



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2010

02 | 2010

03 | 2010

FZB EKT EKP

04 | 2010

05 | 2010

06 | 2010

07 | 2010

08 | 2010

09 | 2010

10 | 2010

11 | 2010

12 | 2010

BOLETÍN MENSUAL  
MARZO

500





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



## BOLETÍN MENSUAL MARZO 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 3 de marzo de 2010.*

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





# ÍNDICE

## EDITORIAL

### EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Entorno exterior de la zona del euro  
Evolución monetaria y financiera  
Precios y costes  
Producto, demanda y mercado de trabajo  
Evolución de las finanzas públicas  
Evolución de los tipos de cambio  
y de la balanza de pagos

#### Recuadros

- 1 Inversión en capacidad petrolera  
y recesión económica **16**
- 2 El impacto de los «bancos malos»  
sobre las estadísticas de balances  
de las IFM **25**
- 3 Situación de liquides y operaciones  
de política monetaria en el período  
comprendido entre el 11 de noviembre  
de 2009 y el 9 de febrero de 2010 **34**
- 4 Resultados de la encuesta sobre  
el acceso a la financiación de las  
pequeñas y medianas empresas  
de la zona del euro: segundo  
semestre de 2009 **46**
- 5 Evolución reciente de las expectativas  
de los consumidores y de los expertos  
en previsión económica de la zona  
del euro acerca de la inflación **61**
- 6 El efecto arrastre sobre el crecimiento  
medio anual del PIB real **71**
- 7 Compilación, utilidad  
y evolución reciente del indicador  
de confianza de los consumidores de  
la zona del euro **74**
- 8 Proyecciones macroeconómicas  
elaboradas por los expertos del BCE  
para la zona del euro **85**
- 9 Retos para la sostenibilidad  
presupuestaria en la zona del euro **96**
- 10 Actividades de *carry trade* y tipos  
de cambio **101**

## 5 ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO

SI

### ANEXOS

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

## 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 Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
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 4 de marzo de 2010, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. El nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la última reunión del Consejo de Gobierno del 4 de febrero de 2010, se espera que la evolución de los precios siga siendo muy moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. La información más reciente ha confirmado, asimismo, que la recuperación de la economía de la zona del euro está en curso, si bien es probable que se produzca de forma irregular. En general, el Consejo de Gobierno espera que las economías de la zona del euro crezcan a un ritmo moderado en 2010, en un entorno en el que persiste la incertidumbre. Los resultados del análisis monetario confirman la valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, sosteniendo así el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

En su reunión del 4 de marzo de 2010, el Consejo de Gobierno discutió también, a la vista de la evolución económica y de los mercados financieros, sobre cómo proceder con la retirada gradual de sus medidas operativas no convencionales. A este respecto, se decidió continuar llevando a cabo tanto las operaciones principales de financiación (OPF) como las operaciones de financiación especiales con plazo de un período de mantenimiento, mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena mientras sea necesario, y al menos hasta que finalice el noveno período de mantenimiento de 2010, el 12 de octubre. En el caso de las operaciones de financiación especiales, el tipo fijo será el mismo que se aplique a la correspondiente OPF. El Consejo de Gobierno decidió además volver a aplicar procedimientos de subasta a tipo de interés variable a las operacio-

nes periódicas de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses (OFPML), a partir de la operación que se adjudicará el 28 de abril de 2010. Los importes de adjudicación de estas operaciones se fijarán con el objetivo de asegurar unas condiciones adecuadas en los mercados monetarios y evitando unos diferenciales significativos entre los tipos de puja y el tipo de la OPF correspondiente. Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió, en consonancia con su decisión sobre la OFPML a doce meses de 16 de diciembre de 2009, fijar el tipo de interés de la OFPML a seis meses que se adjudicará el 31 de marzo de 2010, en el promedio del tipo mínimo de puja de las OPF que tendrán lugar a lo largo del período de vigencia de esta operación.

Con estas decisiones, el Eurosistema continúa proporcionando apoyo a la liquidez del sistema bancario de la zona del euro en unas condiciones muy favorables, facilitando con ello la concesión de crédito en la zona del euro. Al mismo tiempo, estas decisiones contribuyen a evitar que se produzcan distorsiones asociadas al mantenimiento de medidas no convencionales durante más tiempo del necesario. El Consejo de Gobierno seguirá efectuando la retirada gradual de las medidas de liquidez extraordinarias. Con el fin de contrarrestar de forma efectiva cualquier riesgo para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, la liquidez suministrada se absorberá cuando sea necesario. En consecuencia, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En lo que se refiere al análisis económico, durante los últimos trimestres, la zona del euro se ha seguido beneficiando de los importantes estímulos macroeconómicos que se han proporcionado y de las medidas adoptadas para reestablecer el funcionamiento del sistema bancario, así como de la recuperación de la economía mundial en curso. Según la primera estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro creció un 0,1%, en tasas intertrimestrales, en el cuarto trimestre del 2009, tras la expansión del 0,4% del tercer trimestre. Los indicadores de que se dispone sugieren que la recu-

peración de la economía de la zona del euro está en curso, si bien es probable que se produzca de forma irregular. En concreto, están influyendo una serie de factores especiales, entre los que se incluyen las desfavorables condiciones meteorológicas observadas en parte de la zona del euro durante el primer trimestre de 2010. Dada esta trayectoria irregular, resulta más apropiado soslayar la volatilidad trimestral observada y comparar la evolución del crecimiento en términos semestrales. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que el crecimiento del PIB real continúe siendo moderado en 2010, debido a que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores y las expectativas de utilización reducida de la capacidad productiva es probable que frenen la inversión, y a que el deterioro de las perspectivas de los mercados de trabajo está debilitando el consumo.

Esta valoración también se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2010, que estiman que el crecimiento interanual del PIB real se situará en un intervalo entre el 0,4% y el 1,2% en 2010, y entre el 0,5% y el 2,5% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en diciembre de 2009, el intervalo de crecimiento del PIB real para 2010 es ligeramente más estrecho, mientras que para 2011 se ha revisado levemente al alza, como reflejo del considerable fortalecimiento de la actividad en todo el mundo.

El Consejo de Gobierno sigue considerando que los riesgos para estas perspectivas están, en conjunto, equilibrados, en un entorno en el que persiste la incertidumbre. Por el lado positivo, la confianza podría mejorar más de lo esperado y la recuperación tanto de la economía mundial como del comercio exterior podría mostrar más impulso que el estimado. Además los efectos derivados de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas, podrían ser mayores de lo esperado. Por el lado negativo, continúa existiendo la preocupación de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero pueda

tener mayor intensidad y duración de lo esperado, de que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, una intensificación de las presiones proteccionistas, nuevas tensiones en algunos segmentos del mercado financiero, así como 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, se situó en el 0,9% en febrero de 2010, frente al 1,0% registrado en enero. Se espera que la inflación se sitúe en torno al 1% a corto plazo y que siga siendo moderada durante el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En consonancia con una lenta recuperación de la demanda interna y externa, es previsible que los precios, costes y salarios mantengan un comportamiento muy moderado. En este contexto, es importante reiterar que las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Esta valoración también se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2010, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo entre el 0,8% y el 1,6% para 2010, y entre el 0,9% y el 2,1% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en diciembre de 2009, el intervalo para 2010 se ha ajustado ligeramente a la baja, mientras que el correspondiente a 2011 se ha revisado levemente al alza.

Los riesgos para estas perspectivas se mantienen, en general, equilibrados, y están relacionados, en particular, con la evolución futura de la actividad económica y el comportamiento de los precios de las materias primas. Además, las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían ser mayores de lo actualmente esperado, debido al saneamiento de las finanzas públicas que será necesario realizar en los próximos años.

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 se tornó ligeramente positiva en enero de 2010, alcanzando el 0,1%, como reflejo principalmente de un efecto de base, y confirma la valoración de que el crecimiento monetario se mantiene débil. Los últimos datos, junto con la tasa de crecimiento interanual negativa de los préstamos concedidos al sector privado (igual a -0,6% en enero de 2010), avalan la valoración del Consejo de Gobierno de que el ritmo de la expansión monetaria subyacente es moderado y de que, a medio plazo, las presiones inflacionistas asociadas a la evolución monetaria son reducidas. Es probable que el crecimiento de M3 y de los préstamos concedidos al sector privado se mantenga débil también en los próximos meses.

Al mismo tiempo, la evolución monetaria efectiva es probablemente más débil que el ritmo de la expansión monetaria subyacente, considerando la incidencia a la baja de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos; esta pendiente favorece el desplazamiento de fondos desde M3 hacia depósitos a plazos más largos y hacia valores. Por otra parte, los estrechos diferenciales entre los tipos de remuneración de distintos instrumentos incluidos en M3 disminuyen el coste de oportunidad de mantener fondos en los componentes más líquidos incluidos en M1, que continuó registrando un fuerte crecimiento interanual del 11,5% en enero.

La tasa de crecimiento interanual negativa de los préstamos concedidos al sector privado oculta evoluciones implícitas de signo opuesto: una positiva, reforzándose el crecimiento interanual de los préstamos a hogares, y otra negativa, reduciéndose el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras. Estas diferencias son coherentes con las tendencias históricas y las regularidades cíclicas, que sugieren que cabe esperar que los préstamos a las sociedades no financieras se mantengan débiles durante algún tiempo tras el repunte de la actividad económica. Al mismo tiempo, el coste de financiación ha disminuido para las empresas, y el sector en su conjunto ha seguido financiándose en gran medida en los mercados, sustituyendo a la financiación bancaria.

Las entidades de crédito han proseguido con la reducción del tamaño de sus balances durante los últimos meses, pero siguen afrontando el reto de gestionar este ajuste al tiempo que aseguran la disponibilidad de crédito al sector no financiero. Para superarlo, las entidades de crédito deberían utilizar la mejora de las condiciones de financiación para reforzar sus bases de capital y, cuando sea necesario, aprovechar al máximo las medidas gubernamentales de apoyo a la recapitalización.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la última reunión del Consejo de Gobierno del 4 de febrero de 2010, se espera que la evolución de los precios siga siendo muy moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. La información más reciente también ha confirmado que la recuperación de la economía de la zona del euro está en curso, si bien es probable que se produzca de forma irregular. En general, el Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro crezca a un ritmo moderado en 2010, en un entorno en el que persiste la incertidumbre. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma la valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, sosteniendo así el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Con relación a las políticas fiscales, los elevados niveles de déficit y de deuda pública representan una carga adicional para la política monetaria y desacreditan la función del Pacto de Estabilidad y Crecimiento como pilar fundamental de la Unión Económica y Monetaria. Es sumamente importante que en los programas de estabilidad de todos los países de la zona del euro se definan claramente las estrategias de salida fiscal y de consolidación para el próximo período. Esto precisa esfuerzos



decididos, especialmente por parte de los países con elevados niveles de déficit y de deuda. De conformidad con el procedimiento de déficit excesivo, se exigirá a todos los países que cumplan sus compromisos. El saneamiento de las finanzas públicas deberá comenzar como muy tarde en 2011 y tendrá que superar ampliamente el ajuste anual del 0,5% del PIB establecido como requisito mínimo en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Resulta necesario centrarse especialmente en la reforma del gasto. El 3 de marzo de 2010, el Consejo de Gobierno publicó una declaración sobre las medidas adicionales de consolidación fiscal anunciadas por el Gobierno griego.

Con el fin de reforzar el crecimiento sostenible y la creación de empleo, el reto más importante en todos los países de la zona del euro es acelerar las reformas estructurales. Deben adoptarse políticas que abran el acceso al mercado y aumenten la com-

petencia. En conjunto, es fundamental sentar las bases para la inversión a largo plazo en innovación, para que se creen nuevas oportunidades de negocio. Es el momento en que deberían suprimirse los planes de apoyo sectorial puestos en marcha para hacer frente a los efectos inmediatos de la crisis. En los mercados de trabajo, a fin de evitar que la tasa de desempleo estructural sea más elevada en los próximos años, se requiere moderación en la fijación de los salarios en varias economías y la suficiente flexibilidad de estos mercados. Estas reformas estructurales deberían verse respaldadas por una reestructuración apropiada del sector bancario. El saneamiento de los balances, el control efectivo del riesgo y unos modelos de negocio transparentes y sólidos son elementos fundamentales para reforzar la resistencia de las entidades de crédito a las perturbaciones y asegurar un acceso adecuado a la financiación, creando así las condiciones para el crecimiento sostenido y la estabilidad financiera.

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Los indicadores recientes sugieren que la economía mundial se encamina por la senda de la recuperación. Las tasas de inflación mundiales han repuntado últimamente, aunque se mantienen en niveles más bien bajos. Si bien persiste un alto grado de incertidumbre respecto a la sostenibilidad del crecimiento en el futuro, se estima que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están, en general, equilibrados.

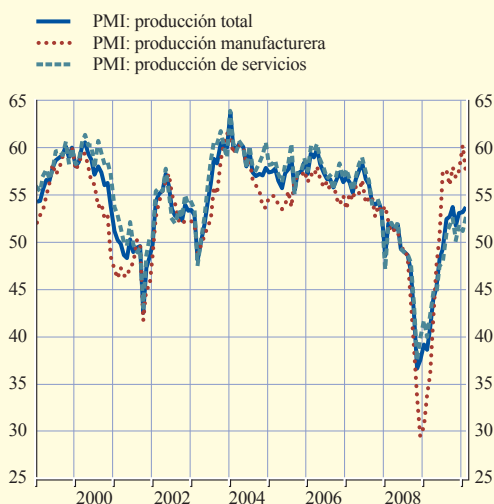
### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Tras volver a registrar cifras de crecimiento positivas en el segundo y tercer trimestres de 2009, la actividad económica mundial prosiguió su expansión en el último trimestre del año y a comienzos de 2010. El retorno a un crecimiento positivo se ha visto favorecido por las políticas monetarias y fiscales de estímulo y por las mejoras de la confianza tanto empresarial como de los consumidores, así como por un prolongado ciclo de existencias. La positiva evolución de la actividad económica mundial también ha venido acompañada de una rápida recuperación del comercio mundial. Más recientemente, los indicadores del mercado de trabajo han apuntado a un crecimiento del empleo en el sector manufacturero y a una caída de las pérdidas empleo en el sector servicios.

Si se observa con mayor detalle, la evidencia más reciente basada en los indicadores permite concluir que la economía mundial se encamina por la senda de la recuperación. En febrero, el indicador PMI (índice de directores de compra) mundial aumentó hasta 53,6, desde el nivel de 53,2 registrado en el mes anterior (véase gráfico 1). En general, el ritmo de la recuperación parece haberse estabilizado en los últimos meses. La desagregación sectorial del índice PMI de producción total sigue indicando una expansión menor en el sector servicios que en el sector manufacturero. No obstante, la brecha existente entre ambos sectores se redujo en febrero, al desacelerarse el crecimiento de la producción en el sector manufacturero y aumentar significativamente en el sector servicios. Los índices PMI de nuevos pedidos sugieren que el sector manufacturero segui-

Gráfico 1 PMI: producción mundial

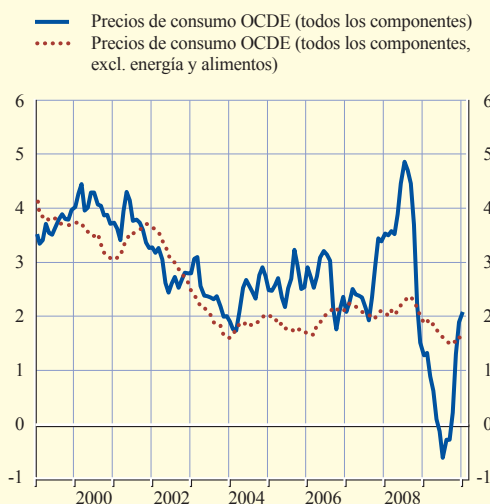
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

rá siendo la principal fuente de crecimiento de la economía mundial, al menos en la primera parte de 2010, a pesar de algunas mejoras recientes en la evolución de los pedidos del sector servicios.

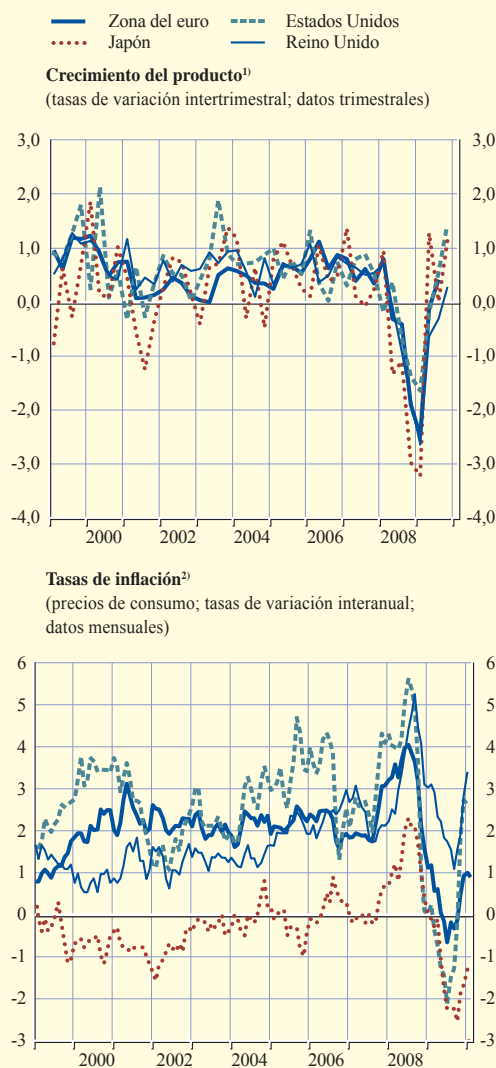
Según los últimos indicadores disponibles, los volúmenes de comercio exterior crecieron un 4,8% en diciembre en comparación con el mes anterior, tras registrar un crecimiento intermensual del 1,1% en noviembre. Los mayores incrementos se registraron en Asia y América Latina, pero también se observó una aceleración del crecimiento del comercio en las economías avanzadas. Examinando las cifras trimestrales, en las que se eliminan algunas fluctuaciones a corto plazo, se observa que el comercio creció un 6% en el último trimestre de 2009 en comparación con el trimestre anterior, la tasa de crecimiento más alta de la que existe constancia. A finales de 2009, los volúmenes del comercio mundial se situaban todavía un 8% por debajo del máximo de abril de 2008, pero un 15% por encima del mínimo registrado en mayo de 2009.

Tras registrar cifras negativas durante cuatro meses, las tasas de inflación mundiales se tornaron de nuevo positivas en el cuarto trimestre de 2009 e incluso aumentaron ligeramente a principios de 2010. En los países de la OCDE, la inflación general medida por el IPC se situó en el 2% en el año transcurrido hasta enero, un aumento respecto al 1,9% observado en el año transcurrido hasta diciembre (véase gráfico 2). Los moderados incrementos de las tasas de inflación interanual en los últimos meses reflejan, principalmente, la corrección de los efectos de base relacionados con los precios de las materias primas. Al mismo tiempo, la inflación en los países de la OCDE, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,6% en el año transcurrido hasta enero, sin variaciones con respecto al mes anterior.

### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el PIB real se redujo un 2,4% en 2009. Si bien la economía se contrajo en el primer semestre del año, las políticas de estímulo fiscal y monetario y el ciclo de existencias contribuyeron a una significativa recuperación de la producción en el segundo semestre de 2009. De acuerdo con la segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos, el PIB real creció un 5,9%, en cifra anualizada, en el cuarto trimestre del 2009, en comparación con el 2,2% del tercer trimestre. Esta aceleración del crecimiento refleja, principalmente, la importante contribución de las existencias, que se cifró en 3,9 puntos porcentuales. La inversión empresarial, que había sido un lastre para el cre-

**Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas**



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.

cimiento del PIB en los trimestres anteriores contribuyó 0,6 puntos porcentuales a dicho crecimiento en el cuarto trimestre. El efecto positivo del comercio exterior, uno de los principales factores de crecimiento en los trimestres precedentes, se diluyó hacia finales de año al aumentar las importaciones en consonancia con la recuperación del gasto en consumo personal.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la tasa media de inflación interanual, medida por el IPC, fue de -0,4% en 2009, frente al 3,8% registrado en 2008. La inflación general repuntó hacia finales de 2009 y se situó en el 2,6% en enero de 2010, debido principalmente a efectos de base derivados de la evolución anterior de los precios de la energía. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, se redujo al 1,6% enero, desde el 1,7% registrado, en promedio, en 2009.

De cara al futuro, es probable que, a corto plazo, la recuperación siga estando determinada por los estímulos fiscales y monetarios, así como por el impulso proveniente del ciclo de existencias. Sin embargo, posteriormente, se prevé una cierta desaceleración del crecimiento del PIB, a medida que se diluyan los efectos del ciclo de existencias y de las políticas de estímulo. Se prevé que la débil situación del mercado de trabajo, así como la reducción en curso de la carga de la deuda de los hogares, limitarán la recuperación del gasto en consumo personal. Por lo que respecta a la evolución de los precios, es probable que la inflación siga siendo moderada, en vista de la existencia de una gran brecha de producción.

El 27 de enero de 2010, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en una banda del 0% al 0,25%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. Se espera que los programas de compras de valores a más largo plazo concluyan para finales de marzo. El 18 de febrero de 2010, la Reserva Federal anunció también modificaciones respecto a las condiciones de sus programas de préstamo a través de la ventanilla de descuento, incluido el incremento de la tasa de descuento de 0,5% a 0,75% y la reducción, a un día, del plazo máximo de vencimiento típico de los préstamos correspondientes a la facilidad principal de descuento.

## JAPÓN

En Japón, parece estar materializándose una lenta recuperación. Según una estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real creció un 1,1% en tasa intertrimestral en el cuarto trimestre de 2009. El crecimiento estuvo determinado, en gran medida, por la demanda exterior y por la solidez del consumo personal que se vio favorecido por las políticas de estímulo del gobierno. La inversión empresarial aumentó por primera vez en casi dos años, mientras que la inversión residencial se redujo ligeramente. El crecimiento en el cuarto trimestre siguió al estancamiento registrado en el tercero y a un incremento del PIB real del 1,3% en el segundo trimestre de 2009. En conjunto, el PIB real se situó, en 2009, un 5,0% por debajo del nivel de un año antes.

Debido al considerable margen de capacidad productiva no utilizada, los precios de consumo siguieron descendiendo en Japón. La inflación general se redujo un 1,3% en el año transcurrido hasta enero, tras una caída interanual del 1,7% en diciembre. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por el IPC se situó en el -1,2% en enero, sin variación con respecto al mes anterior.

En la reunión que concluyó el 18 de febrero de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía.

## REINO UNIDO

En Reino Unido, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se tornó positiva en el cuarto trimestre de 2009, tras una gradual moderación del ritmo de caída en los trimestres anteriores. Según la esti-



mación revisada, el PIB real creció un 0,3% en el cuarto trimestre de 2009, frente a un descenso del 0,3% en el tercer trimestre. El crecimiento del PIB estuvo determinado principalmente por el gasto de los hogares, que aumentó un 0,4% en tasa intertrimestral, y por el consumo público final, que se incrementó un 1,2%, mientras que la inversión empresarial siguió reduciéndose. En conjunto, los indicadores recientes de actividad y del mercado de trabajo sugieren que la mejora gradual de la situación económica ha continuado en los primeros meses de 2010. En el mercado de la vivienda, la tendencia positiva se ha mantenido en los últimos meses, respaldada por las medidas de política de apoyo. En enero, los precios de la vivienda aumentaron por séptimo mes consecutivo (un 3,6% en tasa interanual), en consonancia con la mayor disponibilidad de acceso al crédito hipotecario observada en los últimos meses. El flujo de préstamos netos totales a los particulares aumentó en enero, aunque se mantuvo muy por debajo de la media de 2008. De cara al futuro, se espera que la actividad continúe su gradual recuperación, respaldada por los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, los estímulos fiscales y monetarios y la mejora de la situación mundial en general.

La inflación interanual, medida por el IAPC, ha aumentado en los últimos meses, situándose en el 3,5% en enero (frente al 2,5% de diciembre), principalmente como resultado de la subida de los precios del petróleo y de la expiración de la reducción transitoria del tipo del IVA. Además, podrían haber influido las presiones al alza resultantes de la anterior depreciación de la libra esterlina. No obstante, de cara al futuro, se prevé una moderación de la inflación en la medida en que la persistencia de los márgenes de capacidad productiva sin utilizar ejercerá un efecto de atenuación sobre la dinámica de los precios.

En los últimos meses, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha mantenido en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. Además, el Banco de Inglaterra ha concluido su programa de compras de activos por un total de 200 mm de libras esterlinas.

#### **OTROS PAÍSES EUROPEOS**

En general, en los últimos trimestres, la situación económica ha mejorado también en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. No obstante, la dinámica de crecimiento intertrimestral del PIB real ha sido bastante volátil en varios países, como consecuencia de las fluctuaciones del ciclo de existencias y del ajuste fiscal en curso.

En Suecia, la estimación de avance indica que el PIB real se redujo un 0,6% en tasa intertrimestral en el cuarto trimestre de 2009. Los datos históricos se revisaron a la baja y ahora indican un estancamiento en el segundo trimestre y una contracción del 0,1% en el tercer trimestre. En Dinamarca, la estimación de avance sugiere un crecimiento del PIB real del 0,2% en el cuarto trimestre, tras un incremento del 0,3% en el tercer trimestre (revisado a la baja desde el 0,6% estimado anteriormente). Los indicadores a corto plazo apuntan a una mejora de la situación económica en ambos países a principios de 2010. En enero, la inflación interanual, medida por el IAPC siguió aumentando en Dinamarca hasta el 1,9% (desde el 1,2% de diciembre) mientras que, en Suecia, se moderó ligeramente hasta el 2,7% (desde el 2,8% de diciembre). En diciembre y enero, el Danmarks Nationalbank redujo, en tres etapas, su principal tipo de interés oficial en un total de 20 puntos básicos, hasta el 1,05%.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental, la situación económica ha mejorado considerablemente con respecto a la pronunciada caída de la actividad observada en el primer trimestre de 2009. La sólida recuperación de la producción industrial en los últimos meses, favorecida por la mejora de la demanda exterior, ha desempeñado un papel fundamental. En toda la región, el crecimiento del PIB real aumentó gradualmente en el segundo y tercer trimestres (en tasas in-

tertrimestrales), aunque en Hungría y Rumanía solo se observó una moderación del ritmo de caída. Sin embargo, en el último trimestre de 2009 las pautas de crecimiento fueron más diversas, de acuerdo con las estimaciones de avance de Eurostat. Mientras que la desaceleración se moderó de nuevo en Hungría (hasta el -0,4% desde el -1,2% del tercer trimestre), el crecimiento aceleró su caída en Rumanía, hasta el -1,5% (desde el -0,6% observado en el tercer trimestre) y se tornó negativo en la República Checa (-0,6% frente al 0,8% del tercer trimestre). En Polonia, el crecimiento intertrimestral del PIB real experimentó una aceleración en el cuarto trimestre, situándose en el 1,2%. En conjunto, los indicadores de confianza recientes, y los datos de producción industrial y comercio exterior apuntan a nuevas mejoras de la actividad en los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental a principios de 2010. Al mismo tiempo, existe un alto grado de incertidumbre respecto a la evolución económica en los próximos trimestres y persisten algunos riesgos significativos, como lo demuestra el aumento de las tasas de desempleo.

