozelandés 30	Peso filipino 31	Rublo ruso 32	Rand sudafricano 33	Baht tailandés 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 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
II	2,2762	8,6717	-	57,9879	11,581,24	4,1172	15,9583	1,8145	57,848	38,5027	9,5974	41,152
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
Jun	2,2057	8,3245	-	56,8582	11,169,39	3,9853	15,5346	1,7667	56,594	38,1507	9,3398	39,635
Jul	2,2600	8,6538	-	59,8100	11,546,78	4,0924	16,3699	1,7925	59,072	39,1317	9,6351	41,273
	% variación sobre el mes anterior											
2010 Jul	2,5	4,0	-	5,2	3,4	2,7	5,4	1,5	4,4	2,6	3,2	4,1
	% variación sobre el año anterior											
2010 Jul	-17,0	-10,1	-	-12,3	-18,9	-18,1	-13,0	-18,0	-12,8	-11,8	-14,0	-14,0

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
2010 I	1,9	0,4	1,9	0,0	-3,9	-0,4	5,8	3,4	4,6	2,7	3,3
II	2,9	0,9	2,0	2,9	-2,3	0,5	5,2	2,5	4,3	1,8	3,4
2010 Abr	3,0	0,9	2,4	2,5	-2,8	0,2	5,7	2,7	4,2	2,1	3,7
May	3,0	1,0	1,9	2,8	-2,4	0,5	4,9	2,3	4,4	1,9	3,4
Jun	2,5	1,0	1,7	3,4	-1,6	0,9	5,0	2,4	4,3	1,6	3,2
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 AAPP 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
Rendimiento de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período											
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
May	6,13	4,10	2,93	-	10,13	5,15	7,07	5,74	7,27	2,73	3,60
Jun	6,21	4,26	2,70	-	10,12	5,15	7,60	5,83	7,10	2,61	3,14
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período											
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
May	4,19	1,27	1,25	1,67	2,26	1,47	6,23	3,85	6,38	0,60	0,70
Jun	4,18	1,24	1,15	1,47	2,09	1,64	5,43	3,86	6,60	0,70	0,73
PIB real											
2008	6,0	2,5	-0,9	-3,6	-4,2	2,8	0,6	5,1	7,3	-0,4	-0,1
2009	-5,0	-4,1	-4,7	-14,1	-18,0	-14,8	-6,3	1,8	-7,1	-5,1	-4,9
2009 IV	-5,9	-3,2	-2,9	-9,5	-16,8	-12,5	-4,6	2,8	-6,5	-1,5	-2,9
2010 I	-3,6	1,1	-0,6	-2,0	-5,1	-2,7	-0,9	2,8	-2,6	3,0	-0,2
II	.	.	.	.	.	1,1	.	.	.	3,6	.
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB											
2008	-23,2	0,2	2,0	-8,4	-11,6	-10,1	-5,9	-3,9	-11,1	9,2	-1,3
2009	-8,0	0,1	3,9	7,4	12,0	7,2	1,5	0,0	-4,0	7,3	-1,1
2009 III	3,0	-2,0	5,4	10,9	11,9	8,0	2,8	-0,9	-2,8	7,0	-1,6
IV	-7,1	0,9	5,0	9,9	14,8	13,2	2,2	-1,2	-3,9	5,5	-0,2
2010 I	-6,4	2,1	2,7	4,3	12,6	3,2	2,4	0,2	-6,1	8,2	-2,2
Deuda externa bruta en % del PIB											
2007	100,4	44,5	170,3	111,0	127,6	71,9	115,1	48,4	50,9	176,2	399,6
2008	108,8	50,0	178,4	118,5	129,2	71,6	155,0	56,5	56,0	203,8	432,2
2009 III	107,8	46,7	190,8	124,0	147,9	82,9	170,0	60,2	66,7	203,2	412,2
IV	111,3	50,8	189,6	126,7	156,6	86,5	164,4	59,6	69,0	203,8	405,9
2010 I	109,8	49,0	200,4	124,7	161,8	.	169,8	58,4	71,7	205,5	.
Costes laborales unitarios											
2008	16,2	5,1	6,5	14,1	22,0	9,3	4,5	6,8	14,5	2,6	2,3
2009	10,6	3,6	4,5	1,7	-7,1	0,9	0,9	2,3	5,1	4,8	5,5
2009 III	10,2	2,9	4,8	1,5	-12,9	-6,5	-	4,5	-	5,3	4,3
IV	3,7	2,2	-1,6	-7,5	-20,2	-11,4	-	-3,5	-	0,2	4,6
2010 I	6,6	-2,7	0,9	-8,9	-19,8	-12,6	-	-	-	-1,1	3,3
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)											
2008	5,6	4,4	3,3	5,5	7,5	5,9	7,8	7,2	5,8	6,2	5,7
2009	6,9	6,7	6,0	13,8	17,1	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2010 I	9,3	7,8	7,1	19,0	20,0	17,3	11,2	9,7	7,4	8,8	7,9
II	9,7	7,5	6,8	.	.	.	10,6	9,7	.	.	.
2010 Abr	9,7	7,6	7,0	-	22,5	.	10,9	9,8	.	9,1	7,8
May	9,7	7,5	6,7	-	.	.	10,4	9,7	.	8,8	.
Jun	9,7	7,4	6,6	-	.	.	10,4	9,6	.	.	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