La evolución de la inflación en la región ha sido más bien desigual en los últimos meses. La inflación interanual, medida por el IAPC, se mantenido en un nivel bastante bajo en la República Checa, situándose en el 0,4% en enero. Por el contrario, en Hungría, Polonia y Rumanía, las tasas se han mantenido en niveles más altos, situándose en el 6,2%, el 3,9% y el 5,2%, respectivamente, en enero. El 5 de enero de 2010, la Banca Națională a României decidió recortar su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 7,5%. El 22 de febrero de 2010, el Magyar Nemzeti Bank, con una decisión similar, redujo su principal tipo de interés oficial 25 puntos básicos, hasta el 5,75%.

De todos los países de la UE, los Estados bálticos son los que han experimentado un ajuste económico más pronunciado desde el inicio de la recesión económica. En los últimos trimestres, el crecimiento intertrimestral ha sido volátil, pero parece haber mejorado en los tres países. La caída del PIB real ha sido considerablemente menor en Bulgaria que en los Estados Bálticos. En conjunto, los indicadores recientes de actividad y de confianza a corto plazo apuntan a una mejora de la situación económica en los cuatro países, aunque la producción industrial todavía ha mostrado cierta debilidad en Bulgaria y en Lituania en los últimos meses.

En Rusia, los datos disponibles indican que el producto ha seguido recuperándose en el cuarto trimestre de la contracción experimentada en el primer semestre de 2009. En general, el PIB real se contrajo un 7,9% en 2009, según indican las estimaciones provisionales. Las cifras de producción industrial disponibles para enero de 2010 sugieren que el repunte de la actividad económica podría haber perdido impulso a principios de 2010, conforme las autoridades van retirando gradualmente las medidas de estímulo fiscal adoptadas en 2009. Las posibilidades de una rápida recuperación también se ven amenazadas por otros riesgos que tienen su origen, principalmente, en el hecho de que los precios de las materias primas sean más bajos de lo previsto y en el moderado crecimiento del crédito. Las presiones inflacionistas, aunque continúan siendo altas, han seguido reduciéndose. La inflación interanual, medida por los precios de consumo descendió hasta el 8,0% en enero, dado que la anterior apreciación del rublo moderó los precios de importación.

### **ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA**

En las economías emergentes de Asia, la expansión de la actividad económica experimentó una nueva aceleración en el último trimestre de 2009, lo que les permitió seguir liderando la recuperación mundial. Esta aceleración fue resultado, principalmente, de las medidas de estímulo fiscal. Además, el comercio exterior también se está recuperando gradualmente y se aproxima a los niveles observados antes de la crisis en la mayoría de los países. La demanda interna está siendo cada vez más autosostenida, con una evolución favorable de los mercados de activos y un repunte de la creación de empleo.

En China, el crecimiento interanual del PIB aumentó hasta el 10,7% en el último trimestre de 2009, lo que se tradujo en un crecimiento del producto del 8,7% para el conjunto del año. La inversión, fomentada por las medidas de estímulo, siguió siendo la principal fuente de crecimiento. Pese a una gradual mejora de la situación exterior, la contribución de la demanda exterior neta siguió siendo negativa en el último trimestre de 2009. La liquidez interna ha seguido siendo abundante. El crecimiento de M2, aunque últimamente ha experimentado una ligera desaceleración, se situó en el 26%, en tasa interanual, en enero, muy por encima del objetivo del 17%. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, volvió a registrar cifras positivas en noviembre de 2009 y se situó en el 1,5% en enero de 2010. Las autoridades monetarias han comenzado a drenar el exceso de liquidez interna elevando en dos ocasiones desde el comienzo del año, en 50 puntos básicos cada vez, el coeficiente de reservas mínimas obligatorias de las entidades de crédito.

En Corea, el crecimiento del PIB real registró una fuerte aceleración, hasta el 6% en tasa interanual, en el último trimestre de 2009, frente al 0,9% del trimestre anterior, debido principalmente a efectos de base. La contribución del consumo privado y la inversión al crecimiento ha aumentado aún más. La inflación interanual, medida por el IPC, ascendió al 3,1% en enero, desde el 2,8%, observado un mes antes.

La actividad económica también ha sido sólida en India. El PIB real creció un 5,9%, en tasa interanual, en el último trimestre de 2009, frente al 6,8% del tercer trimestre. La inflación medida por los precios al por mayor, la principal medida de la inflación que utiliza el Banco de Reserva de India, ha repuntado de forma vigorosa, principalmente como consecuencia de una rápida aceleración de los precios de los alimentos y los combustibles. En enero, los precios al por mayor se situaban un 8,6% por encima del nivel observado un año antes.

Si bien, en las economías emergentes de Asia, la recuperación económica se ha apoyado masivamente en las medidas de estímulo macroeconómicas, que se prevé que se mantendrán en todos los países en los próximos meses, se observan indicios claros de que la demanda interna se está haciendo cada vez más autosostenida. Al mismo tiempo, la recuperación de la demanda interna, más lenta de lo previsto, y las crecientes presiones inflacionistas constituyen importantes riesgos a la baja para las perspectivas económicas de la región.

#### **AMÉRICA LATINA**

En América Latina, el ritmo de la actividad económica se aceleró aún más en el cuarto trimestre de 2009, mientras que las presiones inflacionistas se moderaron en la mayoría de los países. En Brasil, los indicadores de alta frecuencia sugieren que el crecimiento tanto de la demanda interna como de la demanda exterior experimentó una notable aceleración en el cuarto trimestre. Las ventas del comercio al por menor aumentaron, en promedio, un 8,8%, en tasa interanual, en el último trimestre de 2009, en comparación con el 5,0% del tercer trimestre. La producción industrial creció un 5,8%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre, tras reducirse un 8,2% en el tercer trimestre. La inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el 4,2% en el cuarto trimestre, cifra ligeramente inferior a la observada en el trimestre anterior. En Argentina, la producción industrial aumentó un 5,2% en el cuarto trimestre de 2009, tras una contracción del 1% en el trimestre precedente. La inflación, medida por el IPC, ascendió, en promedio, al 7,1% en el primer trimestre de 2009, desde el 5,9% registrado en el tercer trimestre. En México, el PIB real se contrajo un 2,4%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2009, tras una caída del 6,1% en el tercer trimestre. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, fue del 4%, en promedio, en el cuarto trimestre de 2009, situándose así por debajo del 5,1% registrado en el tercer trimestre.

En general, se prevé que, en América Latina, la actividad siga recuperándose gradualmente como consecuencia de las políticas de estímulo que se han adoptado y de las mejoras tanto de la demanda externa

como de las condiciones de financiación. No obstante, los riesgos para la actividad económica en la región siguen inclinándose a la baja y dependen de la situación del entorno exterior.

## 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

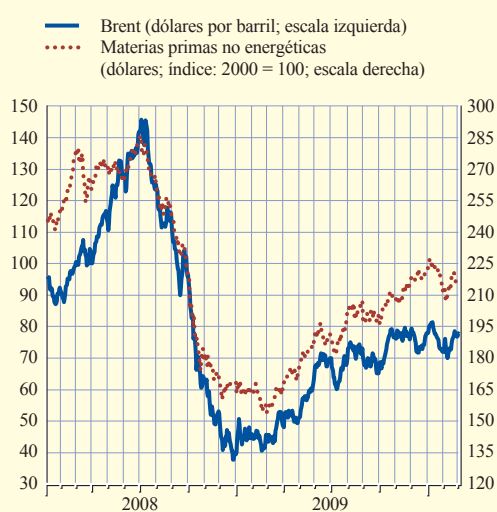
En los tres últimos meses, los precios del petróleo se han estabilizado, oscilando entre 70 y 80 dólares estadounidenses el barril, en un clima de cierta volatilidad generada por la inquietud en los mercados respecto a la velocidad de la recuperación económica mundial (véase gráfico 4). Los precios del Brent se situaban, el 3 de marzo, en 77,8 dólares el barril, aproximadamente el mismo nivel que a comienzos del año. De cara al futuro, los participantes en los mercados esperan precios más altos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2011 se negocian actualmente en torno a 84 dólares estadounidenses el barril.

La estabilización de los precios del petróleo se ha producido en un contexto de mejora de las variables fundamentales. La demanda de petróleo se ha recuperado con respecto a los mínimos registrados en el segundo trimestre de 2009, debido principalmente a la contribución de las economías emergentes. Este aumento de la demanda también ha dado lugar a un descenso de las existencias que se habían acumulado en 2008. Por el lado de la oferta, la producción de los países no pertenecientes a la OPEP prácticamente no ha experimentado variación, mientras que la OPEP está produciendo actualmente muy por encima de su objetivo.

Al mismo tiempo, la secuencia de revisiones al alza de las proyecciones de demanda, por parte de la Agencia Internacional de la Energía, ha llegado a su fin. Las últimas previsiones para 2010 apuntan a un incremento de 1,6 millones de barriles diarios con respecto a 2009, atribuible, principalmente, al crecimiento de la demanda en los países no pertenecientes a la OCDE. En el recuadro 1 se analizan con mayor detalle las perspectivas desde el lado de la oferta, centrandó la atención en los efectos de la recesión económica sobre la inversión en capacidad productiva de petróleo.

Los precios de las materias primas no energéticas han bajado en los tres últimos meses. Los precios de los alimentos y las materias primas agrícolas se han moderado ligeramente, en particular, por la posibilidad de que se obtengan unas cosechas de trigo sin precedentes. En lo que se refiere a los precios de los metales, el incremento experimentado en el último trimestre de 2009 tocó a su fin en un clima de inquietud de los mercados respecto a la solidez de la recuperación de la economía mundial. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de febrero, aproximadamente un 2% por debajo del nivel observado a comienzos del año.

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.



## Recuadro I

### INVERSIÓN EN CAPACIDAD PETROLERA Y RECESIÓN ECONÓMICA

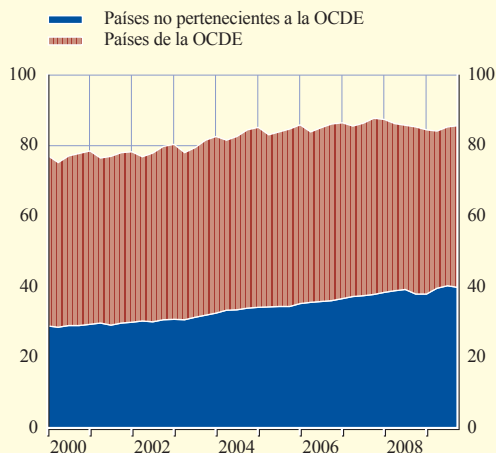
La crisis financiera y la consiguiente recesión de la economía mundial han tenido un impacto notable sobre las variables fundamentales del petróleo. Como consecuencia de la recesión económica, la demanda mundial de crudo bajó desde el máximo de 87,8 millones de barriles diarios (mb/d) registrado en el cuarto trimestre de 2007 hasta 84,2 mb/d en el segundo trimestre de 2009 (véase gráfico A). Para hacer frente a esta caída de la demanda, los productores de petróleo redujeron rápidamente su producción. En particular, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) decidió recortar significativamente su cuota, en casi 5 mb/d. Un efecto colateral de la recesión económica ha sido la notable reducción de la inversión en capacidad de producción petrolera. A continuación, se analiza con más detalle el ajuste de la inversión en capacidad y se examinan las consecuencias para la producción de petróleo y para los precios del crudo en el medio plazo.

Los efectos de la recesión económica desde la vertiente de la oferta deben considerarse en el contexto de la trayectoria proyectada de la demanda de petróleo. Según las previsiones a medio plazo más recientes de la Agencia Internacional de la Energía (AIE), la demanda mundial de petróleo aumentará de nuevo hasta alcanzar los 90,9 mb/d en 2014. Esta cifra se basa en el supuesto de que el consumo de petróleo en los países de la OCDE se reduzca en unos 3 mb/d en comparación con 2008, pero también de que esa reducción se compense con creces con el sólido crecimiento de la demanda en las economías que no forman parte de la OCDE.

Según estimaciones de la AIE, la oferta mundial de petróleo ha sido de 85,9 mb/d en el cuarto trimestre de 2009, lo que significa que, para 2014, será necesaria una oferta adicional de 5 mb/d para hacer frente al aumento de la demanda. La AIE se muestra más bien pesimista respecto a la oferta de los países no pertenecientes a la OPEP, que, según estimaciones, se mantendrá en el mismo nivel que en 2009. En este caso, la OPEP tendría que ser el proveedor del déficit proyectado de 5 mb/d.

Gráfico A Demanda de petróleo por regiones

(millones de barriles diarios)



Fuente: AIE.

Nota: La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2009.

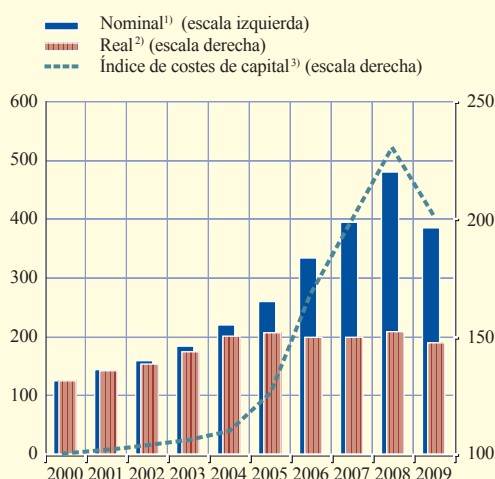
La capacidad de la oferta para hacer frente al crecimiento de la demanda depende del volumen de inversión que los productores puedan y quieran dedicar a ampliar la capacidad de producción. Desde el año 2000 hasta 2008, la inversión nominal en capacidad en el sector ascendente aumentó de forma significativa (véase gráfico B)<sup>1</sup>. Sin embargo, al mismo tiempo, los costes de inversión casi se duplicaron. Por consiguiente, la inversión real se ha mantenido, en general, estable desde 2004.

La recesión mundial ha tenido un impacto notable sobre la inversión en el sector ascendente de la industria petrolera (tanto en términos nominales como en términos reales). En primer lugar, las condiciones más restrictivas de concesión de

crédito en todo el mundo han mermado la capacidad de las empresas para financiar sus planes de inversión. En segundo lugar, la caída de la demanda de petróleo ha reducido la urgencia y el interés por aumentar la capacidad. La AIE estima que los proyectos de desarrollo de nuevos yacimientos que permitirían incrementar la capacidad de producción de petróleo en unos 5,8 mb/d se han cancelado o retrasado recientemente. Así pues, no es sorprendente que la caída del gasto en el sector ascendente se haya concentrado en las regiones en las que los costes de desarrollo son más elevados, especialmente en los países no pertenecientes a la OPEP.

En resumen, el hecho de que la contracción de la demanda haya sido más pronunciada que la de la oferta sólo justifica un cierto exceso transitorio de capacidad productiva no utilizada en los márgenes de oferta y demanda. Desde una perspectiva de medio plazo, la reducción de la inversión en el sector ascendente como consecuencia de la recesión económica probablemente ralentizará la expansión de la capacidad, lo que podría dar lugar a nuevos estrangulamientos de la oferta, a medida que la economía mundial se recupere en los próximos años, y generar presiones al alza sobre los precios del petróleo en el futuro.

**Gráfico B Inversión en capacidad e índice de costes de capital en el sector ascendente de la industria petrolera**



Fuentes: AIE, IHS/CERA y cálculos de los expertos del BCE.  
1) mm de dólares estadounidenses.  
2) mm de dólares estadounidenses; la inversión real se calcula deflactando la inversión nominal por el índice IHS/CERA de costes de capital en el sector ascendente, utilizando el año 2000 como año base. La cifra correspondiente a 2009 es una estimación de la AIE, basada en los planes de las empresas.  
3) Índice: 2000 = 100.

1 El sector ascendente de la industria petrolera incluye las actividades de prospección y exploración, así como el funcionamiento de los pozos de petróleo. Por el contrario, el embarque, el refinado y la distribución forman parte del sector descendente.

### 1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

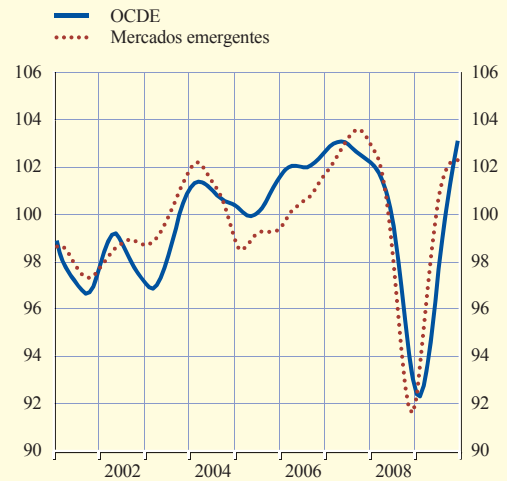
Varios indicadores apuntan a que la economía mundial proseguirá su expansión en el corto plazo. En diciembre de 2009, el indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a los países de la Organización aumentó en consonancia con la tendencia observada en meses anteriores, reforzando así la opinión de que la actividad económica parece encaminarse por una senda estable de recuperación en los países miembros de esta Organización (véase gráfico 5). El aumento sostenido de la confianza empresarial y de los consumidores en la mayoría de los países de la OCDE en los últimos meses hasta los niveles observados en el primer semestre de 2008 corrobora también estas perspectivas más favorables a corto plazo. Pese a haber registrado algunas pérdidas en la primera parte de este año, en un contexto de mayor volatilidad, las valoraciones de los mercados de renta variable se mantienen, en todo el mundo, en niveles notablemente más altos en relación con los mínimos observados a principios de 2009. Aparte del hecho de que los tipos de interés oficiales registran mínimos históricos en todo el mundo, el aumento del precio de las acciones también es consecuencia de la mejora de las perspectivas de crecimiento a nivel mundial. La recuperación de la economía mundial sugiere, además, mejores perspectivas para el comercio internacional y para la demanda exterior de la zona del euro. No obstante, a pesar de estas señales positivas, persiste la incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento mundial y en cuanto a la capacidad de la recuperación para autosostenerse una vez que los efectos de los factores tran-

sitorios que respaldan la actividad económica en el corto plazo —como el ciclo de existencias y las políticas de estímulo— comiencen a diluirse.

Si bien las perspectivas de la economía mundial continúan estando sujetas a incertidumbre, los riesgos para la actividad mundial siguen estando, en general, equilibrados. Por un lado, la confianza podría mejorar más de lo esperado y tanto la economía mundial como el comercio exterior podrían recuperarse de manera más vigorosa de lo proyectado. Además, podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. Por el lado negativo, sigue preocupando que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, que aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, que se intensifiquen las presiones proteccionistas y que la corrección de los desequilibrios mundiales se lleve a cabo de forma desordenada.

**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

Los datos monetarios recientes apuntan a la continuación del débil crecimiento de M3 y del crédito, respaldando la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo derivadas de la evolución monetaria son reducidas. El crecimiento de M3 sigue infravalorando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, debido al fuerte impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos. El descenso observado en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado continuó estando determinado, principalmente, por la contracción de los préstamos a las sociedades no financieras, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se mantuvo en niveles positivos y volvió a aumentar. En conjunto, el patrón de evolución de los préstamos por sectores sigue siendo acorde con regularidades históricas, dada la fase actual del ciclo económico. Por último, la evolución de los últimos meses confirma que las IFM de la zona del euro han seguido su proceso de desapalancamiento, aunque a un ritmo más lento, impulsado principalmente por la reducción de posiciones de las IFM frente a otras IFM.

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

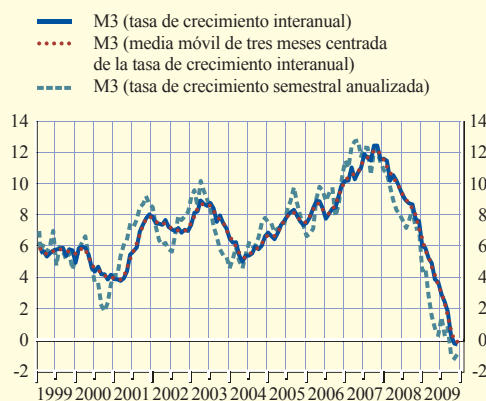
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 pasó a ser positiva en enero de 2010 y se situó en el 0,1% (frente al -0,3% de diciembre de 2009 y a la media del 0,2% del cuarto trimestre de 2009, véase gráfico 6). Sin embargo, esta evolución obedeció principalmente a efectos de base, ya que los flujos mensuales y las tasas de crecimiento trimestral y semestral anualizadas fueron negativos en enero.

La débil expansión monetaria continuó reflejando el fuerte impacto de la excepcionalmente acusada pendiente de la curva de rendimientos, que propició el desplazamiento de fondos desde M3 hacia activos menos líquidos y, posiblemente, de mayor riesgo. El efecto de la pronunciada pendiente de la curva significó que el crecimiento de M3 siguió infravalorando el ritmo de crecimiento monetario subyacente. Sin embargo, la configuración de los tipos de interés, que se caracterizó por los estrechos diferenciales entre los tipos de interés de los distintos depósitos a corto plazo, también continuó favoreciendo un proceso de sustitución en M3, con desplazamientos hacia los depósitos a la vista y, por tanto, hacia M1.

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, el principal componente del crédito bancario total, pasó a ser negativa en el cuarto trimestre de 2009 y se mantuvo en niveles negativos en enero de 2010. Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares aumentó tanto en el cuarto trimestre como en enero, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras volvió a disminuir, permaneciendo en cotas negativas. Por el momento, el patrón de la evolución de los préstamos por sectores es acorde con regularidades del ciclo económico, ya que los préstamos a las sociedades no financieras

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.



suelen permanecer en niveles moderados durante un tiempo, incluso después de que los préstamos a los hogares y la economía en su conjunto hayan alcanzado un punto de inflexión.

Los activos principales de las IFM volvieron a disminuir hacia finales del año pasado. Sin embargo, a diferencia del primer semestre de 2009, este proceso de desapalancamiento está siendo impulsado, principalmente, por la reducción de los préstamos otorgados por las IFM a otras IFM (excluido el Eurosistema).

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La reducida tasa de crecimiento interanual de M3 hacia finales del pasado año siguió ocultando una contribución muy negativa de los instrumentos negociables (esto es, M3-M2) y de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2-M1), por una parte, y una significativa aportación positiva de M1, por otra.

La tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a aumentar en el cuarto trimestre de 2009 y se situó en el 12,3%, frente al 12,2% del trimestre anterior, y posteriormente disminuyó hasta colocarse en el 11,5% en enero de 2010, debido, en parte, a un efecto de base (véase cuadro 1). La evolución de los flujos mensuales apunta a que el crecimiento interanual siguió siendo intenso.

Los fuertes incrementos observados en la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista en el tercer y cuarto trimestres y, aunque en una medida ligeramente inferior, en enero, están en consonancia con la actual configuración de los tipos de interés, ya que los descensos de los tipos de mercado a corto plazo han reducido a niveles especialmente bajos el coste de oportunidad de mantener este tipo de depósitos. Al mismo tiempo, con la progresiva recuperación de la tolerancia al riesgo, los depósitos a la vista pueden estar utilizándose para aparcar fondos temporalmente, con el objetivo de invertirlos posteriormente en el resto de plazos y con diferentes niveles de riesgo, en el caso de los hogares y de los intermediarios financieros no monetarios, o de usarlos para reforzar las reservas de liquidez, en el caso de las sociedades no financieras.

**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 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2009 Dic	2010 Ene
<b>M1</b>	<b>48,9</b>	<b>5,4</b>	<b>8,1</b>	<b>12,2</b>	<b>12,3</b>	<b>12,3</b>	<b>11,5</b>
Efectivo en circulación	8,2	13,6	13,2	12,8	7,5	6,1	6,2
Depósitos a la vista	40,7	3,8	7,1	12,1	13,3	13,6	12,7
<b>M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)</b>	<b>39,3</b>	<b>9,3</b>	<b>3,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>-7,7</b>	<b>-9,1</b>	<b>-8,0</b>
Depósitos a plazo hasta dos años	19,8	13,0	-0,7	-13,2	-22,1	-24,3	-22,6
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,5	4,5	8,6	12,9	15,7	15,1	13,7
<b>M2</b>	<b>88,2</b>	<b>7,3</b>	<b>5,6</b>	<b>4,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>
<b>M3 - M2 (= instrumentos negociables)</b>	<b>11,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-7,6</b>	<b>-11,4</b>	<b>-11,0</b>	<b>-10,8</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>6,1</b>	<b>4,4</b>	<b>2,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>6,5</b>	<b>4,8</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>1,6</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		5,7	8,4	11,5	13,6	11,2	9,1
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,3	1,5	2,7	3,2	3,5	3,2
Crédito al sector privado		6,7	4,0	2,1	0,9	0,7	0,1
Préstamos al sector privado		4,6	2,1	0,4	-0,6	-0,1	-0,6
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		6,0	3,5	1,5	0,3	0,2	-0,3
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,8</b>	<b>6,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,3</b>

Fuente: BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista volvió a disminuir y se situó en el  $-8\%$  en enero, frente al  $-7,7\%$  y el  $-3,1\%$  del cuarto y tercer trimestres, respectivamente. Esta evolución es reflejo del significativo descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo (es decir, los depósitos a plazo hasta dos años), mientras que los depósitos de ahorro a corto plazo (esto es, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) siguieron creciendo a un buen ritmo.

En general, la evolución observada para los distintos tipos de depósitos a corto plazo es acorde con sus tipos de interés respectivos. En este sentido, los persistentes flujos de entrada en los depósitos de ahorro a corto plazo pueden explicarse por el hecho de que han estado mejor remunerados que los depósitos a corto plazo desde principios de 2009.

Los instrumentos negociables incluidos en M3 siguieron disminuyendo de forma significativa en enero, y su tasa de crecimiento interanual se situó en el  $-10,8\%$  en dicho mes, frente a las medias del  $-11,4\%$  y el  $-7,6\%$  del cuarto y tercer trimestres, respectivamente. La evolución del cuarto trimestre refleja, en concreto, los nuevos y acusados descensos observados en las tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años y de las cesiones temporales, que pasaron a ser más negativas en ambos casos. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario, el subcomponente más importante de los instrumentos negociables, se redujo considerablemente en el cuarto trimestre y también cayó a niveles más negativos en enero. Los fondos siguieron desplazándose hacia activos financieros no incluidos en M3, que pasaron a ser más atractivos, dada la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos y la nueva recuperación observada en una amplia gama de mercados de activos durante la mayor parte del período analizado. (Para más detalles sobre la evolución de la inversión financiera del sector no financiero, véase la sección 2.2.)

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluye los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de información fiable por sectores, cayó hasta el  $1,8\%$  en el cuarto trimestre, desde el  $3,6\%$  del trimestre anterior, y volvió a disminuir hasta situarse en el  $1,2\%$  en enero. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares, que representan la mayor contribución a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos totales de M3, continuó descendiendo notablemente, hasta el  $1,6\%$  en enero, desde el  $2,9\%$  del cuarto trimestre (véase gráfico 8). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que obran en poder de las sociedades no financieras mantuvo la tendencia ascendente observada en los últimos meses y se colocó en el  $4,3\%$  en enero, frente al  $3,3\%$  y el  $1,1\%$  del cuarto y tercer trimestres, respectivamente.

Esta evolución de los depósitos por sectores está en consonancia con la fase actual del ciclo económico y con la configuración de los tipos de interés. De hecho, la desaceleración observada en la acumu-

Gráfico 7 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

lación de depósitos de los hogares puede explicarse tanto por el hecho de que la renta de este sector va con un desfase con respecto a la actividad económica, aunque se compensa, en parte, por los aumentos observados en la ratio de ahorro desde el tercer trimestre de 2008, como por consideraciones relacionadas con su remuneración, que hacen que los fondos se desplacen desde activos monetarios hacia activos a más largo plazo. El impacto de la configuración de los tipos de interés sobre las salidas de fondos desde activos monetarios incluidos en M3 hacia instrumentos de mayor rentabilidad es más patente en el caso de los intermediarios financieros no monetarios (principalmente OIF), cuyas tenencias se redujeron significativamente en el cuarto trimestre, en términos interanuales. Sin embargo, en enero, la tasa de crecimiento de estas tenencias pasó a ser menos negativa debido a un efecto de base (una fuerte salida en enero del pasado año). La evolución hacia finales del año también puede haberse visto afectada por consideraciones de índole contable. En el caso de las sociedades no financieras, los aumentos de las tenencias de activos monetarios pueden ser reflejo del hecho de que los flujos de caja tienden a mejorar en las fases iniciales de una recuperación y se utilizan después para reponer las reservas de liquidez. Sin embargo, dichos incrementos también podrían obedecer a una entrada de fondos como consecuencia de la mayor actividad de emisión de valores observada en los últimos trimestres.

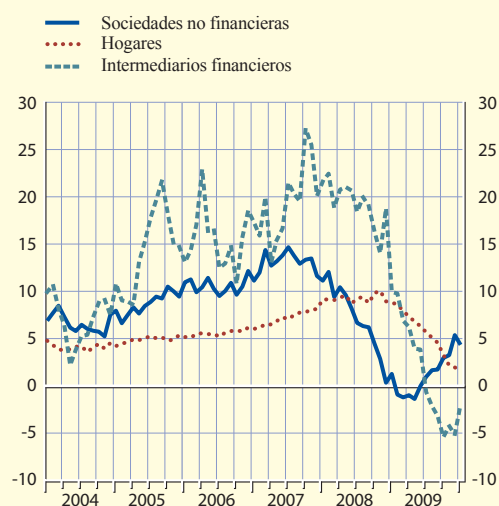
### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro volvió a descender en el cuarto trimestre de 2009 (hasta el 2,9%, desde el 3,6% del trimestre anterior), antes de disminuir nuevamente y situarse en el 1,6% en enero de 2010 (véase cuadro 1). Esta evolución obedeció a la continua caída de la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado, que fue compensada, en parte, por un significativo aumento de la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas (aunque dicha tasa se redujo en enero).

El fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas (que ascendió hasta el 13,6% en el cuarto trimestre, frente al 11,5% del tercer trimestre) reflejó, principalmente, las continuas entradas registradas en las tenencias de valores de deuda pública por parte del sector de las IFM. A pesar de alcanzar niveles sin precedentes, las considerables compras de valores de deuda pública observadas en los últimos meses se mantuvieron, en general, en consonancia con regularidades históricas relativas al ciclo de tipos de interés. Una pendiente pronunciada de la curva de rendimientos, cuando los costes de financiación implícitos en los tipos a corto plazo son reducidos en relación con el rendimiento que puede obtenerse de la deuda pública, permite a las IFM conseguir una rentabilidad estable, sin excesivo impacto en términos de requerimientos de capital o riesgo de crédito, en un entorno de elevada incertidumbre acerca de las perspectivas económicas futuras. Sin embargo, parece que este

**Gráfico 8 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales**

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



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

proceso se ha frenado en los últimos meses, en parte como consecuencia de la mejora de las oportunidades de inversión alternativas y de la inquietud relativa a la sostenibilidad de la deuda pública de algunos países. De hecho, desde noviembre, las IFM han estado vendiendo deuda pública y la tendencia al alza observada previamente en la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas se ha invertido en cierto modo.

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado continuó disminuyendo en el cuarto trimestre (situándose en el 0,9%, frente al 2,1% del trimestre anterior), antes de volver a reducirse, colocándose en el 0,1% en enero. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM descendió nuevamente, desde el 23,9% en el tercer trimestre, hasta el 15,7% en el cuarto trimestre y el 4,6% en enero. Esta caída puede explicarse, al menos en parte, por el debilitamiento de las operaciones de titulización retenidas, tras la intensa actividad observada en el primer semestre de 2009. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de acciones y otras participaciones por parte de las IFM ascendió hasta el -3,2% en el cuarto trimestre, desde el -7,8% del tercer trimestre, antes de volver a recuperarse y situarse en el 0,5% en enero.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (el principal componente del crédito otorgado a este sector) registró una nueva disminución, desde el 0,4% del tercer trimestre hasta el -0,6% del cuarto trimestre, y se mantuvo en este mismo nivel en enero (véase cuadro 1). Dado que las operaciones de titulización real (o fuera de balance) fueron más moderadas en los últimos meses, fue menor la distorsión a la baja de los citados préstamos causada por el impacto de aquéllos que fueron dados de baja del balance. De hecho, la distorsión total ascendió a sólo 0,3 puntos porcentuales en enero, en comparación con las medias de 0,7 y 1,2 puntos porcentuales del cuarto y tercer trimestres, respectivamente.

El nuevo debilitamiento observado en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado en el cuarto trimestre y en enero puede atribuirse, principalmente, al descenso de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras y, en menor medida, a las instituciones financieras no monetarias, mientras que la anterior caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se ha invertido.

El descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras (que se situó en el -2,7% en enero, frente al -1,4% y el 1,1% del cuarto y tercer trimestres, respectivamente) tiene su origen en las salidas mensuales registradas desde principios del año pasado, que se concentraron en los préstamos hasta cinco años, mientras que los flujos mensuales de préstamos a más de cinco años siguieron siendo positivos a lo largo de este período, salvo en enero de 2010. Estas diferencias entre los préstamos a más corto y a más largo plazo pueden reflejar, en parte, un cambio por parte de las empresas hacia fuentes de financiación a más largo plazo para beneficiarse del coste históricamente bajo de la financiación a largo plazo. Esta evolución también es coherente con el aumento observado en las emisiones de valores a largo plazo, lo cual podría indicar que las empresas (especialmente las más grandes) pueden haber sustituido los préstamos bancarios próximos a su vencimiento por la financiación en los mercados (para un análisis más detallado de la evolución de los préstamos y de la financiación por sectores, véanse las secciones 2.6 y 2.7).

En términos generales, el patrón de la evolución de los préstamos por sectores parece ser acorde con regularidades históricas y con las expectativas actuales en relación con la actividad económica real. El crecimiento de los préstamos reales a los hogares tiende a adelantarse al crecimiento del PIB real, mien-

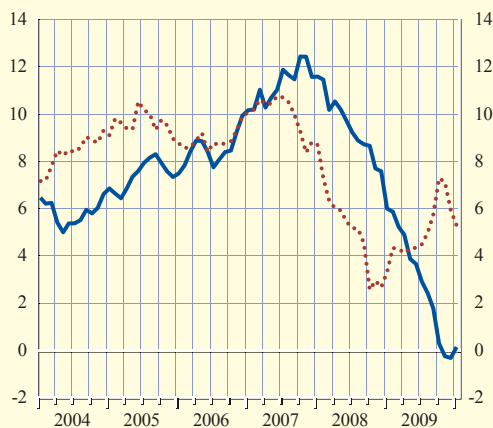
tras que el crecimiento de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras tiende a ir con un desfase de unos trimestres con respecto al mismo. Ello puede explicarse, en parte, por la tendencia de las empresas a financiar la inversión con beneficios no distribuidos en las fases iniciales de una recuperación económica. Por tanto, es probable que el endeudamiento de las empresas continúe siendo moderado durante algún tiempo, incluso después de que la actividad económica haya alcanzado un punto de inflexión, especialmente en un contexto que sigue estando caracterizado por un elevado nivel de incertidumbre en torno a las perspectivas económicas futuras. Además, en el ciclo económico actual, hay que tener en cuenta el impacto de los «bancos malos» sobre la evolución de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras (véase recuadro 2).

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se elevó hasta el 6,8% en el cuarto trimestre, desde el 4,8% del tercer trimestre, aunque en enero descendió hasta el 5,3% (véase gráfico 9). En particular, los depósitos a más largo plazo (es decir, los depósitos a más de dos años y los disponibles con preaviso superior a tres meses) se han beneficiado de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos, y han atraído parte de los fondos que han estado saliendo de los depósitos a corto plazo en los últimos trimestres. Las tasas de crecimiento interanual de estos depósitos a corto plazo se redujeron significativamente en enero, pero fundamentalmente como consecuencia de la acusada reducción de las tenencias por parte de OIF en el contexto de la disminución de las operaciones de titulización, y ocultaron que continuó la acumulación de depósitos a largo plazo de los hogares, gracias a que su remuneración era relativamente favorable.

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

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

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

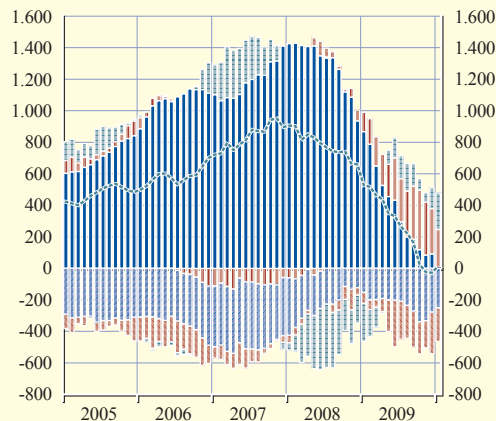


Fuente: BCE.

**Gráfico 10 Contrapartidas de M3**

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

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



Fuente: BCE.

Nota: M3 figura sólo 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.



Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años volvió a aumentar hasta el 3,8% en enero, frente al 3,1% del cuarto trimestre y el 0,4% del tercer trimestre. Estos resultados contrastan con la evolución de los valores distintos de acciones a corto plazo. Por último, las entradas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM disminuyeron hasta situarse en 105 mm de euros en el cuarto trimestre, frente a los 150 mm de euros del trimestre anterior. Gracias a las considerables entradas netas mensuales registradas en enero (derivadas de un descenso de los pasivos exteriores significativamente mayor que el observado en los activos exteriores), las entradas interanuales en esta posición aumentaron hasta 233 mm de euros en dicho mes (véase gráfico 10).

## Recuadro 2

### EL IMPACTO DE LOS «BANCOS MALOS» SOBRE LAS ESTADÍSTICAS DE BALANCES DE LAS IFM

La crisis financiera ha inducido a los Gobiernos europeos a aplicar una serie de medidas para asegurar que las instituciones financieras pueden desempeñar el papel fundamental de proporcionar financiación a la economía. En algunos países de la zona del euro, las medidas aplicadas para atenuar las tensiones en los balances de las entidades de crédito y reducir la incertidumbre en torno a los activos que mantienen han incluido la adopción de legislación que permite la creación de «bancos malos». En su sentido más amplio, los «bancos malos» son estructuras especializadas, creadas y respaldadas por los Gobiernos para facilitar la baja del balance de activos de entidades de crédito que entrañarían el riesgo de que su valor se deteriore considerablemente o que son difíciles de valorar. Estas entidades se crearon, por ejemplo, con el fin de prestar asistencia en la resolución de crisis financieras en Finlandia y Suecia a mediados de la década de los noventa. Existen muchos tipos diferentes de estructuras que pueden crearse para conseguir este objetivo, de forma que resulta difícil ofrecer una clasificación clara de los distintos tipos de «bancos malos». Este recuadro se basa en las estructuras que ya se han anunciado para Irlanda y Alemania<sup>1</sup>, y presenta una descripción esquemática de las implicaciones de estas estructuras para las estadísticas de balances de las IFM, distinguiendo entre la transferencia de carteras de préstamos y la transferencia de otros activos, especialmente valores.

#### Principales cuestiones estadísticas

La creación de estas estructuras de «bancos malos» plantea la cuestión de su clasificación estadística y el tratamiento de las transferencias de activos asociadas en las estadísticas de balances de las IFM sobre saldos y operaciones (es decir, flujos). El marco estadístico del Eurosistema permite realizar un seguimiento y una cuantificación detallados del impacto de estas operaciones sobre M3 y sobre sus contrapartidas<sup>2</sup>. Si se consideran los modelos de «banco malo» anunciados hasta ahora, parece que estas entidades no captarán depósitos y, por tanto, no formarán parte del sector creador de dinero (es decir, el sector de las IFM), sino que se clasificarán como pertenecientes al sector tenedor de dinero [es decir, se considerarán intermediarios financieros no monetarios dis-

1 Para información más detallada sobre el modelo de Irlanda, véase: [www.nama.ie](http://www.nama.ie). Para conocer detalles del modelo establecido en Alemania, véase el recuadro titulado «The German government's 'bad bank' model», en el Informe Mensual del Deutsche Bundesbank de mayo de 2009.

2 Esto se ha visto facilitado, en gran medida, por la entrada en vigor del Reglamento del BCE relativo al balance del sector de las instituciones financieras monetarias (versión refundida) (BCE/2008/32) y del nuevo Reglamento del BCE relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización (BCE/2008/30).

tintos de las empresas de seguro y los fondos de pensiones (OIF) o parte de las Administraciones Públicas]<sup>3</sup>.

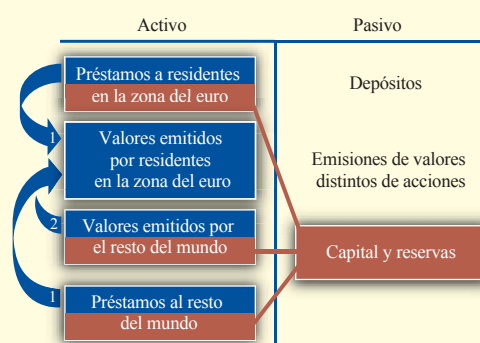
### Estructuras que implican la transferencia de carteras de préstamos

En principio, la transferencia de carteras de préstamos adoptará la forma de una venta por una entidad de crédito de parte de su cartera de préstamos a un fondo de titulización, similar a una operación de titulización fuera de balance o real. Esta operación se registrará en las estadísticas de balances de las IFM como una reducción del saldo vivo y como un flujo negativo de préstamos frente al correspondiente sector (véase gráfico A)<sup>4</sup>. En general, las carteras de préstamos se transferirán por un valor inferior al contabilizado en el balance de la entidad de crédito originadora de los préstamos, exigiendo con ello un saneamiento parcial en relación con la venta. Dado que los saneamientos parciales no se consideran operaciones financieras, esto provocará una disminución del saldo vivo de préstamos de las IFM que supera el flujo registrado. Del mismo modo, el impacto del saneamiento parcial generalmente quedará reflejado en una reducción del capital y las reservas, como se observa en las líneas rojas del gráfico A<sup>5</sup>. De este modo, la transferencia de activos cubrirá anticipadamente las pérdidas sufridas en esos activos y, con ello, aumentará la transparencia en lo que respecta a los niveles de capital de las entidades de crédito.

Es muy probable que la contraprestación recibida por la entidad de crédito a cambio de la cartera transferida esté integrada por valores distintos de acciones emitidos por el «banco malo» con una garantía pública, como muestra la flecha azul con el número «1» del gráfico A. En función del sector en el que se clasifique el «banco malo» y de las condiciones acordadas para transferir los activos, los valores obtenidos podrían incrementar las tenencias de las IFM de valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas o por el sector de OIF.

Aunque estas operaciones causan una reducción de las carteras de préstamos de las entidades de crédito, no modifican la financiación obtenida por el sector de instituciones financieras no monetarias. En consecuencia, a efectos analíticos puede ser necesario tratar el impacto de estas operaciones de la misma manera que las correcciones que se realizan en relación con la baja préstamos del balance (es decir, la eliminación de préstamos del balance de las IFM como resultado de su venta o titulización) que se publican regularmente como parte de las estadísticas monetarias del Eurosistema. La información dispo-

**Gráfico A Representación esquemática del balance de las IFM y de las posiciones afectadas por los «bancos malos»**



Fuente: BCE.

Notas: Las partes en azul de los cuadros ilustran la proporción de transferencias de activos que causan un impacto en la operación financiera registrada en las estadísticas de las IFM. Las partes en color rojo de los cuadros corresponden al saneamiento parcial que se produce en conexión con las transferencias de activos. La transferencia de valores emitidos por residentes en la zona del euro a «bancos malos» también implicaría un saneamiento parcial, lo que no se indica por motivos de presentación. El número «1» se refiere a posiciones en activos involucrados en la transferencia de préstamos. El número «2» se refiere a posiciones en activos que participan en la transferencia de otros activos.

3 Si estas entidades se clasificaran como pertenecientes a la Administración central, serían neutrales al dinero.

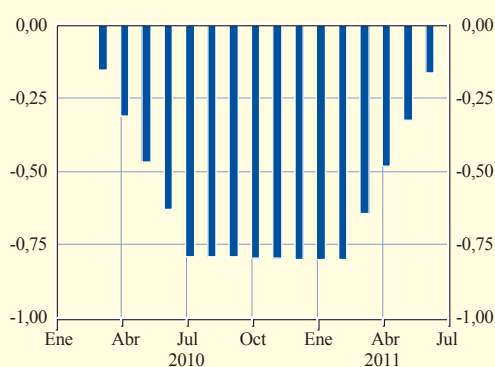
4 Véanse los recuadros titulados «El impacto de la titulización de préstamos otorgados por las IFM en el análisis monetario de la zona del euro», publicado en el Boletín Mensual de septiembre de 2005, y «La importancia de las normas contables para interpretar las estadísticas de préstamos de las IFM», publicado en el Boletín Mensual de marzo de 2008.

5 En su lugar, el impacto del saneamiento parcial puede registrarse en los otros pasivos, dependiendo de las normas contables del Estado miembro en cuestión.

nible actualmente sobre los modelos de «bancos malos» anunciados hasta ahora sugiere que los préstamos al sector empresas resultarán afectados. Se espera que, para mediados de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras de la zona del euro sea aproximadamente 0,75 puntos porcentuales inferior a la tasa que se habría registrado sin estas operaciones. En el gráfico B se presenta una ilustración del impacto mecánico que podría tener la transferencia de préstamos a los «bancos malos» sobre el patrón de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras de la zona del euro.

**Gráfico B Ilustración del impacto de las estructuras de «bancos malos» sobre la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras de la zona del euro**

(en puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

De cara al futuro, es importante tomar en consideración el impacto estadístico que tienen las operaciones con «bancos malos» sobre la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras de la zona del euro al valorar la evolución del crédito. Por ejemplo, este efecto podría posponer el punto de inflexión de la tasa de crecimiento de los préstamos otorgados al citado sector, lo que dificultaría la comparación de la evolución de los préstamos con regularidades históricas<sup>6</sup>. Al mismo tiempo, cabe esperar que, con la introducción de estructuras de «bancos malos», se produzca un efecto económico positivo en la tasa de crecimiento de los préstamos como resultado de la atenuación de las tensiones sobre el capital. No obstante, este impacto no puede cuantificarse.

### Estructuras que implican la transferencia de categorías más amplias de activos

Los activos distintos de préstamos que corren el riesgo de sufrir un fuerte deterioro de su valor (o que son imposibles de valorar con precisión como consecuencia de la crisis financiera) también podrían transferirse a «bancos malos»<sup>7</sup>. Los activos con mayor probabilidad de ser transferidos (es decir, los bonos de titulización de activos y las obligaciones garantizadas por deuda) se registrarían en el balance de las IFM como valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro o en el resto del mundo (lo que, en este último caso, afectaría a la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM). Al igual que en el caso de los préstamos, estas transferencias tenderían a reducir las tenencias de valores distintos de acciones correspondientes y los volúmenes de las operaciones (es decir, sus flujos). También en este caso, la contraprestación recibida por la entidad de crédito probablemente consistiría en valores distintos de acciones emitidos por el «banco malo» con una garantía pública, como se muestra en la flecha azul con el número «2» del gráfico A.

### Conclusiones

Se espera que la introducción de estructuras de «bancos malos» en determinados países de la zona del euro influya en las estadísticas de balances de las IFM y en algunas contrapartidas de M3 rela-

<sup>6</sup> Véase el recuadro titulado «Préstamos al sector privado no financiero durante el ciclo económico en la zona del euro», publicado en el Boletín Mensual de octubre de 2009.

<sup>7</sup> En algunos Estados miembros, las entidades de crédito pueden tener la opción de prescindir de áreas de negocio completas. Las implicaciones de una decisión de este tipo sobre el balance de las IFM deben valorarse caso por caso.

cionados con esta operativa. En función de los avances realizados en la aprobación y aplicación de las estructuras correspondientes, el efecto de estas medidas podría empezar a observarse en las estadísticas monetarias de la zona del euro de marzo de 2010, y su impacto aumentará durante el año. Estos efectos directos deben tenerse en cuenta al valorar los factores que influyen en la evolución del crédito, como el volumen de financiación proporcionado por las entidades de crédito a los diversos sectores. El marco estadístico vigente en el Eurosistema permitirá determinar el impacto de estas medidas y corregir los datos monetarios relevantes a efectos analíticos.

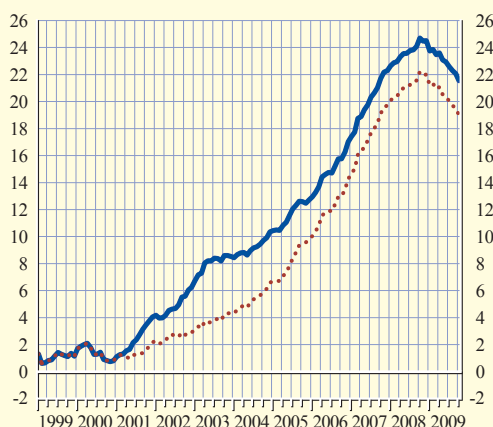
### VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

Las brechas monetarias nominal y real volvieron a reducirse en el cuarto trimestre de 2009 y en enero de 2010 (véanse gráficos 11 y 12). Estas medidas de la liquidez monetaria de la zona del euro deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una valoración de tenencias de dinero de equilibrio, que siempre es incierta y especialmente en estos momentos después de la crisis financiera. Ciertamente, las diferencias entre las distintas medidas de la brecha monetaria pueden tomarse como una indicación de la considerable incertidumbre existente en torno a la situación de liquidez en la zona del euro en la coyuntura actual. No obstante estas matizaciones, las medidas apuntan a una clara acumulación de liquidez monetaria en los últimos años, y es poco probable que el período de crecimiento moderado de M3 observado desde finales de 2008 haya revertido la liquidez acumulada anteriormente.

**Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria nominal<sup>1)</sup>**

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

- Brecha monetaria nominal basada en M3 oficial
- ..... Brecha monetaria nominal basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera<sup>2)</sup>



Fuente: BCE.

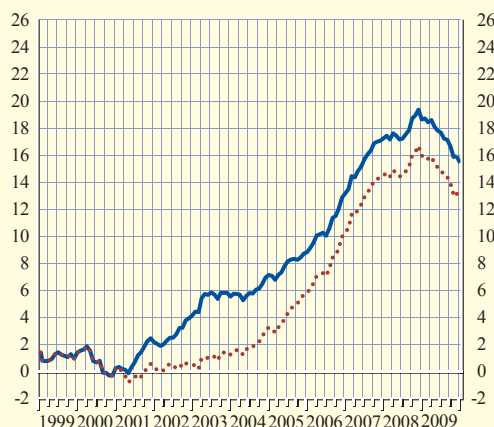
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

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

**Gráfico 12 Estimaciones de la brecha monetaria real<sup>1)</sup>**

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

- Brecha monetaria real basada en M3 oficial
- ..... Brecha monetaria real basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera<sup>2)</sup>



Fuente: BCE.

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

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

En resumen, la persistencia del débil crecimiento de M3 y del crédito observado a finales del pasado año respalda la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo derivadas de la evolución monetaria son reducidas. Al mismo tiempo, el crecimiento de M3 sigue infravalorando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, debido al acusado impacto a la baja de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos.

## 2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó en el tercer trimestre de 2009, principalmente debido al nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual de la inversión de las sociedades no financieras. Los flujos interanuales de entrada en participaciones en fondos de inversión volvieron a aumentar en el cuarto trimestre, en consonancia con la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones siguió ascendiendo en el tercer trimestre.

### SECTORES NO FINANCIEROS

En el tercer trimestre de 2009 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas de la zona del euro), la inversión financiera total de los sectores no financieros aumentó el 3,6% en términos interanuales, ligeramente inferior a la tasa del 3,8% registrada el trimestre anterior (véase cuadro 2). Esta evolución se debe, en particular, a la menor contribución de la inversión en efectivo y depósitos, en «otros» instrumentos financieros (que incluye instrumentos como los préstamos entre empresas relacionadas y el crédito comercial), en valores distintos de acciones, y en acciones y otras participaciones. La aportación de las participaciones en fondos de inversión fue menos negativa, mientras que la de la inversión en reservas técnicas de seguro fue ligeramente más positiva.

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

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual									
		2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III
<b>Inversión financiera</b>	<b>100</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>
Efectivo y depósitos	24	7,4	7,1	6,9	7,0	6,0	5,8	6,7	7,0	6,4	5,8
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	3,3	2,2	3,1	2,5	2,2	3,3	5,1	3,7	0,9	0,0
De los cuales: A corto plazo	0	16,0	24,5	28,3	25,1	5,3	-9,5	-2,8	-23,2	-25,6	-26,7
De los cuales: A largo plazo	5	2,1	0,0	0,7	0,0	1,8	5,0	6,1	7,3	3,9	3,0
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	29	2,7	3,1	3,7	3,6	3,3	3,1	3,8	4,4	4,7	4,7
De las cuales: Acciones cotizadas	6	2,1	2,3	3,6	3,8	4,5	4,7	3,9	5,2	5,5	6,8
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	23	2,9	3,4	3,7	3,5	2,9	2,5	3,7	4,1	4,5	4,0
Participaciones en fondos de inversión	5	0,8	-0,7	-2,9	-5,1	-6,2	-6,4	-7,1	-5,8	-4,9	-2,9
Reservas técnicas de seguro	15	6,5	6,0	5,6	5,1	4,6	4,4	3,6	3,4	3,5	3,7
Otros <sup>2)</sup>	20	9,2	9,7	9,0	7,5	6,4	5,0	4,7	1,8	2,8	2,3
M3 <sup>3)</sup>		11,0	11,5	11,6	10,2	9,7	8,7	7,6	5,2	3,7	1,8

Fuente: BCE.

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

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

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



Por lo que respecta al detalle por sectores, la desaceleración del crecimiento de la inversión financiera total fue consecuencia, principalmente, del continuo descenso de la aportación de las sociedades no financieras (véase gráfico 13). La contribución del sector de Administraciones Públicas se redujo ligeramente, tras registrar un máximo histórico el trimestre anterior. La aportación de los hogares fue la única que aumentó en el tercer trimestre, impulsada por una recuperación de la inversión en acciones y otras participaciones y un aumento de la inversión en reservas técnicas de seguro. (Para obtener información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera del sector privado no financiero, véanse también las secciones 2.6 y 2.7)<sup>1</sup>.