9.2 En Estados Unidos y Japón

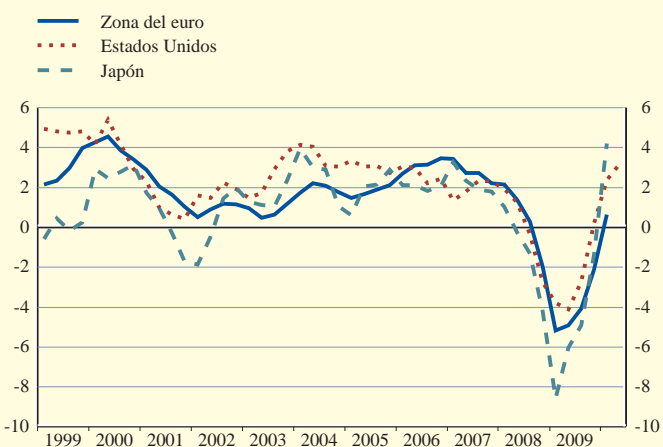
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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	1,9	3,2	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,8	48,4
2008	3,8	1,0	0,0	-4,4	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,5	56,3
2009	-0,4	-1,9	-2,6	-10,9	9,3	7,8	0,69	4,17	1,3948	-11,1	67,6
2009 II	-1,2	0,4	-4,1	-14,7	9,3	8,9	0,84	3,95	1,3632	-11,6	62,7
III	-1,6	-2,7	-2,7	-10,0	9,6	7,8	0,41	3,61	1,4303	-11,6	65,8
IV	1,4	-5,2	0,2	-3,7	10,0	5,1	0,27	4,17	1,4779	-11,1	67,6
2010 I	2,4	-4,2	2,4	3,9	9,7	1,9	0,26	4,01	1,3829	-10,9	70,7
II	1,8	.	3,2	8,4	9,7	1,7	0,44	3,13	1,2708	.	.
2010 Mar	2,3	-	-	5,7	9,7	1,4	0,27	4,01	1,3569	-	-
Abr	2,2	-	-	7,2	9,9	1,6	0,31	3,84	1,3406	-	-
May	2,0	-	-	9,0	9,7	1,7	0,46	3,52	1,2565	-	-
Jun	1,1	-	-	8,9	9,5	1,8	0,54	3,13	1,2209	-	-
Jul	.	-	-	.	.	.	0,51	3,03	1,2770	-	-
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	0,4	-5,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	.	.
2009 II	-1,0	0,9	-6,0	-27,4	5,1	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
III	-2,2	1,0	-4,9	-19,4	5,4	2,8	0,40	1,45	133,82	.	.
IV	-2,0	-4,0	-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	.	.
II	-0,9	.	.	20,9	.	3,0	0,24	1,18	117,15	.	.
2010 Mar	-1,1	-	-	31,9	5,0	2,7	0,25	1,48	123,03	-	-
Abr	-1,2	-	-	25,9	5,1	2,9	0,24	1,37	125,33	-	-
May	-0,9	-	-	20,4	5,2	3,1	0,24	1,37	115,83	-	-
Jun	-0,7	-	-	17,1	.	2,9	0,24	1,18	110,99	-	-
Jul	.	-	-	.	.	.	0,24	1,13	111,73	-	-

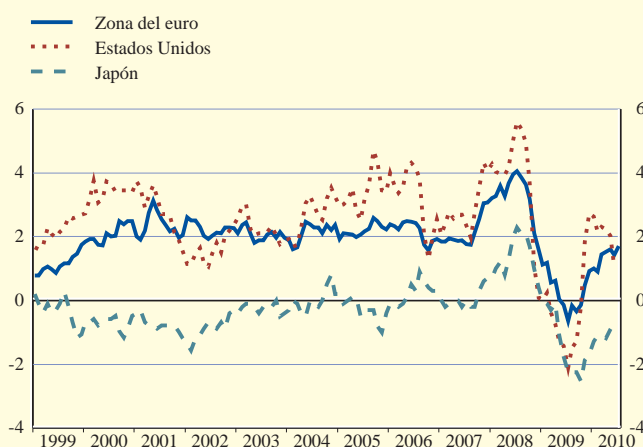
C39 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



C40 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	S60
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S60
C30	Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente	S61
C31	Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera	S61
C32	Balanza de pagos de la zona del euro: bienes	S62
C33	Balanza de pagos de la zona del euro: servicios	S62
C34	Posición de inversión internacional de la zona del euro	S65
C35	Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro	S65
C36	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	S70
C37	Tipos de cambio efectivos	S73
C38	Tipos de cambio bilaterales	S73
C39	Producto interior bruto a precios constantes	S76
C40	Índices de precios de consumo	S76

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 4 de agosto 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 recopiló de conformidad con diversos Reglamentos del BCE sobre el balance del sector de instituciones financieras monetarias. A partir de julio de 2010 se recopiló de conformidad con el Reglamento BCE/2008/32².

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 15, de 20.01.2009, p. 14.

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 Svensson³. 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 índices de costes laborales, al PIB y a los componentes de gasto, al valor añadido por ramas de actividad, a la producción industrial, a las ventas del comercio al por menor, matriculaciones de automóviles y al empleo en términos de horas trabajadas están ajustadas por 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

³ 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 coyunturales⁴. 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 específicos⁵. 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 2007⁶. 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 importaciones 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 laborales⁷, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁸. Se dispone del detalle de los índices de costes laborales para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario, menos las subvenciones recibidas 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 (cuadros 1, 2 y 3 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-

4 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

6 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

7 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

8 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 4 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 2000⁹, 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 Públicas¹⁰. 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.

⁹ DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

¹⁰ DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

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)¹¹, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹². 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-

11 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

12 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.

8 DE JULIO Y 5 DE AGOSTO 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.



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 mayo y julio 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 última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», 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.

«Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», julio 2010.

«La eficacia de las políticas fiscales de la zona del euro», julio 2010.

«El impacto de la crisis financiera en los países de Europa Central y Oriental», julio 2010.

«Precios del petróleo: factores determinantes e impacto sobre la inflación y la macroeconomía de la zona del euro», agosto 2010.

«Evolución reciente del comercio mundial y de la zona del euro», agosto 2010.

«Estadísticas armonizadas del BCE de fondos de inversión de la zona del euro y su uso analítico con fines de política monetaria», agosto 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. Dorrucchi, 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. Eftymiadis y N. Merriman, mayo 2010.
- 112 «Public wages in the euro area: towards securing stability and competitiveness», F. Holm-Hadulla, K. Kamath, A. Lamo, J. J. Pérez y L. Schuknecht, junio 2010.
- 113 «Energy markets and the euro area macroeconomy», Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, junio 2010.
- 114 «The impact of the global economic and financial crisis on central, eastern and south-eastern Europe: a stock-taking exercise», S. Gardó y R. Martin, junio 2010.
- 115 «Financial stability challenges in EU candidate countries. Financial systems in the aftermath of the global financial crisis», Grupo de expertos del Comité de Relaciones Internacionales del SEBC, julio 2010.
- 116 «Securities clearing and settlement in China – markets, infrastructures and policy-making», P. Hess, julio 2010.
- 117 «Extraordinary measures in extraordinary times: public measures in support of the financial sector in the EU and the United States», S. M. Stolz y M. Wedow, julio 2010.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

- «Research Bulletin», n.º 8, marzo 2009.
- «Research Bulletin», n.º 9, marzo 2010.
- «Research Bulletin», n.º 10, junio 2010.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.
- 1201 «Growth strategies and value creation: what works best for stock exchanges?», I. Hasan, H. Schmiedel y L. Song, junio 2010.
- 1202 «Involuntary unemployment and the business cycle», L. Christiano, M. Trabandt y K. Walentin, junio 2010.
- 1203 «Cross-border banking and the international transmission of financial distress during the crisis of 2007-08», A. Popov y G. F. Udell, junio 2010.
- 1204 «Banking sector output measurement in the euro area – a modified approach», A. Colangelo y R. Inklaar, junio 2010.
- 1205 «Nelson-Siegel, affine and quadratic yield curve specifications: which one is better at forecasting?», K. Nyholm y R. Vidova-Koleva, junio 2010.
- 1206 «Relative house price dynamics across euro area and US cities: convergence or divergence?», P. Hiebert y M. Roma, junio 2010.
- 1207 «Money growth and inflation: a regime switching approach», G. Amisano y G. Fagan, junio 2010.
- 1208 «Reverse causality in global current accounts», G. Schnabl y S. Freitag, junio 2010.
- 1209 «Epstein-Zin preferences and their use in macro-finance models: implications for optimal monetary policy», M. Darracq Pariès y A. Loublier, junio 2010.
- 1210 «Towards a robust monetary policy rule for the euro area», T. Blattner y E. Margaritov, junio 2010.
- 1211 «Efficiency and risk in European banking», F. Fiordelisi, D. Marqués-Ibáñez y P. Molyneux, junio 2010.
- 1212 «Multimarket trading and the cost of debt: evidence from global bonds», L. Petrasek, junio 2010.
- 1213 «The incidence of nominal and real wage rigidity: an individual-based sectoral approach», J. Messina, M. Izquierdo, P. Du Caju, C. F. Duarte y N. Lynggård Hansen, junio 2010.
- 1214 «Detecting and interpreting financial stress in the euro area», M. Blix Grimaldi, junio 2010.
- 1215 «Formal education, mismatch and wages after transition: assessing the impact of unobserved heterogeneity using matching estimators», A. Lamo y J. Messina, junio 2010.
- 1216 «What lies beneath the euro's effect on financial integration? Currency risk, legal harmonisation, or trade?», S. Kalemli-Ozcan, E. Papaioannou, J. L. Peydró, junio 2010.
- 1217 «Fiscal policy and growth: do financial crises make a difference?», C. Kolerus, H. P. Grüner y A. Afonso, junio 2010.