#### INVERSORES INSTITUCIONALES

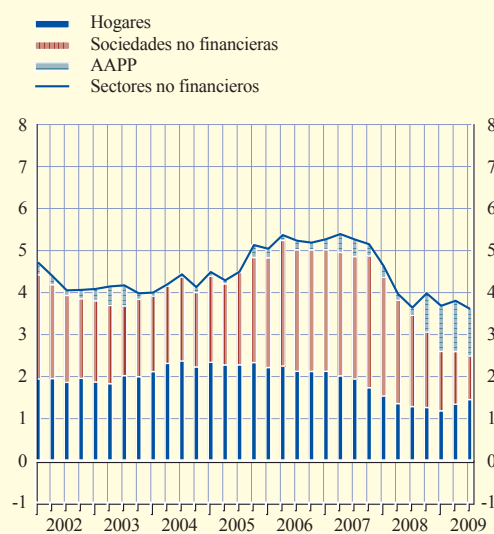
Las nuevas estadísticas armonizadas de la zona del euro sobre fondos de inversión indican que los flujos de entrada en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) ascendieron a un total de 369 mm de euros en 2009, lo que supone una tasa de crecimiento interanual del 8,5%. La tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos de inversión aumentó durante el año en un entorno de pronunciada pendiente de la curva de rendimientos y de mejora de la situación en los mercados financieros<sup>2</sup>. Este hecho propició un aumento de los desplazamientos desde activos monetarios más líquidos y seguros hacia activos a más largo plazo y, posiblemente, de mayor riesgo.

El desglose de estos fondos por política de inversión indica que la mayor parte del crecimiento correspondió a los fondos de renta variable y de renta fija, mientras que el crecimiento de los fondos mixtos fue más limitado. Los datos proporcionados por EFAMA<sup>3</sup> sobre ventas netas de diversos tipos de fondos de inversión en el cuarto trimestre de 2009 confirman la evolución positiva señalada por las estadísticas armonizadas de la zona del euro, en términos de flujos interanuales. Desde una perspectiva a más largo plazo, los datos muestran que, tras registrar entradas durante tres trimestres consecutivos, los flujos netos interanuales han pasado a niveles positivos para todos los tipos de fondos de inversión, excepto los del mercado monetario (véase gráfico 14). En cambio, las estadísticas del BCE indican que en consonancia con la forma de la curva de rendimientos, se registraron salidas en los fondos del mercado monetario cuya tasa de crecimiento interanual pasó a ser negativa, situándose en el -3,6% en el cuarto trimestre.

- 1 Para obtener una visión general de la evolución económica y financiera de los distintos sectores institucionales, véase el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del tercer trimestre de 2009», en el Boletín Mensual de febrero de 2010.
- 2 Estas entradas incluyen compras significativas de participaciones en fondos de inversión por parte de dos fondos de pensiones holandeses, por un importe total de 70 mm de euros, aproximadamente, en junio de 2009, y de más de 97 mm de euros en julio de 2009.
- 3 La Asociación Europea de Fondos y Gestión de Activos (EFAMA, en sus siglas en inglés) proporciona información sobre las ventas netas (o los flujos netos) de los fondos abiertos de renta variable y de renta fija en Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los flujos netos de entrada en fondos de renta variable y de renta fija de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio de 2004.

**Gráfico 13 Inversión financiera de los sectores no financieros**

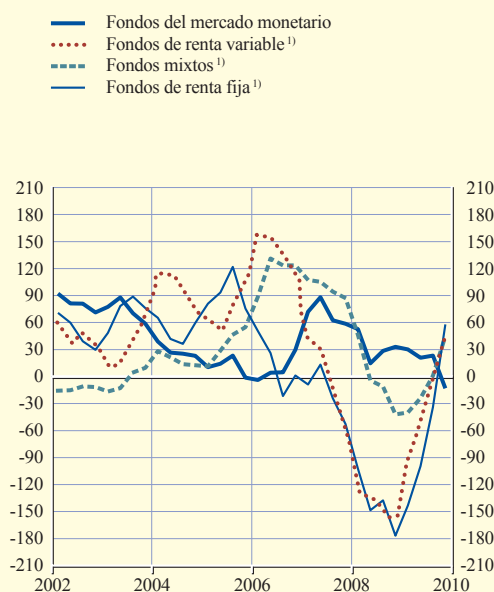
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

**Gráfico 14** Flujos netos anuales de entrada en los fondos de inversión (por categorías)

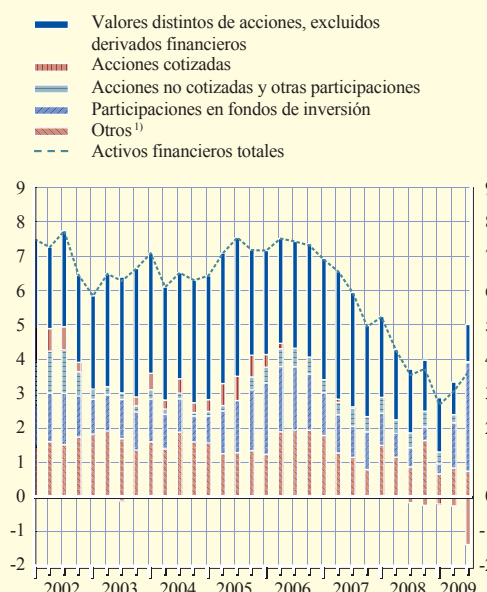
(mm de euros)



Fuentes: BCE y EFAMA.  
1) Cálculos del BCE basados en datos nacionales proporcionados por EFAMA.

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



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

En términos intertrimestrales, las entradas en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) ascendieron a un total de 112 mm de euros en el cuarto trimestre, aproximadamente la mitad de la variación de los saldos vivos correspondientes (según datos sin desestacionalizar). Ello apunta a significativos efectos de valoración positivos, que fueron especialmente marcados en el caso de los fondos de renta variable, aunque también fueron visibles en el caso de los fondos de renta fija y de los fondos mixtos.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones aumentó hasta el 3,6% en el tercer trimestre, desde el 3,1% del trimestre anterior (véase gráfico 15). Este incremento estuvo determinado por la mayor contribución de la inversión en participaciones en fondos de inversión y de la inversión en valores distintos de acciones, mientras que la aportación del resto de los instrumentos descendió con respecto al trimestre precedente. La contribución positiva de las participaciones en fondos de inversión y la aportación negativa de las acciones cotizadas respondieron al desplazamiento de fondos entre estos dos tipos de inversión, al convertirse las tenencias directas de acciones cotizadas en tenencias indirectas a través de fondos de inversión. El hecho de que el crecimiento de la inversión financiera total sea bastante modesto desde una perspectiva histórica (es decir, si se analiza el período desde 1999) refleja el descenso de la tasa de crecimiento de las reservas técnicas de seguro en el pasivo del balance. Sin embargo, a este respecto conviene señalar que las entradas interanuales en las reservas técnicas de seguro de los sectores tenedores de dinero ascendieron ligeramente en el tercer trimestre, tras la estabilización experimentada en los dos trimestres anteriores.

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías continuaron descendiendo a todos los plazos en los tres últimos meses. Como en los tres meses precedentes, el ritmo de caída fue muy moderado. Los diferenciales entre los tipos con garantías y sin garantías siguió disminuyendo en los tres últimos meses, pero permanecieron en cotas elevadas en comparación con los niveles observados antes del comienzo de las turbulencias de los mercados financieros en agosto de 2007.

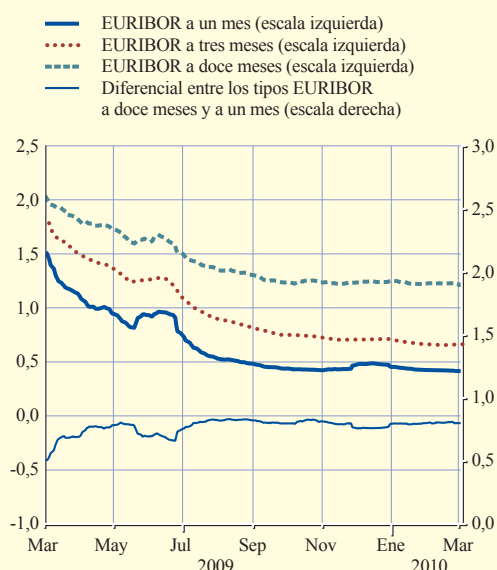
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías volvieron a descender a todos los plazos en los tres últimos meses, con un ritmo de caída similar, en general, al observado entre septiembre y noviembre de 2009. Esta evolución refleja la relajación adicional de las tensiones en los mercados monetarios en el contexto de las medidas de apoyo reforzado al crédito por parte del BCE. El 3 de marzo de 2010, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,41%, el 0,66%, el 0,96% y el 1,21%, respectivamente, es decir, 7, 6, 4 y 3 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 3 de diciembre de 2009. En conjunto, el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes —un indicador de la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario— aumentó 4 puntos básicos en dicho período, situándose en 80 puntos básicos el 3 de marzo (véase gráfico 16).

Los diferenciales entre los tipos EURIBOR sin garantías y los tipos con garantías (como los tipos EUREPO o los derivados del índice del EONIA *swap*) continuaron disminuyendo en dicho período, aunque a un ritmo más moderado que el registrado anteriormente. Por lo que respecta a los tipos a tres meses, el diferencial se situó en 29 puntos básicos el 3 de marzo, un descenso de 3 puntos básicos con respecto al nivel observado el 3 de diciembre. En general, a pesar de que estos diferenciales se han reducido de forma continua tras los máximos registrados en septiembre de 2008, siguen siendo relativamente amplios en comparación con los niveles alcanzados antes del comienzo de las turbulencias de los mercados financieros en agosto de 2007 (véase gráfico 17).

El 3 de marzo, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre de 2010 se situaron en el 0,78%, el 0,96% y el 1,16%, respectivamente, lo que representa disminuciones de aproximadamente 39, 54 y 63 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 3 de diciembre (véase gráfico 18). La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento constante a tres, seis, nueve y doce meses también disminuyó en los tres últimos meses (véase gráfico 19).

Gráfico 16 Tipos de interés del mercado monetario

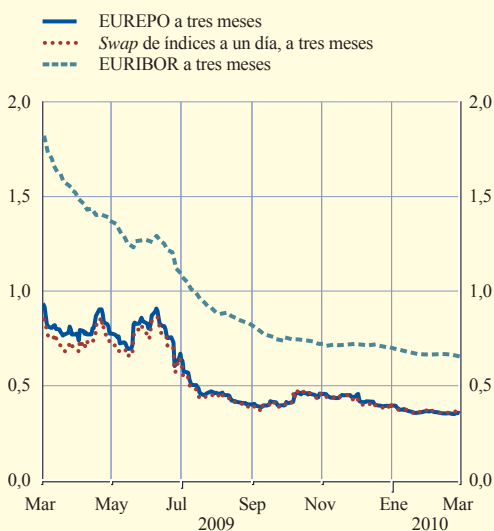
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

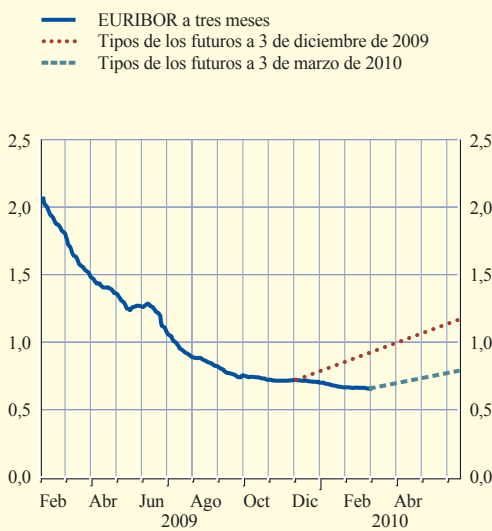
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



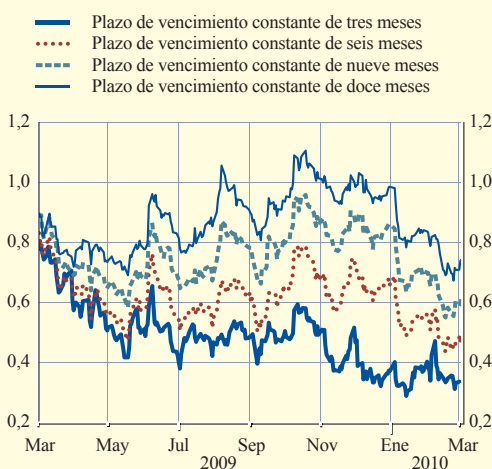
Fuente: Reuters.

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

En cuanto al vencimiento a un día, el EONIA ha permanecido relativamente estable en los tres últimos meses (de hecho, desde el 24 de junio de 2009), situándose menos de 10 puntos básicos por encima del tipo de la facilidad de depósito, con excepcionales repuntes relacionados con las operaciones de absorción de liquidez el último día del período de mantenimiento. El 3 de marzo, el EONIA se situó en el 0,319% (véase gráfico 20). Esta evolución es reflejo del gran exceso de liquidez en la zona del euro, especialmente tras las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a un año llevadas a cabo por el Eurosistema. La abundancia de liquidez de la zona del euro está siendo absorbida, en parte, por un recurso diario considerable a la facilidad de depósito.

El BCE ha seguido prestando un amplio respaldo a los mercados monetarios mediante algunas operaciones para inyectar liquidez a distintos plazos. Tras las operaciones a un año realizadas el 24 de junio y el 30 de septiembre de 2009, el Eurosistema realizó su última operación a un año el 16 de diciembre de 2009, en la cual se adjudicaron 96,9 mm de euros.

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



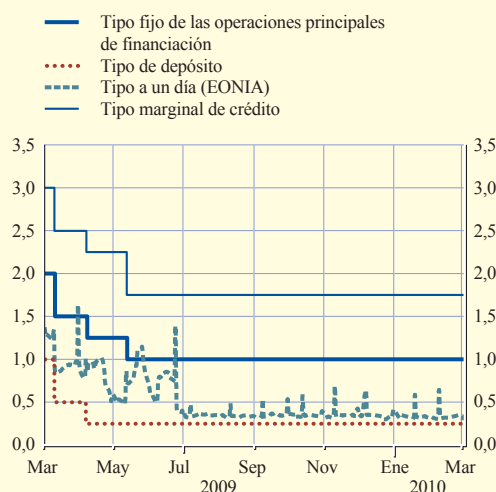
Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

Este importe fue superior a los 75,2 mm de euros adjudicados en la segunda OFPML a un año, que se llevó a cabo el 30 de septiembre, pero fue significativamente inferior a los 442,2 mm de euros adjudicados en la primera operación del 24 de junio. En el período analizado, el Eurosistema también siguió inyectando liquidez en operaciones con vencimiento a una semana, un período de mantenimiento, tres meses y seis meses. Las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema se realizaron aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, excepto la última operación a un año, que se llevó a cabo mediante un procedimiento de subasta con adjudicación plena y a un tipo de interés fijado en la media del tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación a lo largo del período de vigencia de esta operación. Además, el Eurosistema continuó con su programa de adquisiciones de bonos garantizados (*covered bonds*) y, el 3 de marzo, el valor total de las adquisiciones alcanzó la cifra de 38,7 mm de euros, estando prevista la compra de bonos por valor de 60 mm de euros antes de finales de junio de 2010.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

En diciembre, el Eurosistema anunció que las medidas no convencionales que ya no eran necesarias comenzarían a retirarse paulatinamente, dada la mejora observada en los mercados financieros, con el fin de evitar las distorsiones asociadas con el mantenimiento de dichas medidas durante demasiado tiempo. En este sentido, el Eurosistema decidió realizar una última OFPML a doce meses el 16 de diciembre de 2009. En lo que respecta al período comprendido entre el 1 de enero y el 13 de abril de 2010, el Eurosistema decidió suspender las OFPML complementarias a tres meses y llevar a cabo una última OFPML a seis meses el 31 de marzo de 2010. Además, el Eurosistema, de acuerdo con el Banco Nacional de Suiza, decidió no realizar ninguna operación *swap* de provisión de liquidez a una semana en francos suizos a partir del 31 de enero de 2010. Igualmente, en coordinación con otros bancos centrales, el BCE decidió suspender las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses el 31 de enero de 2010.

### Recuadro 3

#### SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 11 DE NOVIEMBRE DE 2009 Y EL 9 DE FEBRERO DE 2010

En este recuadro se describe la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 7 de diciembre de 2009, el 19 de enero de 2010 y el 9 de febrero de 2010.

En el período analizado, el BCE continuó aplicando algunas de las medidas no convencionales introducidas desde octubre de 2008 en respuesta a la intensificación de la crisis financiera, al mismo



tiempo que comenzó a retirar gradualmente las medidas que ya no eran necesarias, dadas las mejoras observadas en la situación de los mercados financieros.

Más concretamente, el 3 de diciembre de 2009, el Consejo de Gobierno del BCE anunció que:

- i) seguiría realizando sus operaciones principales de financiación (OPF) mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena mientras fuese necesario y al menos hasta que finalice el tercer período de mantenimiento de 2010 el 13 de abril;
- ii) las operaciones de financiación especiales (es decir, las operaciones con plazo de un período de mantenimiento) seguirían realizándose aplicando este procedimiento de subasta al menos durante los tres primeros períodos de mantenimiento de 2010;
- iii) las operaciones de financiación a tres meses regulares continuarían realizándose mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena al menos durante los tres primeros meses de 2010 (incluida la operación de financiación a tres meses con fecha de liquidación prevista para el 1 de abril de 2010);
- iv) el tipo de interés aplicable en la última operación de financiación a doce meses, con adjudicación prevista para el 16 de diciembre de 2009, quedaría fijado en el promedio de los tipos mínimos de puja de las OPF a lo largo del período de vigencia de esta operación.

Además, las operaciones de mercado abierto en francos suizos y en dólares estadounidenses realizadas por el Eurosistema se suspendieron al final de enero de 2010. El 18 de enero, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, de común acuerdo con el Banco Nacional de Suiza, que las operaciones *swap* de inyección de liquidez a una semana en francos suizos dejarían de realizarse el 31 de enero, debido al descenso de la demanda y a la mejora de las condiciones en los mercados de financiación. En consecuencia, la última operación *swap* de inyección de liquidez a una semana en francos suizos se adjudicó el 26 de enero. De igual modo, el 27 de enero, el BCE confirmó que las líneas *swap* temporales con la Reserva Federal finalizarían el 31 de enero, en vista de la mejora experimentada en el funcionamiento de los mercados financieros durante el pasado año. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, de común acuerdo con la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza, suspender las operaciones *swap* de inyección de liquidez en dólares estadounidenses a partir del 31 de enero. Por tanto, la última operación *swap* del Eurosistema en dólares estadounidenses se adjudicó el 25 de enero.

### Necesidades de liquidez del sistema bancario

En los tres períodos de mantenimiento de reservas considerados, las necesidades diarias de liquidez de las entidades de crédito —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas)— ascendieron, en promedio, a 585,5 mm de euros, lo que representa una disminución de 1,9 mm de euros con respecto a la media de los tres períodos de mantenimiento anteriores.

En promedio, los factores autónomos aumentaron ligeramente y se situaron en 374,4 mm de euros, un incremento de 1,9 mm de euros con respecto a la media de los tres períodos de mantenimiento anteriores (véase gráfico B).

En cambio, las exigencias medias de reservas se redujeron, en promedio, 3,8 mm de euros y se situaron en 210 mm de euros.

El exceso de reservas diario se situó, en promedio, en 1,28 mm de euros durante el período de referencia, en comparación con una media de 0,98 mm de euros durante los tres períodos de mantenimiento anteriores (véase gráfico A).

### Oferta de liquidez

El volumen de operaciones de financiación vivas ascendió, en promedio, a 686 mm de euros en los tres períodos de mantenimiento considerados, lo que supone un ligero aumento respecto a los 683 mm de euros registrados, en promedio, en los tres períodos de mantenimiento precedentes.

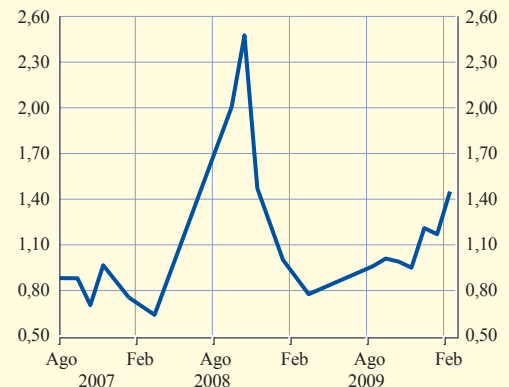
Al igual que en los tres períodos de mantenimiento anteriores, la operación principal de financiación a una semana solo representó un porcentaje limitado (entre el 8% y el 10%) de la financiación total viva. En los tres períodos de mantenimiento considerados, el saldo vivo de las operaciones principales de financiación semanales ascendió, en promedio, a 58,0 mm de euros.

El saldo vivo de las operaciones de financiación a plazos especiales se redujo notablemente, situándose en promedio en 3,3 mm de euros durante los tres períodos de mantenimiento considerados, lo que representa una caída respecto al promedio de 15,9 mm de euros registrado en los tres períodos de mantenimiento anteriores.

El saldo vivo de las OFPML a tres y seis meses se redujo aún más, situándose en 42,1 mm de euros el 9 de febrero de 2010, frente a los 97,6 mm de euros contabilizados el 11 de noviembre de 2009, ya que algunas de estas operaciones vencieron y no se sustituyeron, o bien se renovaron con un importe de adjudicación inferior al de la operación que vencía. El saldo vivo de las OFPML a tres y seis meses ascendió, en promedio, a 56,4 mm de euros durante el período considerado. No obstante, el descenso de este saldo

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

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

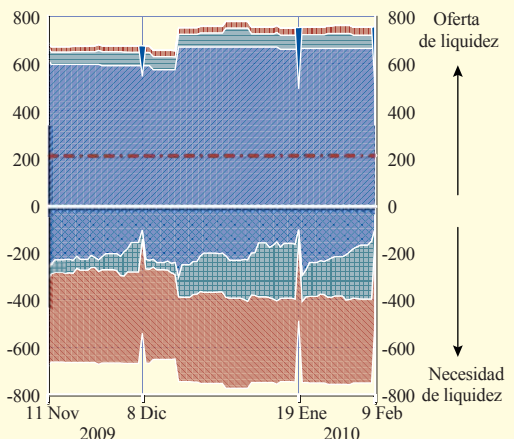


Fuente: BCE

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

(mm de euros)

- Operaciones de ajuste
- Adquisiciones de bonos garantizados: media diaria de 28,5 mm de euros
- Operaciones principales de financiación: media diaria de 58,0 mm de euros
- Operaciones de financiación a plazo más largo: media diaria de 686 mm de euros
- Factores autónomos: media diaria de 374,4 mm de euros
- Recurso neto a la facilidad de depósito: media diaria de 127,3 mm de euros
- Saldos en cuenta corriente: media diaria de 211,2 mm de euros
- Exigencia de reservas: media diaria de 210,0 mm de euros



Fuente: BCE.

vivo se compensó, en gran medida, con una adjudicación de 96,9 mm de euros en la tercera OFPML a doce meses el 16 de diciembre de 2009.

Durante el período considerado, los bancos centrales del Eurosistema siguieron realizando compras simples de bonos garantizados denominados en euros, como parte del programa de adquisiciones de este tipo de valores. Dicho programa, que se inició el 6 de julio de 2009, tiene por objeto comprar bonos garantizados por un importe que, a finales de junio de 2010, deberá haber alcanzado la cifra de 60 mm de euros. Durante el período de referencia, las compras de bonos ascendieron, en promedio, a 216 millones de euros por día hábil, mientras que, al 9 de febrero de 2010, el valor acumulado total se situaba en 35,4 mm de euros (frente a los 22,7 mm de euros contabilizados al 11 de noviembre de 2009).

Durante el período considerado, se absorbieron en promedio 219,4 mm de euros en las tres operaciones de ajuste realizadas el último día de cada período de mantenimiento (véase gráfico B). En comparación, la absorción de liquidez en los tres períodos de mantenimiento anteriores ascendió, en promedio, a 185 mm de euros. El recurso promedio a la facilidad marginal de crédito fue de 0,45 mm de euros en el período considerado (0,15 mm de euros más que en los tres períodos de mantenimiento precedentes).

### Uso de las facilidades permanentes

Como resultado del aumento de la oferta de liquidez, y dado que las necesidades de liquidez del sistema bancario no experimentaron, prácticamente, variación alguna, el recurso neto diario a la facilidad de depósito<sup>1</sup> aumentó, en promedio, de los 64 mm de euros<sup>2</sup> registrados en el período de mantenimiento de reservas que finalizó el 8 de diciembre de 2009 a los 168,1 mm de euros en el período de mantenimiento que concluyó el 9 de febrero de 2010.

### Tipos de interés

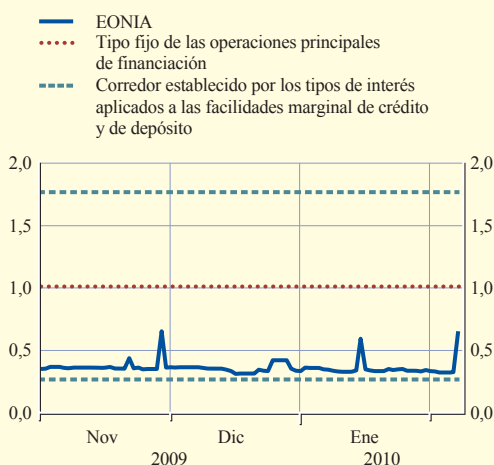
Los principales tipos de interés del BCE no han experimentado variaciones desde el 13 de mayo de 2009, situándose el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 1%, el de la facilidad marginal de crédito en el 1,75% y el de la facilidad de depósito en el 0,25%. Como resultado de la holgada situación de liquidez, el EONIA se mantuvo estable y en niveles cercanos al tipo de interés de la facilidad de depósito durante el período considerado, situándose en promedio en el 0,352% (véase gráfico C), prácticamente sin variación con respecto al 0,358% observado en los tres períodos de mantenimiento anteriores. En los tres días en los que se realizaron operaciones de ajuste de drenaje de liquidez (es decir, el último día de cada período de mantenimiento), el EONIA se situó, en promedio, en el 0,623%, es decir, 30 puntos básicos por encima del nivel observado el día anterior.

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

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

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE

Durante el período considerado, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el tipo *swap* a tres meses del EONIA —que indica el nivel de riesgo de crédito y de liquidez— se redujo hasta una media de 30 puntos básicos, frente a la media de 35 puntos básicos registrada en los tres períodos de mantenimiento anteriores. En comparación, este diferencial fue, en promedio, de 64 puntos básicos en el período de mantenimiento previo a la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008. El diferencial marcó un máximo de 186 puntos básicos el 12 de octubre de 2008, tras producirse dicha quiebra.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

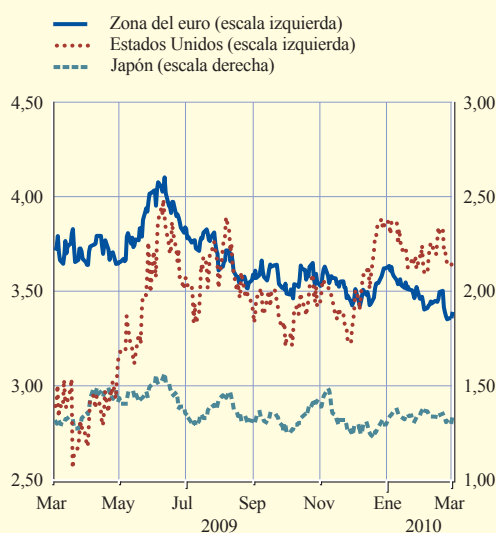
En los tres últimos meses, la evolución de la renta fija ha mostrado ciertas diferencias entre los principales mercados. En comparación con los niveles de finales de noviembre de 2009, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó ligeramente en la zona del euro, mientras que aumentó de forma significativa en Estados Unidos, donde la curva de rendimientos presentó una pendiente particularmente acusada. En general, las tasas de inflación implícitas forward a largo plazo de la zona del euro se mantuvieron prácticamente estables. Los diferenciales de riesgo de deuda soberana mostraron una elevada volatilidad y se ampliaron en algunos países de la zona del euro en el período considerado, como consecuencia de la preocupación del mercado respecto a la sostenibilidad fiscal de estos países. Al mismo tiempo, en general los diferenciales de renta fija privada volvieron a estrecharse ligeramente.

Entre finales de noviembre de 2009 y el 3 de marzo de 2010, en la zona del euro el rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó ligeramente, hasta situarse en torno al 3,4%, y solo registró fluctuaciones moderadas en este período (véase gráfico 21). Por el contrario, en Estados Unidos el rendimiento de los bonos a largo plazo aumentó de forma pronunciada en el período analizado, situándose en torno al 3,7% el 3 de marzo. 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 cambió de signo y se situó alrededor de 30 puntos básicos el 3 de marzo.

La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública a largo plazo en los principales mercados, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, ha experimentado escasos cambios desde finales de noviembre de 2009. Ello sugiere que, pese a que los comentaristas especializados van centrando cada vez más su atención en la sostenibilidad de las finanzas públicas de muchas economías desarrolladas y en los correspondientes riesgos al alza para

**Gráfico 21 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

el rendimiento de los bonos, los inversores no anticipan importantes fluctuaciones a corto plazo en los principales mercados de renta fija.

Al principio del período examinado, el rendimiento de los bonos a largo plazo aumentó de forma acusada en Estados Unidos, como resultado, principalmente, de la publicación de datos macroeconómicos positivos, que confirmaron, en general, que está en curso una recuperación gradual de la economía estadounidense. Además, el pronunciado incremento de la oferta neta de bonos del Tesoro de Estados Unidos, que habrán de ser absorbidos por los participantes privados en el mercado en 2010 (y en años sucesivos), parece haber ejercido elevadas presiones al alza sobre el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo en el período considerado. Estas presiones se observan también en los diferenciales a largo plazo entre los tipos *swap* y el rendimiento de los bonos, que fueron negativos y muy inferiores a los registrados antes de la crisis. Al mantenerse el rendimiento de los bonos a corto plazo en una senda moderada, señal de que los mercados esperaban que el tipo de interés de los fondos federales se mantuviera en niveles excepcionalmente bajos durante un largo período de tiempo, el aumento del rendimiento de los bonos a largo plazo observado en los últimos meses ha dado lugar a una curva de rendimientos con una pendiente inusualmente empinada en Estados Unidos. Sin embargo, en enero y febrero la publicación de datos macroeconómicos algo menos positivos y la menor tolerancia al riesgo de los inversores originaron un descenso del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo. La decisión de elevar la tasa de descuento desde el 0,50% al 0,75%, adoptada el 18 de febrero por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, solo tuvo un impacto moderado sobre la curva de rendimientos.

En comparación con las pronunciadas fluctuaciones del rendimiento de los bonos estadounidenses observadas recientemente, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro osciló dentro de un intervalo mucho más estrecho durante el período analizado. En línea con este rendimiento generalmente estable, los datos macroeconómicos publicados no mostraron una tendencia clara y la evidencia procedente de las encuestas sugirió que los participantes en el mercado no habían cambiado su valoración de las perspectivas económicas de la zona del euro de forma significativa. A finales de enero y principios de febrero, ante el recrudecimiento de los temores respecto a la sostenibilidad fiscal de algunos países de la zona del euro y ante las correspondientes presiones en los mercados, la tolerancia al riesgo disminuyó, ejerciendo presiones a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública de elevada calidad. La mayor demanda de activos seguros y más líquidos se reflejó también en el aumento temporal de la prima de liquidez de los bonos alemanes. Sin embargo, ello solo contribuyó ligeramente a la marcada ampliación de los diferenciales de deuda soberana frente a los bonos alemanes, observada en el mismo período en algunos países de la zona del euro.

El rendimiento de los bonos a cinco y diez años indiciados con la inflación de la zona del euro ha experimentado escasos cambios desde finales de noviembre de 2009 (véase gráfico 22). La evolución generalmente estable del rendimiento de los bonos a medio plazo indiciados con la inflación observada en el período considerado confirma la valoración de que las expectativas del mercado respecto al crecimiento económico a medio plazo de la zona del euro se mantuvieron bastante estables durante este período.

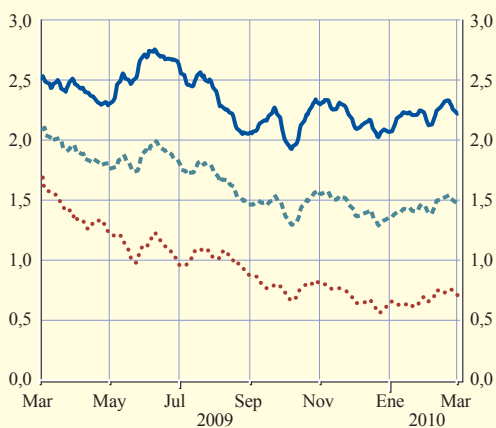
Las tasas de inflación implícitas a medio y largo plazo de la zona del euro han seguido mostrando cierta volatilidad en los tres últimos meses. La mayor parte de las fluctuaciones observadas pueden atribuirse a factores técnicos de carácter transitorio que influyeron en el mercado de bonos indiciados con la inflación, especialmente a finales de diciembre y comienzos de enero (véase gráfico 23). Al final del período considerado, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco años se situaron en torno al 1,6%,



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

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

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

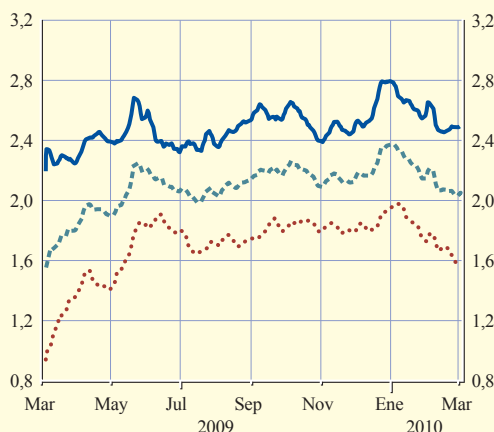
unos 20 puntos básicos por debajo de los niveles de finales de noviembre. Dado que la tasa de inflación implícita a diez años disminuyó algo menos, hasta el 2,2%, la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años (un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado y de las correspondientes primas de riesgo) no experimentó cambios significativos, manteniéndose en el 2,5% el 3 de marzo.

Entre finales de noviembre de 2009 y el 3 de marzo de 2010, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro experimentó un desplazamiento a la baja en los plazos cortos y medios (véase gráfico 24). Es probable que ello sea reflejo, principalmente, de una revisión a la baja de las expectativas de los inversores respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro, en un mercado que solo anticipaba un moderado repunte de la actividad económica y de las correspondientes presiones inflacionistas.

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

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

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

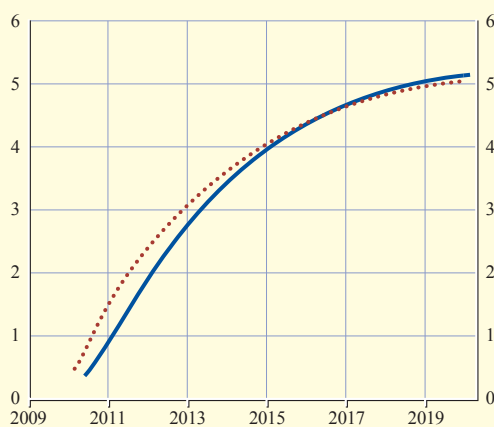


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

(en porcentaje; datos diarios)

- 3 de marzo de 2010
- ..... 30 de noviembre de 2009



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.

La tendencia hacia un estrechamiento progresivo de los diferenciales de renta fija privada observada en la zona del euro en los tres últimos trimestres parece haberse estabilizado. Entre finales de noviembre de 2009 y mediados de enero de 2010, los diferenciales de renta fija privada se estrecharon algo más en todas las calificaciones crediticias y en todos los sectores. Sin embargo, al tiempo que a partir de mediados de enero crecía la incertidumbre de los mercados, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta variable, se observó una moderada ampliación de los diferenciales de renta fija privada. Desde una perspectiva a más largo plazo, los diferenciales de renta fija privada de los emisores con calificación crediticia más alta se han estrechado hasta a volver a los niveles anteriores a la crisis, mientras que los de los emisores con calificaciones más bajas siguen siendo mucho más amplios.

## 2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

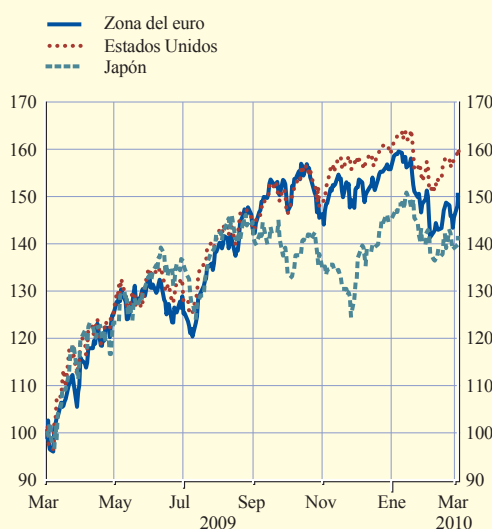
*Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, los precios de las acciones subieron de forma moderada, en comparación con los niveles de finales de noviembre de 2009. A partir de mediados de enero de 2010, la tolerancia al riesgo de los inversores se redujo, como consecuencia, principalmente, de los renovados temores del mercado respecto a las perspectivas de las finanzas públicas de varios países. En este contexto, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, se elevó notablemente en la segunda mitad del período analizado. Los beneficios por acción, efectivos y esperados, de las empresas mejoraron a ambos lados del Atlántico.*

La tendencia al alza de los precios de las acciones observada a escala mundial desde marzo de 2009 persistió hasta mediados de enero de 2010. Desde entonces, los mercados de renta variable han mostrado una mayor volatilidad y las anteriores ganancias se han reducido (véase gráfico 25). Entre finales de noviembre de 2009 y el 3 de marzo de 2010, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, subieron un 2,2%; las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, aumentaron un 2,1%; y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, registraron una mayor ganancia, un 9,7%, que solo compensó, sin embargo, el descenso observado en los meses precedentes.

Tras disminuir de forma constante en relación con los máximos alcanzados en la primavera de 2009, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, repuntó sensiblemente a mediados de enero de 2010, antes de volver a descender en el transcurso de febrero (véase gráfico 26). Es probable que la mayor incertidumbre observada a finales de enero y principios de febrero fuera reflejo, fundamentalmente, de la menor tolerancia al riesgo y del resultante aumento de la compensación exigida por el riesgo, en un contexto de volatilidad de los precios de

Gráfico 25 Índices bursátiles

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



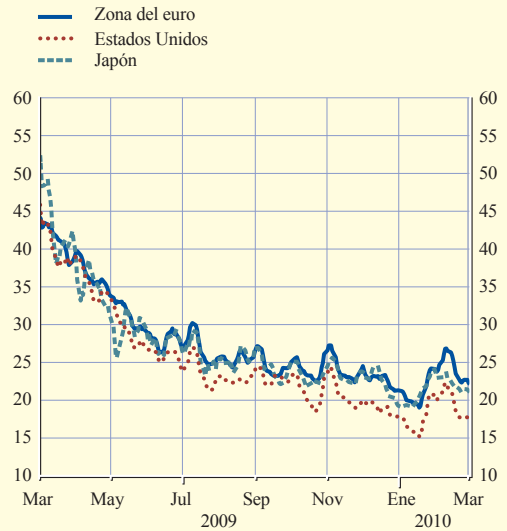
Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.  
Nota: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

la deuda soberana en algunos países de la zona del euro. En general, la volatilidad esperada a uno y dos años volvió a disminuir ligeramente.

Entre finales de noviembre de 2009 y mediados de enero de 2010, los precios de las acciones se recuperaron, ante la publicación de datos macroeconómicos positivos, que originaron un nuevo ajuste al alza de las expectativas de crecimiento económico mundial. En la segunda mitad del período examinado, en algunos países de la zona del euro el clima de los mercados de renta variable se vio afectado de forma creciente por la mayor inquietud respecto a las finanzas públicas. En la zona del euro, los precios de las acciones bajaron más en el sector financiero, mientras que registraron un comportamiento dispar y sin tendencia clara en otros sectores económicos (véase cuadro 3). Por ejemplo, en los sectores de sanidad y telecomunicaciones, los precios de las acciones se movieron en direcciones opuestas. En Estados Unidos, el sector financiero registró mejores resultados, tras el anuncio de sólidas ganancias en el sector bancario en el período considerado, pese a las nuevas medidas reguladoras contempladas por el Gobierno de Estados Unidos, que provocaron, inicialmente, un ligero descenso de los precios de las acciones de las entidades de crédito.

**Gráfico 26 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable**

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



Fuente: Bloomberg.

Notas: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un 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.

Pese a los recientes descensos de los precios de las acciones, la mejora gradual de las perspectivas macroeconómicas mundiales y el correspondiente ajuste al alza de las expectativas de beneficios parecen haber seguido sosteniendo los precios de las acciones, especialmente en la primera mitad del período

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

(porcentaje de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.
<b>Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)</b>	100,0	8,8	6,4	12,4	7,5	26,0	4,3	12,8	4,7	7,6	9,6
<b>Variación de los precios (datos a fin de período)</b>											
2008 IV	-21,2	-26,0	-7,7	-19,1	-17,8	-35,0	-9,2	-18,5	-22,8	-2,1	-13,5
2009 I	-14,0	-13,6	-8,3	-11,5	-5,9	-20,1	-7,4	-14,0	-9,5	-8,8	-21,0
2009 II	16,4	19,8	3,3	17,7	9,7	34,2	3,9	18,0	15,8	0,0	9,0
2009 III	20,7	21,8	14,9	15,8	7,3	32,4	14,2	26,4	13,6	14,7	14,9
2009 IV	2,1	15,3	3,3	9,0	6,8	-5,5	7,7	3,8	-3,9	2,0	0,3
Enero 2010	-4,7	-6,8	0,0	-1,8	-5,3	-7,7	-0,8	-2,9	4,3	-7,1	-6,3
Febrero 2010	-1,9	-0,1	-1,6	-1,9	-2,5	-3,4	0,7	-2,3	-1,2	-0,1	-1,9
30 nov 2009 - 3 mar 2010	2,2	6,9	7,9	7,8	2,4	-5,3	10,8	5,8	12,6	-3,5	1,1

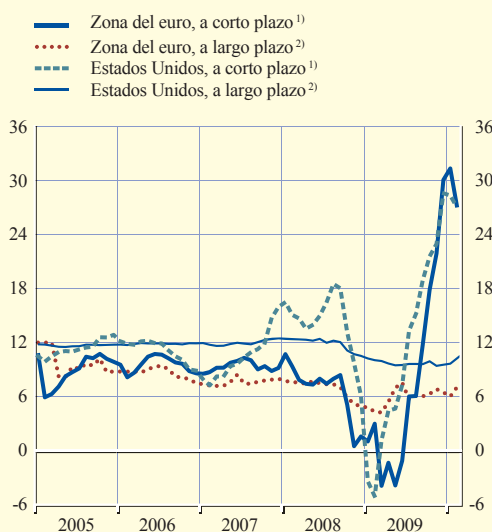
Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

analizado. Para las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, el ritmo de deterioro interanual de los beneficios efectivos ha disminuido marcadamente. El crecimiento de los beneficios efectivos por acción aumentó, desde el -40% registrado en noviembre de 2009 hasta el -22% observado en febrero de 2010. El crecimiento de los beneficios por acción esperados en los próximos doce meses se elevó también, situándose en el 27% en febrero, mientras que las expectativas de beneficios a más largo plazo solo mejoraron ligeramente (véase gráfico 27).

En Estados Unidos, se observaron mejoras similares en las perspectivas de beneficios empresariales, en términos de beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500. El crecimiento de los beneficios efectivos por acción aumentó, desde el -19% de noviembre de 2009 hasta el -8% de febrero de 2010, y el crecimiento de los beneficios por acción esperados en los próximos doce meses se elevó, desde el 23% hasta el 27%, durante el mismo período. Las expectativas de beneficios a más largo plazo de las empresas cotizadas estadounidenses mejoraron ligeramente.

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

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.  
Notas: Crecimiento esperado de los beneficios del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.  
1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos doce meses (tasas de crecimiento interanual).  
2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos tres a cinco años (tasas de crecimiento interanual).

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

*El coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo considerablemente entre septiembre de 2009 y enero de 2010, continuando la tendencia a la baja que comenzó en el cuarto trimestre de 2008. Esta nueva disminución de los costes de financiación se debió, en particular, a los acusados descensos del coste de la financiación en los mercados y en menor medida, a la reducción de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y al menor coste de las acciones cotizadas. En este contexto, la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras continuó siendo intensa, mientras que la financiación bancaria siguió disminuyendo.*

### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de las distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración— cayó hasta situarse en el 3,1% en diciembre de 2009 y enero de 2010, lo que representa una reducción de 33 puntos básicos en comparación con el tercer trimestre de 2009 (véase gráfico 28)<sup>4</sup>.

4 Utilizando ponderaciones actualizadas para calcular el coste real de la financiación externa, dicho coste se situó en el 3,4% en septiembre de 2009, en lugar del 3,1%, como se publicó en el Boletín Mensual de diciembre de 2009.

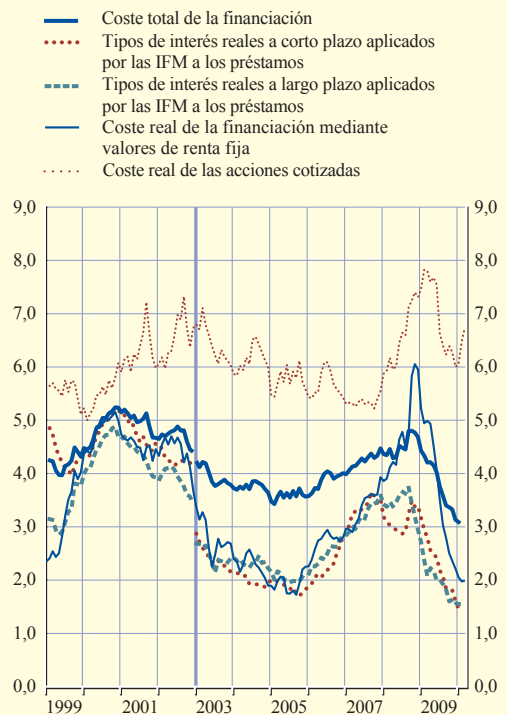
Tanto los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos como los costes de financiación mediante valores de renta fija disminuyeron en términos reales en el período analizado. La reducción de los tipos de interés bancarios fue reflejo, principalmente, de la continuación de la transmisión gradual de las modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE a los clientes bancarios de la zona del euro. Los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM se redujeron 41 puntos básicos entre septiembre de 2009 y enero de 2010, mientras que los tipos de interés reales a largo plazo aplicados por el citado sector disminuyeron 27 puntos básicos. En cambio, el coste real de la financiación mediante valores de renta fija descendió alrededor de 74 puntos básicos en ese mismo período, como consecuencia de nuevos descensos de los diferenciales de los valores de renta fija privada y del retorno de la inclinación por el riesgo observado durante la mayor parte de este período. Desde una perspectiva a más largo plazo, el coste real total de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se situó en el nivel más bajo registrado desde 1999, excepto el coste real de las acciones.

Entre septiembre de 2009 y enero de 2010, la mayor parte de los tipos de interés nominales aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a las sociedades no financieras volvió a descender ligeramente (véase cuadro 4). La tendencia a la baja observada en los tipos aplicados por el citado sector desde noviembre de 2008 sigue siendo acorde con el descenso de los tipos de interés del mercado monetario y de los rendimientos de los bonos durante este período, ya que, en épocas normales, la evolución de los costes de financiación a corto plazo de las entidades de crédito resulta afectada, fundamentalmente, por las variaciones de los tipos a corto plazo del mercado monetario (EURIBOR), mientras que los tipos a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a los préstamos suelen reflejar las variaciones de los rendimientos de la deuda pública. En general, es probable que la transmisión de las reducciones anteriores de los tipos de interés del BCE a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos esté próxima a completarse. La última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro confirmó que el acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados y su situación de liquidez habían mejorado en cierta medida, lo que había contribuido a la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y podría haber conllevado una reducción de los tipos de interés aplicados a los préstamos.

El pronunciado descenso del coste real de la financiación mediante valores de renta fija refleja también el estrechamiento de los diferenciales de los valores de renta fija privada, que miden la diferencia entre

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

(en porcentaje; datos mensuales)



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

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

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

(en porcentaje; en puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta enero 2010 <sup>1)</sup>		
	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 Dic	2010 Ene	2008 Oct	2009 Oct	2009 Dic
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM</b>									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	6,24	5,08	4,55	4,25	4,05	4,05	-284	-13	0
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	5,38	4,03	3,64	3,36	3,28	3,23	-329	-10	-5
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,32	4,74	4,49	4,16	3,96	3,99	-158	-19	3
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	4,28	2,85	2,57	2,06	2,19	2,03	-356	-11	-16
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,76	3,87	3,71	3,64	3,58	3,65	-143	1	7
<b>Pro memoria</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	3,26	1,63	1,22	0,77	0,71	0,68	-444	-6	-3
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,62	1,74	1,68	1,28	1,39	1,51	-176	12	12
Rendimiento de la deuda pública a siete años	3,28	3,38	3,53	3,10	3,10	3,23	-63	17	13

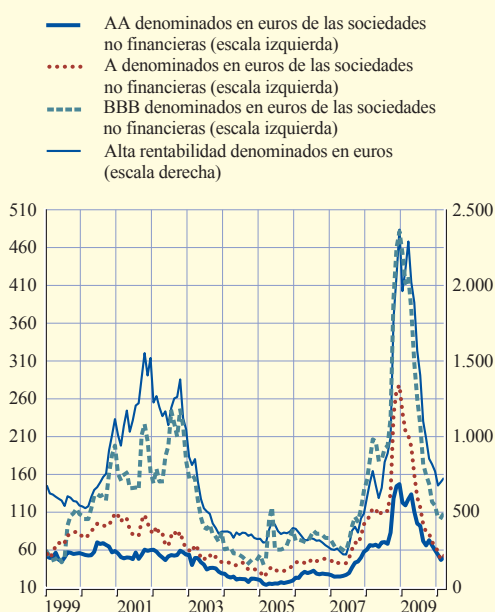
Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

los rendimientos de estos valores y los de la deuda pública. Estos diferenciales comenzaron a reducirse a principios de 2009, y en el cuarto trimestre de ese año y en enero y febrero de 2010 disminuyeron en todas las categorías de calificación crediticia, retrocediendo hasta situarse en los niveles registrados en agosto de 2008 (es decir, poco antes del aumento generalizado de los diferenciales cuando se intensificó la crisis) o por debajo de estos niveles. El descenso fue más pronunciado para los bonos con calificación crediticia baja y, en particular, para los bonos de grado especulativo. Por ejemplo, los diferenciales de los bonos de alta rentabilidad y los bonos con calificación BBB de la zona del euro disminuyeron alrededor de 201 y 49 puntos básicos, respectivamente, entre septiembre de 2009 y febrero de 2010, permaneciendo ligeramente por encima de los niveles anteriores a la crisis, mientras que los diferenciales de los bonos con calificación AA retrocedieron hasta situarse en los mismos niveles que antes de la crisis (véase gráfico 29). Factores como la menor percepción del riesgo y la disminución de la aversión al riesgo en los mercados podrían haber influido en el descenso observado. En el recuadro 4 se proporciona información sobre la situación financiera y las necesidades de financiación de las pequeñas y medianas empresas y las grandes empresas de la zona del euro en el segundo semestre de 2009.

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

(en puntos básicos; medias mensuales)



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



Recuadro 4

**RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO: SEGUNDO SEMESTRE DE 2009**

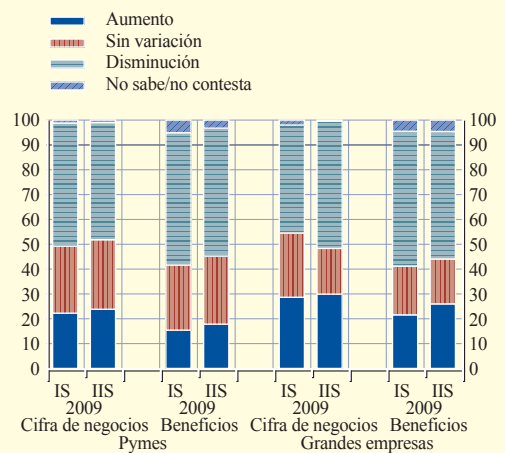
En este recuadro se presentan los resultados de la segunda ronda de la «Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro»<sup>1</sup>. En la encuesta, realizada por encargo del BCE entre el 19 de noviembre y el 18 de diciembre de 2009, participaron 5.320 empresas de la zona del euro<sup>2</sup>. La encuesta proporciona evidencia sobre la situación financiera, las necesidades de financiación y el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) y, con fines de comparación, de las grandes empresas de la zona del euro, en el segundo semestre de 2009. Dado que la encuesta comenzó a realizarse recientemente, se recomienda cautela al extraer conclusiones firmes sobre las variaciones en las respuestas en el tiempo.

**Situación financiera de las pymes de la zona del euro**

En el segundo semestre de 2009, la situación de las pymes en cuanto a ingresos y endeudamiento apenas se modificó. El porcentaje de pymes que señaló una disminución de los beneficios se redujo hasta el 51%, frente al 53% del primer semestre de 2009, mientras que el porcentaje que indicó que los beneficios habían aumentado se incrementó hasta el 18%, desde el 15% (véase gráfico A). En términos netos, el 34% de las pymes (frente al 38% en el primer semestre de 2009), señaló que los beneficios habían disminuido<sup>3</sup>. La evolución de los beneficios fue algo menos negativa para las grandes empresas, ya que, en términos netos, el 25% (frente al 33% en el primer semestre de 2009) indicó que sus beneficios se habían reducido. Además, el porcentaje de pymes que señaló que la cifra de negocios había disminuido también descendió ligeramente (desde el 50% hasta el 47%), mientras que el porcentaje que indicó que la cifra de negocios había aumentado experimentó un leve incremento (desde el 22% hasta el 24%), en consonancia con la moderada mejora de la actividad económica observada en el segundo semestre de 2009. El problema más acuciante que se les planteó a las pymes de la zona del euro en el segundo semestre de 2009 continuó siendo encontrar clientes (un 28% señaló esta respuesta, frente al 27% del

**Gráfico A Indicadores de la situación financiera de las empresas de la zona del euro**

(variación en los seis meses previos; porcentaje de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

1 Para más detalles, véase la encuesta «Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area: second half of 2009», del BCE, 16 de febrero de 2010, disponible en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>). Esta encuesta se lleva a cabo de forma conjunta por el BCE y la Comisión Europea cada dos años y, en un formato más reducido, por el BCE cada seis meses. Las preguntas de la encuesta se refieren principalmente a la evolución durante los seis meses previos, que en esta ocasión corresponden al segundo semestre de 2009.

2 Las pymes incluyen las empresas muy pequeñas (entre 1 y 9 empleados), las pequeñas empresas (entre 10 y 49 empleados) y las medianas empresas (entre 50 y 249 empleados). Las grandes empresas son aquellas con 250 o más empleados.