- 1218 «Sectoral money demand and the great disinflation in the United States», A. Calza y A. Zaghini, junio 2010.
- 1219 «Transmission of government spending shocks in the euro area: time variation and driving forces», M. Kirchner, J. Cimadomo y S. Hauptmeier, julio 2010.
- 1220 «The gains from early intervention in Europe: fiscal surveillance and fiscal planning using cash data», A. H. Hallett, M. Kuhn y T. Warmedinger, julio 2010.
- 1221 «Financial regulation, financial globalisation and the synchronisation of economic activity», S. Kalemli-Ozcan, E. Papaioannou y J.-L. Peydró, julio 2010.
- 1222 «Monetary policy and capital regulation in the United States and Europe», E. Cohen-Cole y J. Morse, julio 2010.
- 1223 «The dark side of bank wholesale funding», R. Huang y L. Ratnovski, julio 2010.
- 1224 «Wages, labour or prices: how do firms react to shocks?», E. Dhyne y M. Druant, julio 2010.
- 1225 «Price and wage formation in Portugal», C. R. Marques, F. Martins y P. Portugal, julio 2010.
- 1226 «Chronicle of currency collapses: re-examining the effects on output», M. Bussière, S. C. Saxena y C. E. Tovar, julio 2010.
- 1227 «Exports and sectoral financial dependence: evidence on French firms during the great global crisis», J.-C. Bricongne, L. Fontagné, G. Gaulier, D. Taglioni y V. Vicard, julio 2010.
- 1228 «Trusting the bankers: a new look at the credit channel of monetary policy», M. Ciccarelli, A. Maddaloni y J.-L. Peydró, julio 2010.
- 1229 «Inflation and inflation uncertainty in the euro area», G. M. Caporale, L. Onorante y P. Paesani, julio 2010.
- 1230 «Time variation in US wage dynamics», B. Hofmann, R. Straub y G. Peersman, julio 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).
- «Eurosysteem 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 – Eurosysteem 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 Eurosystem'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 Eurosystem 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': Eurosystem 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 Eurosystema – diciembre 2009», enero 2010 (solo en Internet).

«Structural indicators for the EU banking sector», enero 2010 (solo en Internet).

«Modelo de corresponsalia entre Bancos Centrales (MCBC) – Procedimientos para las entidades de contrapartida del Eurosystema», 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 Eurosystema – 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 Eurosystema – 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 Eurosystema – 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.

«Structural Issues Report 2010 – Energy markets and the euro area macroeconomy», junio 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – mayo 2010», junio 2010 (solo en Internet).

«Reinforcing economic governance in the euro area – The ECB Governing Council’s proposals to strengthen decisively governance and enforcement structures in the economic policy framework of the euro area», junio 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to the President of the European Council, Mr Herman Van Rompuy, presenting the ECB Governing Council’s proposals for reinforcing economic governance in the euro area», junio 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Andreas Mölzer, Member of the European Parliament, regarding questions related to the governance of the euro area», junio 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Ioannis A. Tsoukalas, Member of the European Parliament, on questions related to the Greek crisis», julio 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – junio 2010», julio 2010 (solo en Internet).

«European Commission’s public consultation on derivatives and market infrastructures – Eurosystem contribution», julio 2010 (solo en Internet).

«The international role of the euro», julio 2010.

«EU stress-test exercise: key message on methodological issues», julio 2010 (solo en Internet).

«EU stress-test exercise: technical note on the macroeconomic scenarios and reference risk parameters», julio 2010 (solo en Internet).

«Pruebas de resistencia realizadas en la UE en 2010. Preguntas y respuestas», julio 2010 (solo en Internet).

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.