3 El porcentaje neto de empresas que señalaron un aumento (disminución) se calcula como la diferencia entre las empresas que indicaron «aumentos» («disminuciones») y aquellas que señalaron «disminuciones» («aumentos»).

primer semestre de 2009), seguido por el acceso a la financiación (un 19%, frente al 17%). En cambio, entre las grandes empresas, encontrar clientes (un 24%) y la competencia (un 23%) fueron los problemas más mencionados, mientras que el acceso a la financiación (un 12%) se mencionó con menos frecuencia como el problema más apremiante.

### Necesidades de financiación externa de las pymes de la zona del euro

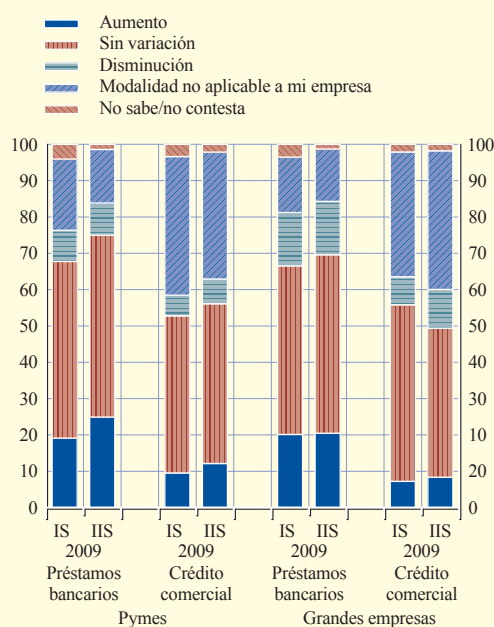
Aunque la mitad de las pymes que participaron en la encuesta señaló que sus necesidades de préstamos bancarios no se habían modificado en el segundo semestre de 2009, una cuarta parte indicó que sus necesidades de financiación bancaria habían aumentado, y algo menos del 10% señaló que estas necesidades habían disminuido (véase gráfico B). En términos netos, un 16% de las pymes (frente al 11% del primer semestre de 2009), especialmente las empresas pequeñas y muy pequeñas, señaló que sus necesidades de préstamos bancarios habían aumentado. En cambio, el porcentaje neto de grandes empresas que indicó un aumento de su necesidad de préstamos bancarios continuó siendo inferior y prácticamente no se modificó (un 6%, frente al 5% del primer semestre de 2009). Esta diferencia en función del tamaño de la empresa refleja un mayor recurso, por parte de las grandes empresas, a la financiación en los mercados, en los que las condiciones de financiación pasaron a ser bastante más favorables en el segundo semestre de 2009. Además, la necesidad de crédito comercial<sup>4</sup> señalada por las pymes se mantuvo prácticamente invariable (en términos netos, un 5% de las pymes indicó un aumento de la necesidad de crédito comercial, frente al 4% del primer semestre de 2009), mientras que, en el caso de las grandes empresas, este porcentaje se redujo ligeramente (un -2%, frente a un 0%). En cuanto a los factores que han influido en el aumento neto de las necesidades de financiación externa de las pymes, se observaron algunas diferencias reseñables entre los distintos tamaños de empresa. La inversión en capital fijo fue más importante para las grandes y las medianas empresas, mientras que la mayor necesidad de financiación externa de las empresas pequeñas y muy pequeñas tuvo su origen, principalmente, en las existencias y en el capital circulante.

### Solicitudes de financiación externa

En el segundo semestre de 2009, un 29% de las pymes participantes en la encuesta solicitó préstamos bancarios (nuevos préstamos o la renovación de un préstamo existente), un porcentaje prácticamente

**Gráfico B Necesidades de financiación externa de las empresas de la zona del euro**

(variación en los seis meses previos; porcentaje de encuestados)



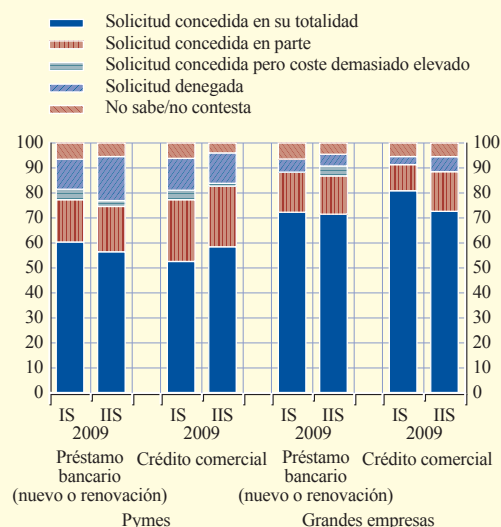
Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

4 En la encuesta, el crédito comercial se define como la adquisición de bienes o servicios de una empresa por otra sin pago en efectivo inmediato.

invariable con respecto al primer semestre del año. En general, el porcentaje de empresas que solicitó préstamos aumenta con el tamaño de la empresa. De igual modo, el porcentaje que no solicitó préstamos por temor a que su solicitud fuera denegada disminuye con el tamaño de la empresa. Tan solo un 7% de las pymes no solicitó un préstamo bancario por temor a que fuera denegado, frente al 5% del primer semestre de 2009. En cuanto al resultado de las solicitudes de financiación externa, una amplia mayoría (el 75%)<sup>5</sup> de las pymes señaló que se le había concedido la totalidad o parte de los préstamos bancarios solicitados, en comparación con el 77% del primer semestre de 2009 (véase gráfico C). Mientras, la tasa de denegación de préstamos aumentó: el porcentaje de pymes que señaló que sus solicitudes de préstamos bancarios habían sido denegadas se incrementó hasta el 18%, desde el 12% del primer semestre de 2009. Al igual que en el primer semestre del año, la tasa de éxito en las solicitudes de préstamos fue más elevada y la tasa de denegación más baja a mayor tamaño y antigüedad (desde dos años a más de diez años de antigüedad) de la empresa. Tanto la tasa de éxito total o parcial (un 87%) como la tasa de denegación (un 5%) se mantuvieron estables en el caso de las grandes empresas. A diferencia de lo observado en los préstamos bancarios, en el crédito comercial la tasa de éxito de las solicitudes de las pymes aumentó, pero también en esta modalidad de crédito, la tasa crece con el tamaño de la empresa.

### Gráfico C Resultados de las solicitudes de financiación externa de las empresas de la zona del euro

(en los seis meses previos; porcentaje de empresas que han solicitado préstamos bancarios o crédito comercial)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

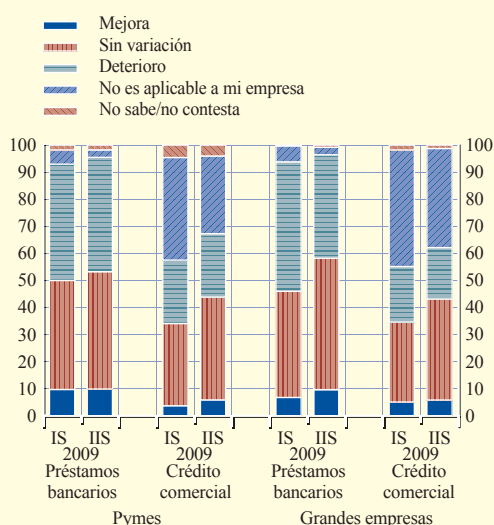
### Disponibilidad de financiación externa para las pymes de la zona del euro

La valoración de las grandes empresas sobre la disponibilidad de préstamos bancarios en el segundo semestre de 2009 fue menos negativa (un -29%, en términos netos, frente al -41% del primer semestre), debido, principalmente, a la disminución en el porcentaje de grandes empresas que señaló un deterioro de la disponibilidad. Al mismo tiempo, el porcentaje neto de pymes que indicó que se había producido un deterioro en la disponibilidad de préstamos bancarios (nuevos o renovación de un préstamo existente) apenas se modificó con respecto al primer semestre de 2009 (un -32%, frente al -33% en el primer semestre). Un 42% de las pymes que participaron en la encuesta indicó que se había producido un deterioro y un 10% una mejora (véase gráfico D). En consonancia con las diferencias en la variación de las necesidades de financiación externa en función del tamaño de la empresa, es posible que las grandes empresas hayan sido menos negativas en su valoración de la disponibilidad de financiación bancaria, al haber sustituido parcialmente esta modalidad de financiación por la financiación en los mercados. Por lo que respecta al crédito comercial, tanto las pymes como las grandes empresas señalaron, en conjunto, que su disponibilidad se había deteriorado algo menos en el segundo semestre de 2009. Al igual que en el primer semestre de 2009, los principales factores determinantes del deterioro de la disponibilidad de financiación externa para las pymes fueron las

5 Debido al redondeo, la suma del porcentaje de solicitudes de préstamo concedidas en su totalidad (el 56%) y del porcentaje de solicitudes de préstamo concedidas en parte (el 18%) es 75%.

**Gráfico D Disponibilidad de financiación externa para las empresas de la zona del euro**

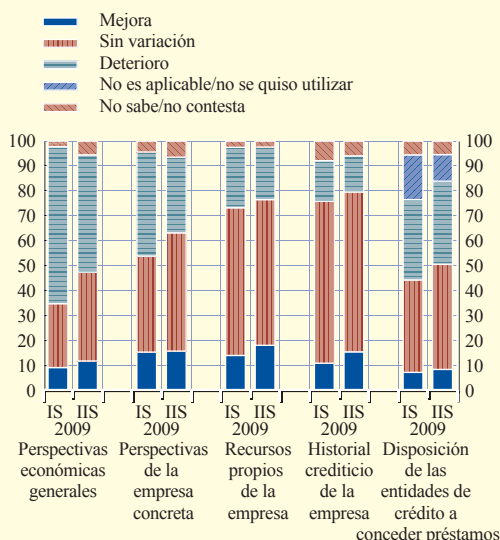
(variación en los seis meses previos; porcentaje de empresas que han solicitado financiación externa)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

**Gráfico E Factores que influyen en la disponibilidad de financiación de las pymes de la zona del euro**

(variación en los seis meses previos; porcentaje de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

perspectivas económicas generales y las perspectivas de la empresa concreta, así como la disposición de las entidades a conceder préstamos (véase gráfico E). Del lado positivo, el porcentaje neto de pymes que señaló que las perspectivas económicas generales y las perspectivas de la empresa concreta se habían deteriorado se redujo considerablemente en el segundo semestre de 2009. En términos netos, todas las clases de empresas, excepto las empresas muy pequeñas, indicaron que se había registrado una mejora en los recursos propios y en el historial crediticio de la empresa, lo que puede estar relacionado con el ritmo ligeramente más lento de caída de los beneficios. En cambio, la valoración de las pymes de la disposición de las entidades de crédito para conceder préstamos prácticamente no se modificó: el 33% (frente al 32% del primer semestre de 2009) de las pymes indicó que se había producido un deterioro en la disposición de las entidades a conceder préstamos, mientras que solo el 8% (el 7% en el primer semestre de 2009) consideró que esta había mejorado. Al mismo tiempo, el porcentaje neto de grandes empresas que señaló que la disposición de las entidades para conceder préstamos se había deteriorado se redujo hasta el 14%, desde el 20% del primer semestre de 2009.

### Condiciones de los préstamos bancarios

Aproximadamente un tercio de las pymes participantes en la encuesta señaló que los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios habían aumentado en el segundo semestre de 2009 (concretamente, el 35%, prácticamente sin variación con respecto al primer semestre de 2009), mientras que el 27% indicó que habían disminuido (el 29% en el primer semestre de 2009). En particular, el porcentaje neto de empresas muy pequeñas que manifestó que los tipos de interés se habían incrementado fue mayor, lo que puede estar relacionado con el hecho de que sus recursos propios y su historial crediticio se están deteriorando, mientras que el porcentaje neto de pequeñas y medianas empresas que señaló un incremento fue

menor. En cambio, en general, las grandes empresas indicaron que los tipos de interés habían disminuido. Asimismo, en términos netos, algo más de la tercera parte de las pymes que participaron en la encuesta manifestó que las garantías requeridas y otras condiciones, como los compromisos asociados a los contratos de préstamo, se habían endurecido, así como que los gastos y las comisiones habían aumentado. En conjunto, las grandes empresas también señalaron un endurecimiento adicional de estas condiciones. Al mismo tiempo, un elevado porcentaje de empresas señaló que las citadas condiciones no se habían modificado (entre el 45% y el 54% de las pymes y entre el 38% y el 55% de las grandes empresas).

### Expectativas relativas al acceso a la financiación

Alrededor de la mitad de las pymes esperaba que el acceso a la financiación interna y externa no se modifique en el primer semestre de 2010. Al mismo tiempo, el porcentaje de pymes que esperaba un deterioro en su acceso a los préstamos bancarios (el 20%) y al crédito comercial (el 11%), en el primer semestre de 2010, continuaba siendo algo más elevado que el porcentaje que esperaba una mejora (el 14% para los préstamos bancarios y el 8% para el crédito comercial). Aunque también aproximadamente la mitad de las grandes empresas esperaba que su acceso a la financiación interna y externa se mantenga invariable, en términos netos, estas se mostraron algo más optimistas acerca de sus fondos internos y del acceso a los préstamos bancarios en el primer semestre de 2010.

### FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro apuntan a que el ritmo de contracción se estabilizó en el cuarto trimestre de 2009 y a que se produjo una desaceleración a principios de 2010. La tasa de variación interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro se mantuvo en niveles muy negativos en febrero de 2010 (en el -32%), aunque el ritmo de contracción experimentó una leve mejora (véase gráfico 30). De cara al futuro, se espera que los beneficios sigan mejorando. No obstante, se prevé que el crecimiento de los beneficios por acción de las sociedades no financieras siga siendo negativo hasta el verano de 2010.

En cuanto a la financiación externa, los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras continuaron disminuyendo, aunque la emisión de instrumentos de mercado (valores distintos de acciones y acciones cotizadas) fue intensa (véase gráfico 31). En concreto, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras aumentó en el cuarto trimestre de 2009, favorecida por la positiva evolución de los mercados bursátiles. La emisión de valores distintos de acciones también ha seguido siendo vigorosa, y el descenso registrado en el cuarto trimestre de 2009 se debió a la caída de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores a corto plazo, ya que los emisores mostraron una fuerte preferencia por los valores distintos de acciones a largo plazo, con el fin de asegurarse unas condiciones favorables de financiación a largo plazo. Dos factores parecen haber desempe-

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

(en porcentaje; datos mensuales)



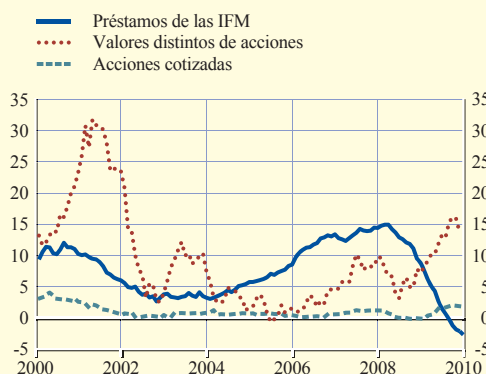
Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

ñado un papel a la hora de proporcionar un incentivo a la emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras. En primer lugar, el coste total de la financiación mediante valores de renta fija privada ha registrado un descenso más pronunciado que los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos desde finales de 2008. En segundo lugar, la sustitución de la financiación bancaria por la financiación en los mercados, principalmente entre las grandes empresas, puede haberse visto reforzada por las restricciones observadas en los préstamos bancarios y por el endurecimiento de los criterios aplicados en la aprobación de préstamos.

El crecimiento de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras fue negativo (el -2,1%) en diciembre de 2009 (véase cuadro 5). En enero de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras disminuyó de nuevo y se situó en el -2,7%. En concreto, los préstamos a corto plazo (hasta un año) concedidos a las sociedades no financieras fueron los que más se redujeron, y la tasa de crecimiento interanual de estos préstamos ha permanecido en territorio negativo desde noviembre de 2008. La evidencia empírica sugiere que

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE  
Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

**Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras**

	Tasas de crecimiento interanual				
	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
<b>Préstamos de IFM</b>	<b>9,5</b>	<b>6,2</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-2,1</b>
Hasta un año	6,7	-0,5	-5,8	-10,2	-13,7
De uno a cinco años	14,0	11,1	7,2	2,0	-1,3
Más de cinco años	9,4	8,1	5,9	4,6	3,9
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>7,8</b>	<b>9,1</b>	<b>11,8</b>	<b>15,3</b>	<b>13,6</b>
A corto plazo	17,1	-10,7	-24,6	-26,1	-39,4
A largo plazo, de los cuales <sup>1)</sup>	6,2	13,1	19,1	23,3	24,1
A tipo fijo	7,7	17,6	25,3	31,8	32,8
A tipo variable	2,3	-0,5	-1,0	-4,7	-4,8
<b>Acciones cotizadas</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
<b>Pro memoria<sup>2)</sup></b>					
Total financiación	3,9	3,3	2,8	2,1	-
Préstamos a sociedades no financieras	8,9	6,3	4,1	1,6	-
Reservas técnicas de seguro <sup>3)</sup>	0,5	0,5	0,5	0,6	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

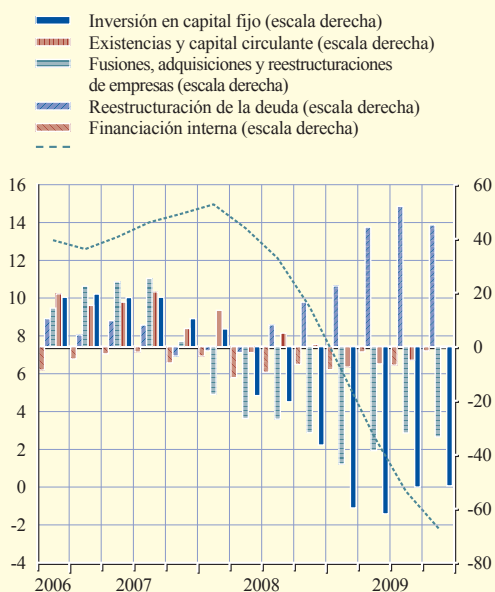
2) Datos procedentes de las cuentas trimestrales europeas por sectores. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros.

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.



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

(tasas de variación interanual; en porcentaje neto)



Fuente: BCE.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción; véase también la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2009.

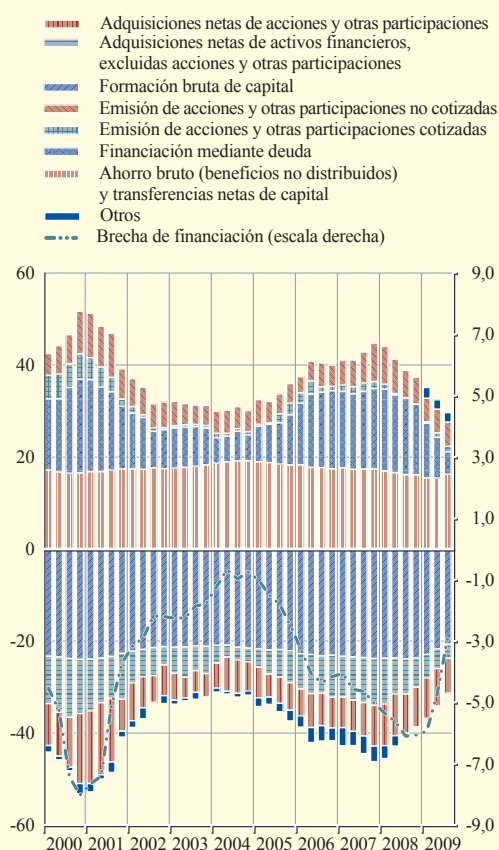
los préstamos a este sector suelen tender a ir considerablemente a la zaga del ciclo económico. En consecuencia, la desaceleración observada en los préstamos parece ser acorde con el acusado deterioro de la actividad económica y de los gastos de capital registrado en trimestres anteriores.

Según los resultados de la última encuesta sobre préstamos bancarios, factores de demanda, como la caída de la inversión en capital en fijo y de las operaciones de fusión y adquisición, tuvieron un efecto negativo en la demanda de préstamos de las sociedades no financieras (véase gráfico 32). Aunque la reducción del endurecimiento de los criterios aplicados en la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas volvió a disminuir en el cuarto trimestre de 2009, la evidencia empírica sugiere que las modificaciones de estos criterios influyen en la evolución del crecimiento de los préstamos con una demora de tres a cuatro trimestres.

La brecha de financiación (o necesidad de financiación) de las sociedades no financieras, esto es, la diferencia entre los gastos en inversión real y la financiación interna (ahorro bruto), disminuyó considerablemente, hasta el 3% del valor añadido bruto, en el tercer trimestre de 2009, en términos de sumas móviles de cuatro trimestres. En el gráfico 33 se presentan los componentes que integran el ahorro, la financiación y la inversión de las empresas de la zona, según figuran en las cuentas de la zona del euro, para los que se dispone de datos hasta el tercer trimestre de 2009. Como se observa en el gráfico, la menor inversión real

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

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



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

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

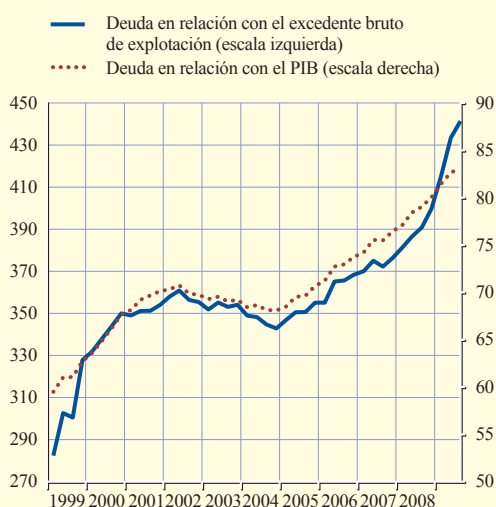
(formación bruta de capital fijo), podría estar financiándose, de manera creciente, con fondos internos, mientras que el crecimiento de la financiación externa se redujo. Al mismo tiempo, la adquisición neta de activos financieros, incluidas acciones, descendió de nuevo en el tercer trimestre de 2009.

## POSICIÓN FINANCIERA

La combinación de unos flujos moderados de financiación externa y la caída de los beneficios empresariales ha provocado nuevos aumentos del endeudamiento de las sociedades no financieras, que alcanzó máximos históricos en el tercer trimestre de 2009 (véase gráfico 34). Como consecuencia de la significativa reducción de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios y de los tipos de mercado, la carga de intereses de las sociedades no financieras continuó disminuyendo en el cuarto trimestre de 2009, situándose en niveles registrados a finales de 2006 (véase gráfico 35). En general, el elevado nivel de endeudamiento y la carga de intereses asociada pueden inducir a este sector a utilizar flujos de caja futuros para realizar reestructuraciones de sus balances, y podría limitar la demanda de financiación externa en los próximos meses.

**Gráfico 34 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras**

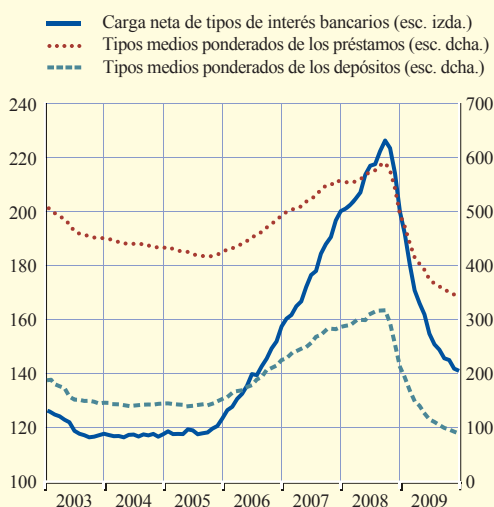
(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.  
 Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. Datos hasta el tercer trimestre de 2009.

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

(puntos básicos)



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

## 2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

Las condiciones de financiación de los hogares continuaron mejorando en el cuarto trimestre de 2009, registrándose nuevos descensos en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y en el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación del crédito. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios otorgados a los hogares aumentó en el cuarto trimestre de 2009 y en enero de 2010, impulsada principalmente por la persistencia de los flujos mensuales positivos observados en los préstamos para adquisición de vivienda. El nivel de endeudamiento de este sector en relación con la renta se mantuvo prácticamente estable, mientras que su carga por intereses volvió a reducirse.

## CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

La transmisión de los anteriores recortes de los tipos de interés oficiales del BCE y la reducción de los tipos de interés del mercado monetario y del rendimiento de los bonos provocaron un nuevo descenso de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda en el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico 36). Este descenso fue menor que el observado en el trimestre anterior, pero fue generalizado en todos los plazos de vencimiento. La estructura temporal de los tipos de interés aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda siguió caracterizándose por un considerable diferencial positivo entre los tipos de los préstamos con un período inicial de fijación largo (es decir, de más de cinco años) y aquellos con un período inicial de fijación corto (esto es, hasta un año), que continuaron desplazando las nuevas operaciones hacia préstamos con un período inicial de fijación del tipo más corto.

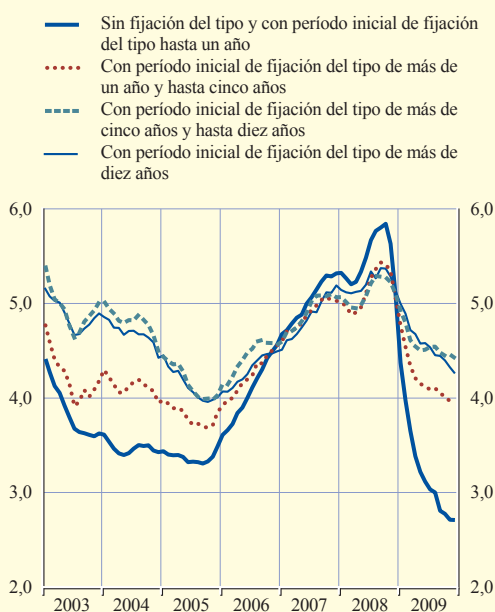
A diferencia del trimestre anterior, en el que los tipos de interés aplicados por las IFM al crédito al consumo descendieron únicamente para el crédito con un período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, el descenso observado en el cuarto trimestre fue generalizado para todos los plazos de vencimiento, siendo especialmente significativo para los préstamos a tipo de interés variable y con un período inicial de fijación del tipo hasta un año. En general, los tipos de interés de los préstamos con un período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años fueron los que se mantuvieron en niveles más bajos, seguidos muy de cerca por los de los préstamos con el período inicial de fijación del tipo más corto (esto es, los préstamos a tipo de interés variable y con un período inicial de fijación del tipo hasta un año), mientras que los tipos aplicados a los préstamos con un período inicial de fijación de más de cinco años continuaron siendo los más altos. Al mismo tiempo, el diferencial entre los tipos más elevados y los más reducidos disminuyó en el cuarto trimestre, habiendo aumentado constantemente en trimestres anteriores.

Los diferenciales entre los tipos de interés a corto y a largo plazo aplicados a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda y los tipos de mercado a plazos similares se redujeron en el cuarto trimestre. En el caso del crédito al consumo, los diferenciales de los tipos a corto plazo prácticamente no se modificaron en el citado trimestre, mientras que los de los tipos a largo plazo disminuyeron.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2010 indican que el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y créditos volvió a disminuir en el cuarto trimestre, tanto en lo que respecta a los préstamos para adquisición de vivienda como al crédito al consumo y otros préstamos. En el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, este nuevo descenso estuvo determinado, principalmente, por una reducción del riesgo percibido en torno a la actividad económica general y, en particular, a las perspectivas del mercado de

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

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



Fuente: BCE.

la vivienda. La disminución observada en el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito al consumo y de otros préstamos fue menos pronunciada que la registrada en los préstamos para adquisición de vivienda. Se ha de observar que los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades que, en contraposición con la situación económica, pueden considerarse factores puramente bancarios, ya no contribuyeron al endurecimiento de los criterios aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda, al crédito al consumo y a otros préstamos. Por último, las entidades participantes en la encuesta consideraron que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda aumentó de nuevo en el cuarto trimestre, como consecuencia de las perspectivas favorables del mercado de la vivienda, mientras que la demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos se mantuvo moderada, ya que no se observaron mejoras en el gasto en bienes de consumo duradero ni en el ahorro de los hogares.

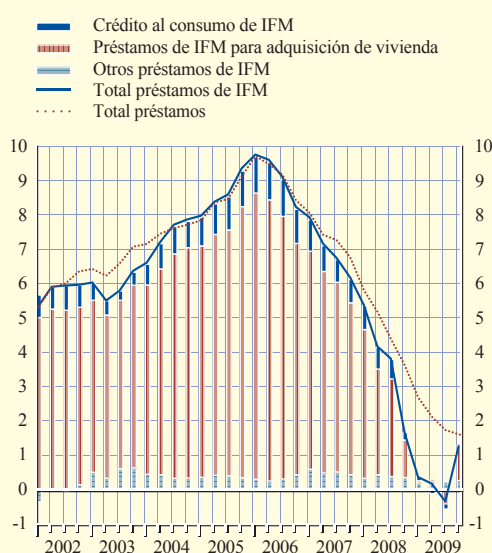
### FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a los hogares volvió a disminuir y se situó en el 1,7% en el tercer trimestre de 2009 (el trimestre más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas integradas de la zona del euro), frente al 2,1% del trimestre precedente. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las instituciones distintas de IFM a los hogares se mantuvo muy elevada, situándose en el 25,9%, en el tercer trimestre, frente al 23,1% del trimestre anterior. Sin embargo, en gran medida, esta evolución no es atribuible a los nuevos préstamos originados por instituciones distintas de IFM, sino más bien al efecto de las operaciones de titulización fuera de balance o real (en las que los préstamos se dan de baja y, por tanto, se eliminan del balance de las IFM, y posteriormente se contabilizan como préstamos de otros intermediarios financieros), que fueron especialmente intensas a finales de 2008 y principios de 2009 y que siguen influyendo en las tasas de crecimiento interanual. El aumento observado en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las instituciones distintas de IFM a los hogares en el tercer trimestre se vio compensado por la nueva desaceleración de los préstamos otorgados por las IFM, que registraron una tasa de crecimiento interanual negativa. No obstante, los datos disponibles hasta enero sobre los préstamos de las IFM indican que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares registró su nivel más bajo en el tercer trimestre (véase gráfico 37), antes de aumentar ligeramente en el cuarto trimestre de 2009 y comienzos de 2010.

En enero de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares se elevó, hasta situarse en el 1,6%, frente al 0,3% y el -0,1% del cuarto y tercer trimestres de 2009, respectivamente. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de tres meses anualizada, un indicador de la evolución a corto plazo, mejoró considerablemente durante el segundo semestre de 2009, y se situó en el 3,5% en enero de 2010. Esta evolución confirma, una vez más, que se ha

**Gráfico 37 Total de préstamos concedidos a los hogares**

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



Fuente: BCE.

Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el cuarto trimestre de 2009 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para más información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

alcanzado un punto de inflexión en lo que respecta a los préstamos a los hogares. No obstante, si se tiene en cuenta el impacto de las bajas de préstamos del balance realizadas en el contexto de las operaciones de titulización, la recuperación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a este sector es más limitada.

La persistencia de los flujos positivos registrados en los préstamos de las IFM y los aumentos de la tasa de crecimiento interanual parecen ser acordes con regularidades de largo plazo, según las cuales el endeudamiento de los hogares tiende a mejorar al principio del ciclo económico. Al mismo tiempo, estas mejoras pueden seguir siendo limitadas por el momento, dado que los mercados de la vivienda y la renta todavía están sujetos a una considerable incertidumbre y que el nivel de endeudamiento de este sector ha seguido siendo elevado en comparación con ciclos anteriores.

Dentro de los préstamos de las IFM a los hogares, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda se incrementó hasta situarse en el 1,8% en enero de 2010, desde el 0,2%, en promedio, alcanzado en el cuarto trimestre de 2009, dado que las entradas mensuales registradas desde mediados de 2009 han sido sostenidas. El mismo patrón se observa en otros préstamos, cuya tasa de crecimiento interanual se elevó hasta el 2,2% en enero, frente al 1,9% del cuarto trimestre. Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo continuó siendo ligeramente negativa (del -0,1% en enero), pero mostró algunas señales de mejora en comparación con el segundo semestre de 2009, cuando, en promedio, fue del -1%.

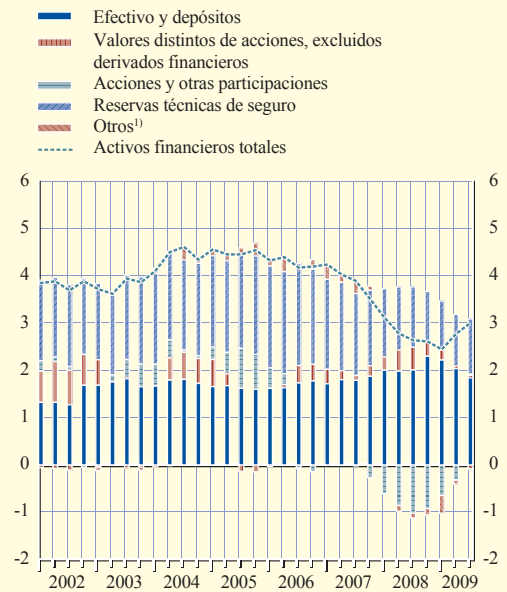
En lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro que figura en las cuentas de la zona, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total aumentó hasta situarse en el 3% en el tercer trimestre, frente al 2,7% del segundo trimestre (véase gráfico 38). La inversión de este sector en efectivo y depósitos continuó representando la contribución positiva más importante a la inversión financiera total, si bien siguió disminuyendo. Ciertamente, los hogares han estado trasvasando fondos desde activos líquidos hacia activos a más largo plazo y de mayor riesgo. En particular, las adquisiciones de acciones y de fondos de inversión (distintos de los fondos del mercado monetario) se incrementaron, al igual que la compra de reservas técnicas de seguro.

### POSICIÓN FINANCIERA

La persistente evolución moderada de la deuda de los hogares en los últimos trimestres ha contribuido a la estabilización del endeudamiento de este sector. Concretamente, la deuda en relación con la renta disponible de los hogares se ha mantenido en torno al 94% desde finales de 2007 y, según estimaciones, por debajo del 95% en el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico 39). En cambio, se estima que la deuda en relación con el PIB de este sector aumentó moderadamente ese mismo trimestre. La discrepancia entre los dos indicadores tiene su origen en el hecho de que la actividad económica general está experi-

**Gráfico 38 Inversión financiera de los hogares**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

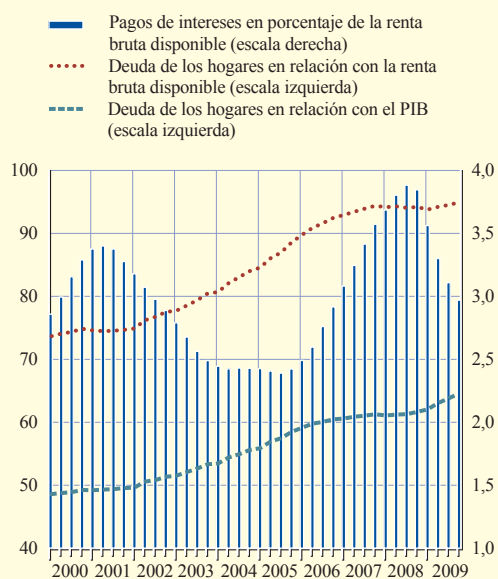


Fuentes: BCE y Eurostat.  
1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

mentando un descenso cíclico más acusado que la renta de los hogares. Se estima que la carga por intereses de los hogares volvió a reducirse, aunque en menor medida que en trimestres anteriores, y se situó en un nivel ligeramente inferior al 3% de la renta disponible en el cuarto trimestre, frente al 3,1% del trimestre precedente. Dado que la deuda en relación con la renta se mantuvo prácticamente estable, ello refleja, principalmente, el impacto de la disminución de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios, sobre todo a los préstamos a tipo de interés variable.

**Gráfico 39 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares**

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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



### 3 PRECIOS Y COSTES

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,9% en febrero de 2010, frente al 1% de enero. Los datos del IAPC publicados en el último trimestre confirman que la inflación ha vuelto a valores positivos, tras el período de desinflación registrado en los meses de verano y otoño de 2009. De cara al futuro, se espera que la inflación se sitúe en torno al 1% a corto plazo y que se mantenga en una senda moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En línea con la lenta recuperación de la demanda interna y externa, se espera una evolución moderada de los precios, los costes y los salarios. Esta valoración se refleja también en las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2010 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, según las cuales la inflación interanual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 0,8% y el 1,6% en 2010 y entre el 0,9% y el 2,1% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2009 elaboradas por los expertos del Eurosistema, el intervalo previsto para 2010 se ha ajustado ligeramente a la baja, mientras que el contemplado para 2011 se ha revisado ligeramente al alza. Los riesgos para las perspectivas de inflación 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 situó en el 0,9% en febrero, manteniéndose por cuarto mes consecutivo en valores positivos, tras el período de desinflación observado en los meses de verano y otoño de 2009 (véanse gráfico 40 y cuadro 6).

Por lo que se refiere a la evolución del IAPC por sectores, los datos más recientes muestran que la tasa de variación interanual del componente energético del índice aumentó, desde el 1,8% de diciembre de 2009, hasta el 4% de enero de 2010, el último mes para el que se dispone del detalle del IAPC. Desde una perspectiva más amplia, la tasa de variación interanual de los precios de la energía se ha ido elevando de forma constante desde el mínimo del -14,4% alcanzado en julio de 2009. El incremento observado desde julio del pasado año fue resultado, principalmente, de efectos de base derivados de la fuerte caída de los precios del petróleo en la última parte de 2008. Dentro del componente energético, cabe destacar que la tendencia al alza estuvo determinada, en gran medida, por la subida de los precios de partidas directamente relacionadas con la evolución de los precios del petróleo (combustibles líquidos,

**Cuadro 6 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2009 Sep	2009 Oct	2009 Nov	2009 Dic	2010 Ene	2010 Feb
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	3,3	0,3	-0,3	-0,1	0,5	0,9	1,0	0,9
Energía	10,3	-8,1	-11,0	-8,5	-2,4	1,8	4,0	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	-1,3	-1,6	-1,3	-1,6	-1,3	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,5	0,3	0,5	0,7	0,6	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,5	0,3	0,2	0,4	0,1	.
Servicios	2,6	2,0	1,8	1,8	1,6	1,6	1,4	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	6,1	-5,1	-7,6	-6,6	-4,4	-2,9	-1,0	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	46,9	49,8	52,1	51,6	54,0	54,5
Precios de las materias primas no energéticas	2,1	-18,5	-17,1	-7,3	-0,9	19,0	27,0	28,8

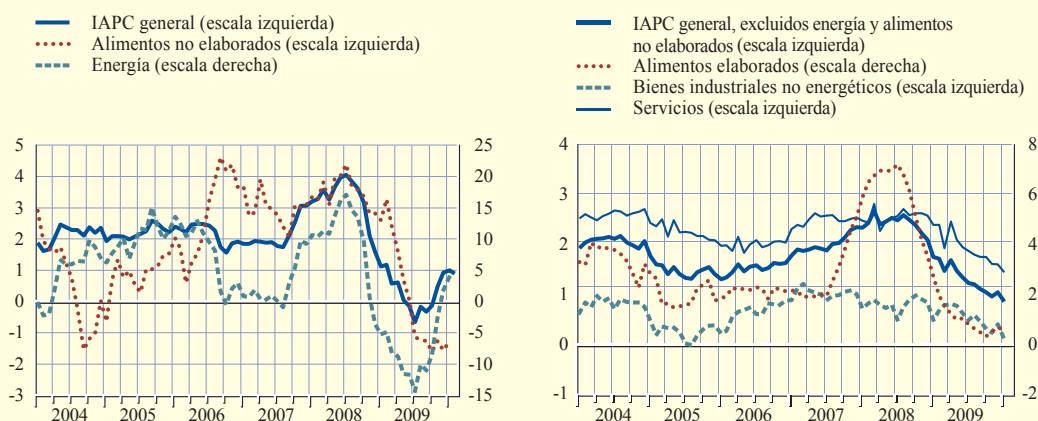
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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 febrero de 2010 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 40 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

combustibles y lubricantes para vehículos privados), mientras que las tasas de variación interanual de las partidas energéticas no derivadas del petróleo (como la electricidad y el gas) se han mantenido estables o han disminuido desde agosto de 2009. De cara al futuro, se espera que la inflación en los precios de la energía se mantenga, en general, estable en 2010, con algunas ligeras contribuciones positivas de los efectos de base y de los impuestos indirectos.

La inflación en los precios de los alimentos se situó en el  $-0,1\%$  en enero de 2010, frente al  $-0,2\%$  de diciembre de 2009 (véase cuadro 5.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»), tras el proceso de desinflación observado en el último año y medio. A este respecto, los precios de los alimentos bajaron gradualmente entre mediados de 2008 y octubre de 2009, mes en el que su tasa de variación interanual se situó en el  $-0,4\%$  (la tasa más baja registrada desde el inicio de la serie en 1990). Desde octubre se ha observado cierta estabilización de los precios de los alimentos.

Dentro de los precios de los alimentos, las presiones sobre los precios (medidas en tasas de variación interanual) se han ido atemperando progresivamente en los componentes de alimentos elaborados y no elaborados, así como en la mayor parte de las partidas, especialmente las que se ven más afectadas por la evolución de los precios de las materias primas alimentarias (como la carne, los cereales, los productos lácteos y los aceites y grasas). Sin embargo, una notable excepción ha sido el tabaco, que representa cerca de una cuarta parte del componente de alimentos elaborados. El aumento de los impuestos indirectos llevado a cabo el año pasado elevó la tasa de variación interanual del tabaco al  $6,5\%$  en enero, situándola por encima de la media del  $5,6\%$  observada desde 1998.

Entre los factores determinantes de la evolución de la inflación en los precios de los alimentos registrada en la última parte de 2009 y a comienzos de 2010, dos son particularmente importantes. En primer lugar, la transmisión de las anteriores caídas de los precios de las materias primas alimentarias a los consumidores ha reducido la inflación en los precios de los alimentos. En segundo lugar, la fuerte competencia en los precios al por menor de los alimentos, unida a la debilidad de la demanda de consumo, ha ejercido presiones a la baja sobre los precios de los alimentos. A este respecto, existen indicios de que los consumidores puedan seguir sustituyendo los productos de marca, caros y de elevada calidad, por productos más baratos. De cara al futuro, la inflación interanual en los precios de los alimentos volverá,

probablemente, a elevarse lentamente en los próximos meses, como consecuencia, en parte, de efectos de base al alza.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC ha seguido una trayectoria gradualmente descendente en los dos últimos años. Esta evolución refleja el comportamiento de los precios de dos de sus componentes, los bienes industriales no energéticos y los servicios, que dependen, en gran medida, de factores internos, como los salarios y los márgenes. En enero de 2010, la tasa de inflación de este agregado se situó en el 0,9%, frente a la media del 1,6% observada en el primer semestre de 2009.

La inflación interanual en los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo en una trayectoria descendente a finales de 2009 y principios de 2010, situándose en enero en el 0,1%, muy por debajo del 0,4% registrado en diciembre de 2009, aunque ello se debió, en buena parte, a las rebajas estacionales. Haciendo abstracción de la volatilidad causada por factores coyunturales, entre octubre de 2009 y enero de 2010 la tasa de variación interanual de los bienes industriales no energéticos se situó, en promedio, en el 0,3%, en comparación con la media del 0,7% observada en el primer semestre de 2009. Los principales factores determinantes de esta evolución fueron la debilidad de la demanda de consumo y las presiones a la baja internas y externas sobre los precios de los bienes de consumo manufacturados.

Los bienes industriales no energéticos pueden desglosarse en bienes de consumo no duradero (aparatos eléctricos para el cuidado personal, productos farmacéuticos, periódicos, etc.), semiduradero (textiles, calzado, libros, etc.) y duradero (automóviles, muebles, artículos electrónicos, etc.). El nuevo descenso de la inflación en los bienes industriales no energéticos registrado recientemente se debió, principalmente, a la menor contribución de los bienes de consumo no duradero y semiduradero. La tasa de variación interanual de los bienes de consumo semiduradero volvió a disminuir de forma significativa en enero, como consecuencia, especialmente, de las rebajas de invierno de los precios de los textiles, que fueron mucho más acentuadas a principios de 2010 que en la misma época del año pasado. Este es un patrón que se viene observando en la zona del euro desde hace varios años y que puede estar relacionado, en parte, con la atonía de la demanda. Mientras que los precios de los textiles tienden a repuntar rápidamente con la llegada de las nuevas colecciones, la tendencia subyacente del componente de bienes industriales no energéticos parece mantenerse todavía en una trayectoria descendente.

Los últimos datos disponibles sugieren también que los precios de los bienes de consumo no duradero se mantienen en una senda moderada. Aunque las partidas incluidas en este agregado son de distinta naturaleza y no suelen mostrar tendencias comunes, en la actualidad todas ellas se ven afectadas por la debilidad de la demanda. Al mismo tiempo, la contribución negativa de los precios de los bienes de consumo duradero a la inflación en los bienes industriales no energéticos se ha mantenido, prácticamente, estable desde el tercer trimestre de 2009, aunque la tasa de variación interanual de este componente parece haber superado el mínimo registrado en septiembre de 2009. Ello se refleja en el fin de los fuertes descuentos en los precios de los automóviles, que es, con mucho, la partida de bienes de consumo duradero con la ponderación más alta.

De cara al futuro, los indicadores adelantados de inflación en los bienes industriales no energéticos, como los precios industriales y los precios de importación de los bienes de consumo (en ambos casos, excluidos los alimentos y el tabaco) siguen sugiriendo la existencia de presiones latentes a la baja, aunque en vías de reducción. No obstante, se espera que ni la demanda ni la capacidad de fijación de precios de las empresas impulsen sensiblemente al alza los precios en un futuro próximo.

En enero, la inflación interanual en los precios de los servicios cayó al 1,4%, desde el 1,6% de diciembre de 2009, tras descender de forma continuada a lo largo de 2009, abstracción hecha de cierta volatilidad a corto plazo registrada en marzo y abril como consecuencia de un efecto de calendario. En 2009, la inflación media interanual en los precios de los servicios se situó en el 2%, muy por debajo de la tasa media del 2,5% observada en el período 2007-2008.

La mayor parte del descenso de la inflación en los precios de los servicios registrado a lo largo del año pasado parece haber estado determinada por la evolución de los precios de algunas partidas (servicios de transporte aéreo, vacaciones organizadas, hostelería y alojamiento) que representan, en conjunto, cerca de una cuarta parte del total de servicios, en términos de ponderación. Lo que estas partidas tienen en común es que están todas relacionadas con el consumo de servicios de ocio, principalmente en el ámbito vacacional. Por consiguiente, puede considerarse que pertenecen a la categoría de gastos «menos necesarios», que los consumidores podrían reducir en primer lugar en una situación de grave crisis económica. Ante la debilidad de la demanda, las empresas que operan en estos sectores han entrado en fuerte competencia en materia de precios. Esta situación ha favorecido el traslado a los consumidores de cualquier reducción de los costes de los bienes intermedios, especialmente las relacionadas con el descenso de los precios de la energía y de los alimentos desde los elevados niveles alcanzados en el segundo semestre de 2008. Si se excluyen los componentes relacionados con las vacaciones, la inflación en los precios de los servicios ha mostrado una mayor estabilidad, oscilando en torno al 2% en los dos últimos años (el 2% es también la media de diez años de esta medida de exclusión). De cara al futuro, se espera que la inflación en los precios de los servicios se mantenga en niveles reducidos a lo largo de 2010, como resultado, principalmente, de la actual moderación del crecimiento salarial, en un contexto de debilidad de la demanda de consumo.

Dadas las fluctuaciones que la inflación medida por el IAPC ha venido registrando en los tres últimos años, cabe examinar la evolución de las expectativas de inflación durante el mismo período, ya que afecta al proceso de fijación de precios y salarios. En el recuadro 5 se analiza la evolución reciente de las expectativas de inflación de los consumidores y de los expertos en previsión económica.

#### Recuadro 5

#### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS EXPECTATIVAS DE LOS CONSUMIDORES Y DE LOS EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA DE LA ZONA DEL EURO ACERCA DE LA INFLACIÓN

A la hora de ejecutar una política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios, es importante realizar un seguimiento de las expectativas de inflación, ya que pueden afectar al proceso de fijación de precios y salarios, al tiempo que pueden dar una indicación de la medida en que los agentes económicos incorporan el objetivo de estabilidad de precios en sus decisiones. Aunque las expectativas de inflación no se pueden observar directamente, pueden obtenerse medidas aproximadas de distintas maneras. Un método consiste en realizar encuestas entre una muestra de consumidores o de expertos en previsión económica. En los tres últimos años, la inflación interanual de la zona del euro ha experimentado fluctuaciones muy pronunciadas. Inicialmente, la tasa de variación interanual del IAPC empezó a elevarse en septiembre de 2007, como resultado, principalmente, del aumento de los precios de las materias primas, hasta alcanzar un máximo ligeramente superior al 4% en julio de 2008. Posteriormente, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC registró un descenso originado por la caída de los precios de las materias primas y acelerado por los efectos de la crisis finan-

ciera. Las variaciones del IAPC, en las que influyeron, en gran medida, unos efectos de base, se situaron en valores negativos en junio de 2009, alcanzaron un mínimo en julio y volvieron a valores positivos en noviembre de 2009. En este recuadro se describe la respuesta de las expectativas de inflación de los consumidores y de los expertos en previsión económica a esta evolución, destacando el hecho de que, mientras que sus perspectivas de inflación a corto plazo han experimentado un importante reajuste, sus expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables.

La única medida de las expectativas de inflación de los consumidores de la zona del euro la proporciona la Comisión Europea que, como parte de su encuesta, recaba mensualmente la opinión de los consumidores sobre la evolución de la inflación en la zona del euro. Las respuestas a la encuesta son de carácter cualitativo y se presentan de forma agregada en una «estadística de saldos», que pondera la frecuencia de las respuestas en distintas categorías<sup>1</sup>. Estas medidas proporcionan información sobre el cambio de dirección en las percepciones de los consumidores acerca de la inflación en los doce meses anteriores y sus expectativas acerca de la evolución de la inflación en los doce meses siguientes. Aunque la estadística de saldos no ofrece ninguna indicación de la magnitud de la inflación percibida y esperada, es posible traducir las respuestas cualitativas a la encuesta de opinión en estimaciones cuantitativas de la inflación percibida y esperada, de manera que se puedan valorar en relación con la evolución observada del IAPC. Si bien existen diversos enfoques para establecer esta correspondencia, cada uno con sus propias limitaciones, a modo de ejemplo se utiliza en este recuadro una metodología basada en el enfoque de distribución de la probabilidad<sup>2</sup>.

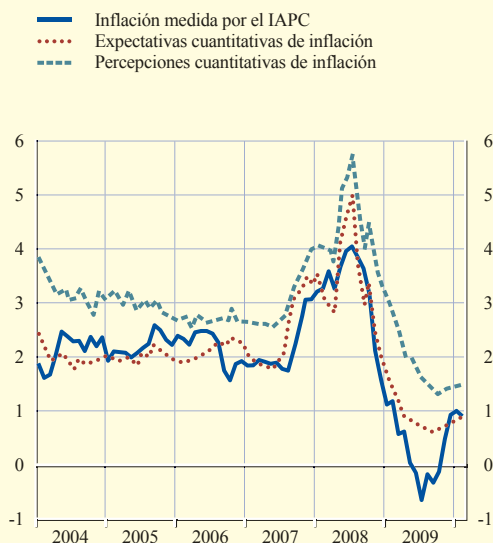
El gráfico A muestra que, en los últimos años, ha habido una relación relativamente estrecha entre la evolución de las percepciones y de las expectativas cuantitativas de inflación derivadas de la encuesta de opinión y la evolución del IAPC de la zona del euro. En efecto, el inicio del aumento de las percepciones y expectativas cuantitativas de los consumidores en 2007, el máximo alcanzado a mediados de 2008 y el mínimo registrado en 2009 coincidieron con la evolución del IAPC durante el mismo período, lo que demuestra que estas encuestas a corto plazo dependen, en gran medida, de los datos observados.

Aunque no existen encuestas de opinión de los consumidores respecto a sus expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro, estas expectativas se pueden obtener de las encuestas de opinión de los expertos. Las expectativas de inflación a largo plazo recogidas en encuestas como la del BCE a expertos en previsión económica (EPE) o la de Consensus Economics muestran que cuanto más largo sea el horizonte temporal de las expectativas menos dependerán de los resultados presentes y pasados. En efecto, las expectativas de inflación a cinco años vista de la EPE y las de seis a diez años vista de Consensus Economics han mostrado una elevada capacidad de resistencia a la inflación provocada por los precios de las materias primas en los últimos años, manteniéndose de forma persistente en un nivel igual o ligeramente inferior al 2%, lo que indica que las expectativas de inflación a largo plazo están firmemente ancladas en la zona del euro. Tampoco se han visto afectadas por las variaciones de las previsiones de inflación a corto plazo recogidas en las mismas encuestas (véase gráfico B). Ello confirma los resultados empíricos de un estudio del Deutsche Bundesbank (2006),

- 1 Para más información sobre los datos de las encuestas relativos a los precios de consumo de la zona del euro, véase el recuadro titulado «Percepciones de los consumidores acerca de la inflación: ¿Todavía no concuerdan con las estadísticas oficiales?», en el Boletín Mensual de abril de 2005. Véase también el artículo titulado «Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo de 2007.
- 2 Para un análisis de las principales técnicas, véase D'Elia, E., «Using the results of qualitative surveys in quantitative analysis», *Working Paper*, n.º 56, Istituto di Studi e Analisi Economica (ISAE), septiembre de 2005. Los detalles metodológicos de la técnica utilizada en el presente recuadro se describen en Forsells, M. y Kenny, G., «The rationality of consumers' inflation expectations: survey-based evidence for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 163, BCE, 2002. Para conocer las limitaciones de esta técnica, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de las percepciones y las expectativas de los consumidores de la zona del euro acerca de la inflación», en el Boletín Mensual de noviembre de 2007.

**Gráfico A Inflación medida por el IAPC y percepciones y expectativas cuantitativas de los consumidores acerca de la inflación**

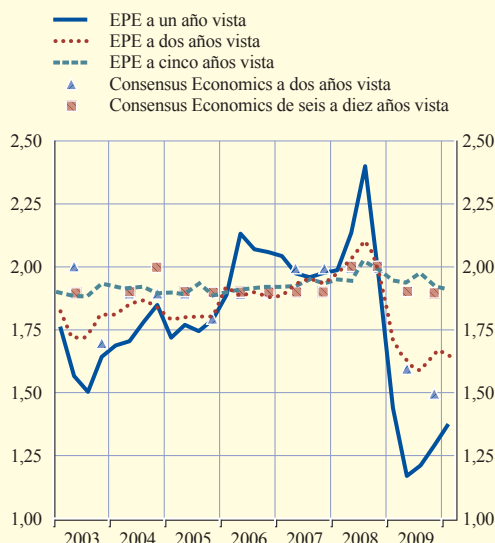
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea, Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

**Gráfico B Expectativas de los expertos en previsión económica acerca de la inflación a corto y largo plazo**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y Consensus Economics.

que sugiere que, en los últimos años, el vínculo entre las expectativas de inflación a largo y a corto plazo se ha deshecho y que, contrariamente a lo observado en periodos anteriores, ya no existe ninguna relación estadísticamente significativa entre las dos medidas<sup>3</sup>.

Puede encontrarse evidencia adicional sobre esta observación en los estudios que analizan el grado de anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo obtenidas de los datos financieros. Existe una clara evidencia empírica de que las expectativas de inflación basadas en el mercado relativas a la zona del euro y a otras economías industrializadas no responden generalmente a la publicación de nuevos datos macroeconómicos, señal de que tienden a no variar ante cambios en el entorno económico<sup>4</sup>. De hecho, la estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo puede ser considerada como un importante indicador de la credibilidad de la política monetaria del BCE orientada a mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

La capacidad de resistencia de las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro sostiene la conjetura de que una definición cuantitativa precisa de la estabilidad de precios, que es un elemento importante de la estrategia de política monetaria del BCE, ayuda a anclar las expectativas de inflación en niveles compatibles con el objetivo del banco central y reduce su sensibilidad a la inflación pasada y a otros datos macroeconómicos<sup>5</sup>. Ello sugiere que incluso si la inflación fluctúa, los agentes

3 Deutsche Bundesbank (2006), «How informative survey data on private sector inflation expectations are for monetary policymakers», *Monthly Bulletin*, octubre, pp. 15-27.

4 Gürkaynak, R., Levin, A. y Swanson, E., «Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations? Evidence from long-term bond yields in the US, UK and Sweden», Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper*, n.º 2006-2009, 2006. Ehrmann et al., «Convergence and Anchoring of Yield Curves in the Euro Area», *Working Paper Series*, n.º 817, BCE, 2007.

5 Levin, A.T., Natalucci, F.M. y Piger, J.M., «Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes», *Working Paper Series*, n.º 383, BCE, 2004. Véase también Johnson, D., «The effect of inflation targeting on the behaviour of expected inflation: evidence from an 11 country panel», *Journal of Monetary Economics* 49, 2002, pp. 1521-1538.



económicos tienden a ajustar sus expectativas de inflación a largo plazo en muy escasa medida. En efecto, el mero hecho de que los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo no han variado prácticamente en respuesta a la elevada volatilidad de la inflación a corto plazo o de las previsiones de inflación muestra hasta que punto las expectativas a medio y largo plazo están ancladas al objetivo del Consejo de Gobierno del BCE de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

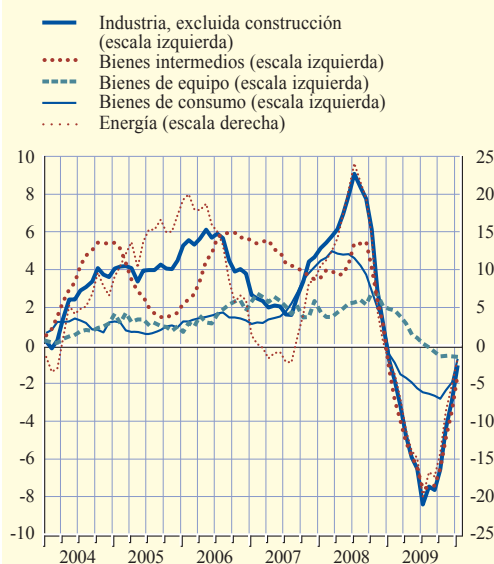
Los últimos datos disponibles sugieren que los precios industriales están bajando más lentamente, en tasa interanual, en el sector industrial. La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, aumentó en enero, hasta el -1%, desde el -2,9% de diciembre. Este incremento estuvo determinado, principalmente, por los precios de los componentes de energía y de bienes intermedios, como resultado, en gran medida, de fuertes efectos de base positivos y de recientes incrementos de los precios de la energía y de las materias primas. En las últimas fases de la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo se elevó en enero, impulsada sobre todo por los precios de los alimentos (véase gráfico 41).

La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, muestra en horizontes temporales ligeramente más dilatados unas tendencias que sugieren que las presiones sobre los precios en la cadena de suministro están disminuyendo. Este indicador se ha elevado gradualmente en la última parte de 2009 y a comienzos de 2010, desde el mínimo del -8,4% alcanzado en julio de 2009. Las subidas que las tasas de variación interanual de los precios industriales han experimentado en este período han sido resultado, en gran medida, de las de sus componentes de energía y bienes intermedios, reflejo de la interacción entre los efectos de base al alza derivados de la caída de los precios mundiales del crudo observada a finales de 2008 y principios de 2009 y la evolución reciente de estos precios. Al mismo tiempo, las tasas de variación interanual de los demás componentes de los precios industriales se han mantenido más estables, aunque en niveles muy bajos, ante los reducidos costes de los bienes intermedios y la debilidad de la demanda de productos industriales. De cara al futuro, los cambios a corto plazo, como variaciones de la media móvil de tres meses, y los efectos de base al alza que se produzcan en los próximos meses sugieren una nueva reducción de las presiones a la baja sobre los precios industriales.

Los indicadores de las encuestas señalan también una tendencia hacia la estabilización de los precios industriales. Por lo que se refiere a la encuesta a los directores de compras, todos los índices de precios volvieron a subir en febrero (véase gráfico 42). En particular, el índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero, que ya se había situado por encima de 50 en octubre (un valor superior a 50 señala un aumento de los precios y un valor inferior a 50 indica un descenso de los mismos), alcan-

**Gráfico 41 Desagregación de los precios industriales**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

zó un valor superior a 60 en febrero. El correspondiente índice del sector servicios se elevó gradualmente en los meses de verano y otoño de 2009 y se ha venido estabilizando, desde noviembre, en un valor ligeramente superior a 50, señal de estabilidad de los costes de los bienes intermedios para los proveedores de servicios. Los índices de precios cobrados en los sectores de manufacturas y de servicios han seguido subiendo en los tres últimos meses, aunque se mantenían en niveles inferiores a 50 en febrero. Ello quiere decir que, en promedio, las empresas están rebajando sus precios, aunque a un ritmo más lento que antes. En conjunto, la evolución reciente de los precios de los bienes intermedios y de los precios cobrados basada en las encuestas sugiere que los márgenes de las empresas seguían siendo reducidos a comienzos de 2010.

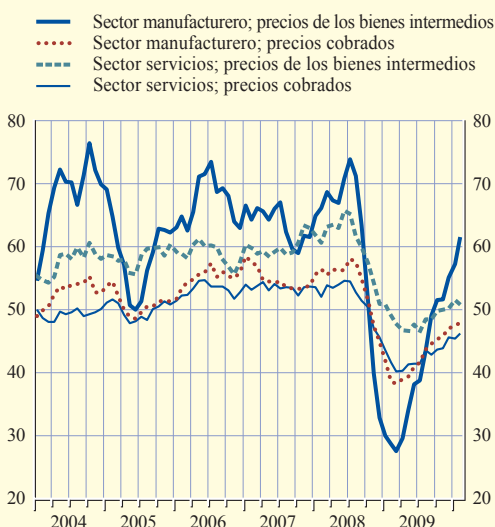
### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Desde diciembre de 2009 se dispone de algunos indicadores de costes laborales referidos al tercer trimestre de 2009. Estos indicadores señalan que los costes laborales se mantuvieron en una senda moderada en el tercer trimestre, confirmando la tendencia que se inició a finales de 2008. En cierta medida, el fuerte descenso de las tasas de crecimiento de la remuneración por asalariado refleja el menor crecimiento de los salarios por hora y la reducción del número de horas trabajadas. La interacción de estos dos elementos ayuda pues a explicar las diferencias observadas en las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados, de la remuneración por asalariado y de los costes laborales por hora (véanse gráfico 43 y cuadro 7).

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro, el único indicador de costes laborales actualmente disponible para el cuarto trimestre de 2009, disminuyó al 2,1% en ese trimestre, desde el 2,3% del trimestre anterior. La tasa de la zona del euro está, en general, en línea con las tasas de crecimiento observadas en el período 2004-2007, aunque sigue siendo alta, dada la situación del mercado de trabajo. Ello se debe, posiblemente, a que este indicador incluye varios convenios salariales negociados en 2008, cuando existían muchas más tensiones en el mercado de

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

(índices de difusión; datos mensuales)

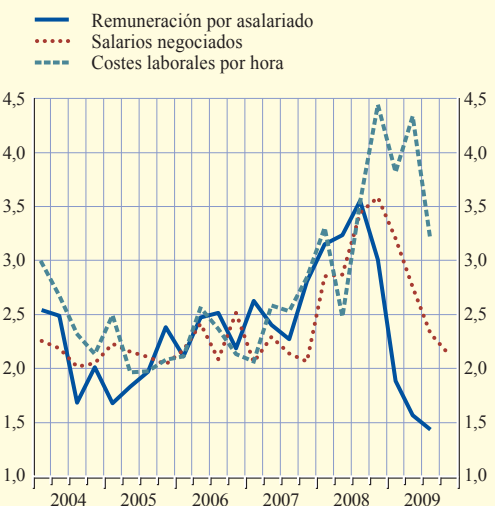


Fuente: Markit.

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

**Gráfico 43 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

**Cuadro 7 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

trabajo. No obstante, el descenso registrado recientemente confirmó que el crecimiento de los salarios negociados de la zona del euro mantiene la trayectoria descendente iniciada al comienzo de 2009.

De cara al futuro, es probable que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados descienda aún más en los próximos trimestres, a medida que los contratos más antiguos vayan siendo sustituidos gradualmente por contratos nuevos, con aumentos salariales más reducidos tanto en el sector privado como en el público.

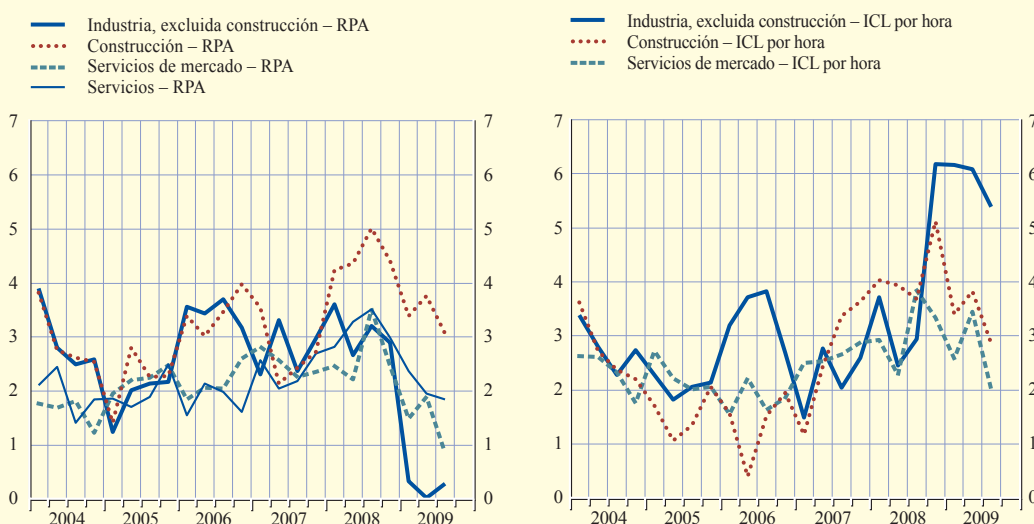
La moderación salarial se observa también en la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro, que disminuyó al 1,4% en el tercer trimestre, desde el 1,6% del trimestre precedente. El desglose por sectores muestra un descenso generalizado del crecimiento de la remuneración por asalariado en el tercer trimestre de 2009, con reducciones ligeramente más pronunciadas en la construcción y los servicios de mercado (véase gráfico 44). Por lo tanto, prosiguió la fuerte caída de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado observada el año pasado, alcanzando en el tercer trimestre el nivel más bajo registrado desde el inicio de la UEM. Entre el tercer trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009, el crecimiento de la remuneración por asalariado descendió 2,2 puntos porcentuales. Durante el mismo período, el crecimiento de los salarios negociados disminuyó en menor medida, en 1,1 puntos porcentuales. La mayor caída de la remuneración por asalariado fue reflejo del menor número de horas de trabajo al día por asalariado y de la deriva salarial observada durante ese período, ya que, debido a la crisis económica, las empresas ajustaron los aumentos salariales a la baja, recortando los componentes flexibles de los salarios<sup>1</sup>.

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro disminuyó de forma significativa en el tercer trimestre de 2009, hasta el 3,2%, desde el 4,3% del segundo trimestre. Pese a esta desaceleración, la tasa de crecimiento siguió siendo alta, en comparación con las tasas registradas antes de la recesión y con otros indicadores de costes de laborales. En parte, la persistencia del fuerte crecimiento de los costes laborales por hora refleja los mayores aumentos salariales contemplados en los convenios anteriores a la crisis. Sin embargo, refleja también las medidas adoptadas para reducir el número de horas trabajadas por asalariado en distintas economías de la zona del euro, ya que esta reducción va acompañada, con frecuencia, de un recorte menos que proporcional de la remuneración. Dado que el sector industrial es el que se ve más afectado por estas medidas de ajuste, en el tercer trimestre de 2009 la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó más en este sector. Los costes laborales por hora se elevaron un 5,4% en la industria, frente a un 2,9% en la construcción y un 2% en los servicios de mercado.

<sup>1</sup> El término «deriva salarial» se refiere a la parte del crecimiento de la remuneración por asalariado que no se explica por el crecimiento de los salarios negociados y/o de las cotizaciones sociales.

Gráfico 44 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

Tras registrar un mínimo histórico en el primer trimestre de 2009 y pese a mantenerse en valores negativos, el crecimiento de la productividad fue mejorando constantemente en la zona del euro en los trimestres siguientes, reflejo del ajuste retardado del empleo al crecimiento del producto. En el tercer trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de la productividad por asalariado disminuyó un 2,1%, registrando un descenso 1 punto porcentual inferior al observado en el segundo trimestre del año. Esta menor caída de la productividad, unida a la desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, contribuyó a reducir la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios, que bajó desde el 4,9% del segundo trimestre de 2009, hasta el 3,6% del tercer trimestre.

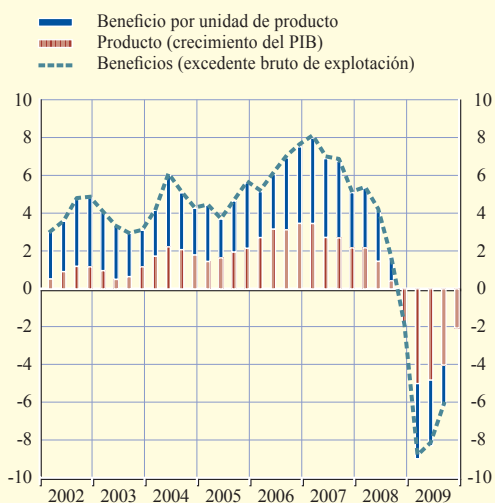
De cara al futuro, cabe esperar que las nuevas caídas previstas del empleo, unidas a la mejora gradual de la actividad económica, impulsen el retorno del crecimiento interanual de la productividad a valores positivos en el transcurso de 2010. Esta recuperación de la productividad, asociada a un continuo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

### 3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

En el tercer trimestre de 2009, según los datos trimestrales de contabilidad nacional, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios empresariales de la zona del euro disminuyó un 6,1%, siendo esta contracción más lenta que la observada en el primer semestre de 2009. Este descenso fue consecuencia de la caída de la actividad económica (volumen) y del descenso del margen por unidad de producto (véase gráfico 45). Los beneficios por unidad de producto disminuyeron, como resultado, principalmente, del acusado crecimiento de los costes laborales unitarios, impulsado por el nivel relativamente elevado de los salarios y por las políticas de acumulación de trabajo implantadas por las empresas de la zona del euro durante la reciente recesión.

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

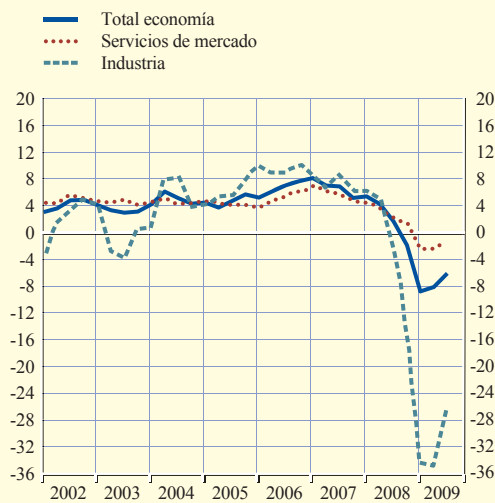
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Por lo que se refiere a la evolución observada en las principales ramas de actividad (industria y servicios de mercado), los datos disponibles indican que la contracción del crecimiento de los beneficios fue particularmente pronunciada en la industria, sector en el que registraron, en el tercer trimestre de 2009, un descenso interanual superior al 26%, lo que representa, sin embargo, una disminución del deterioro, en comparación con el descenso interanual próximo al 35% observado en el segundo trimestre de 2009 (véase gráfico 46). La reducción más acusada registrada en la industria es reflejo de la mayor caída de la actividad en esta rama y del mayor aumento de los costes laborales unitarios. El crecimiento de los beneficios en la industria tiende elevarse más en las fases expansivas del ciclo y a reducirse más en las fases contractivas. La última vez que se había observado una caída interanual de los beneficios en la industria fue a mediados de 2003. Por el contrario, el descenso interanual de los beneficios en los servicios de mercado, que comenzó en el primer trimestre de 2009 y continuó en el tercer trimestre, fue la primera caída registrada desde el inicio de la serie en 1996.

Haciendo abstracción de los datos de contabilidad nacional disponibles, el descenso de los costes laborales unitarios debería contribuir a la recuperación de los márgenes con respecto a los reducidos niveles observados en los tres primeros trimestres de 2009. Sin embargo, debido a su volatilidad y a la contracción sin precedentes registrada recientemente, las perspectivas de beneficios adolecen de una gran incertidumbre.

### 3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Se espera que la inflación medida por el IAPC se sitúe en torno al 1% a corto plazo y que se mantenga en una senda moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En línea con la lenta recuperación de la demanda interna y externa, se espera una evolución moderada de los precios, los costes y los salarios. Según las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2010 elaboradas por los

expertos del BCE para la zona del euro, la inflación interanual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 0,8% y el 1,6% en 2010 y entre el 0,9% y el 2,1% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2009 elaboradas por los expertos del Eurosistema, el intervalo previsto para 2010 se ha ajustado ligeramente a la baja, mientras que el contemplado para 2011 se ha revisado ligeramente al alza (véase recuadro 8).

Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados. Estos riesgos están relacionados, en particular, con las perspectivas de actividad económica y 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.



## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Sostenida por la recuperación de la economía mundial, los importantes estímulos macroeconómicos y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, la actividad económica de la zona del euro continuó creciendo en el cuarto trimestre de 2009. Según la primera estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro aumentó, en términos intertrimestrales, un 0,1% en los últimos tres meses de 2009, tras haber crecido un 0,4% en el tercer trimestre. Los indicadores disponibles sugieren que la recuperación económica de la zona del euro está en marcha, aunque es posible que siga siendo desigual.

De cara al futuro, se espera que el crecimiento del PIB real de la zona del euro siga siendo moderado durante el año actual, ya que es probable que las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva frenen la inversión y que se prevé que las débiles perspectivas de los mercados de trabajo de la zona del euro reduzcan el crecimiento del consumo. Asimismo, continuará el proceso de ajuste de los balances en distintos sectores, tanto dentro como fuera de la zona del euro.

Esta valoración también queda reflejada en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2010, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el 0,4% y el 1,2% en 2010, y entre el 0,5% y el 2,5% en 2011. Si se comparan con las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre de 2009, el intervalo estimado para el crecimiento del PIB real en 2010 es ligeramente más estrecho, mientras que, en el caso de 2011, el intervalo se ha revisado ligeramente al alza, como consecuencia del notable aumento de la actividad en todo el mundo. Se sigue considerando que los riesgos para las perspectivas económicas están prácticamente equilibrados, en un clima marcado por la persistencia de la incertidumbre.

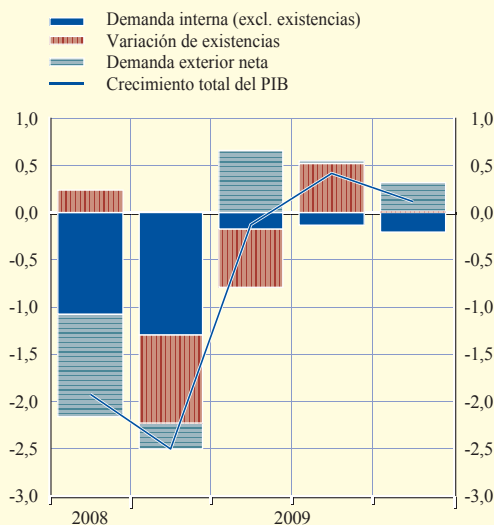
### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

La actividad económica de la zona del euro siguió creciendo en el último trimestre de 2009, aunque a un ritmo más lento que en el periodo comprendido entre julio y septiembre de 2009. Según la primera estimación de Eurostat, el PIB real de la zona aumentó un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el último trimestre del año, comparado con el incremento del 0,4% registrado en el periodo de tres meses anterior. El crecimiento económico de los dos últimos trimestres de 2009 se ha producido después de que el PIB de la zona del euro se contrajera durante cinco trimestres consecutivos (véase gráfico 47).

La tasa de crecimiento del PIB real en el trimestre final de 2009 estuvo determinada totalmente por la contribución positiva de la demanda exterior neta, cifrada en 0,3 puntos porcentuales, mientras que la contribución de la demanda interna, excluidas las existencias, fue de nuevo negativa. Esta aportación negativa, de 0,2 puntos porcentuales, es atribuible al estancamiento del consumo privado y al descenso de la inversión y del consumo público. La variación de existencias no realizó ninguna aportación al crecimiento del PIB en el último trimestre

Gráfico 47 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

de 2009, tras haber contribuido con 0,5 puntos porcentuales en el trimestre anterior. La moderación observada en la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real durante los tres últimos meses de 2009 confirma las expectativas de que la recuperación económica de la zona del euro podría seguir una senda desigual. Los datos procedentes de las encuestas indican que el crecimiento intertrimestral del PIB real debería seguir siendo positivo en el periodo comprendido entre enero y marzo de 2010.

Pese a volver a tener un crecimiento positivo, en términos intertrimestrales, la tasa de crecimiento anual del PIB real de la zona del euro cayó, por primera vez en la historia de la zona, un 4,1% en 2009, tras haber crecido un 0,6% el año anterior. La acusada contracción experimentada por el PIB en 2009 fue reflejo, sobre todo, del importante efecto arrastre negativo procedente de 2008, dado que la recesión económica ya se había iniciado en ese año. En el recuadro 6 se recuerda el concepto de efecto arrastre y se muestra el efecto que tendrá en la tasa de crecimiento anual del año en curso.

#### Recuadro 6

#### EL EFECTO ARRASTRE SOBRE EL CRECIMIENTO MEDIO ANUAL DEL PIB REAL

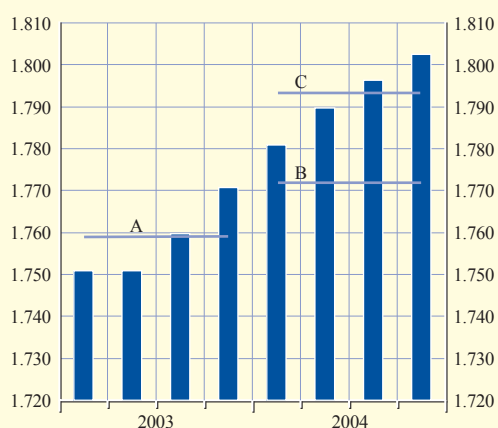
En este recuadro se recuerda el concepto «efecto arrastre» y se pone de relieve su importancia para entender la dinámica de crecimiento en 2009 y las perspectivas para 2010<sup>1</sup>.

La tasa media de crecimiento anual del PIB real para un año dado viene determinada por la dinámica de crecimiento en ese año concreto y en el año anterior, lo que se denomina «efecto arrastre». Este efecto muestra cuánto crecería el PIB en un año dado si todas las tasas de crecimiento intertrimestrales de ese año hubieran sido nulas (lo que equivale a suponer que los niveles trimestrales del PIB en ese año se habrían mantenido en el mismo nivel que los del cuarto trimestre del año anterior). Así pues, la dinámica de crecimiento dentro del año considerado es simplemente la diferencia entre la tasa media de crecimiento anual y el efecto arrastre.

En el gráfico A se muestra el perfil del nivel trimestral del PIB de la zona del euro en 2003 y 2004 como ejemplo histórico del empleo de este concepto. Las líneas A y C representan el nivel medio del PIB registrado en 2003 y 2004, respectivamente, mientras que la línea B corresponde al nivel medio del PIB en 2004, si todas las tasas de crecimiento intertrimestral en ese año hubieran sido nulas (es decir, los niveles trimestrales hubieran sido los mismos que los registrados en el cuarto trimestre de 2003). La diferencia porcentual entre A y C corresponde a la tasa media de crecimiento anual en 2004 (1,9%), la diferencia porcentual entre A y B, al efecto arrastre (0,7%), y la diferencia porcentual entre B y C, a la dinámica de crecimiento en 2004 (1,2%). Estas tasas

**Gráfico A Nivel del PIB real de la zona del euro en 2003 y 2004**

(mm de euros a precios de 2000; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
 Nota: Los datos están desestacionalizados y ajustados en parte por días laborables.

<sup>1</sup> Véanse recuadros 6 y 8 del Boletín Mensual de diciembre de 2001 y de marzo de 2005, respectivamente.

de crecimiento también corresponden a las medias históricas calculadas para el período 1981-2009. El efecto arrastre, que es favorable en promedio, está relacionado con el hecho de que el PIB muestra predominantemente una tendencia positiva. El efecto arrastre explica, en promedio, más de un tercio del crecimiento anual del PIB.

El gráfico B muestra el crecimiento medio anual del PIB entre 1981 y 2009, desagregado en efecto arrastre y dinámica de crecimiento en el año. También se presenta el efecto arrastre para 2010.

En 2008, la dinámica de crecimiento del año fue negativa (-0,1%). De hecho, el crecimiento medio observado (del 0,5%) queda explicado totalmente por el efecto arrastre (0,7%) derivado del perfil de crecimiento de 2007.

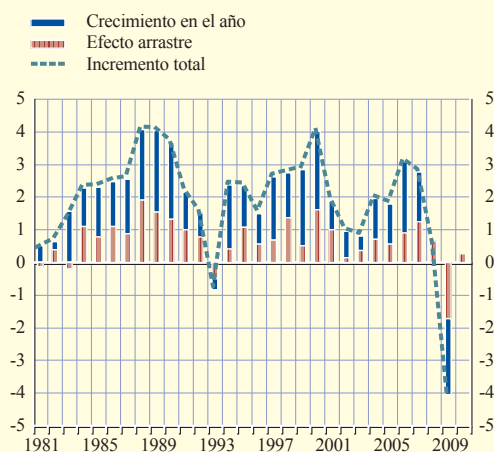
Cabe efectuar otra observación referida a la desaceleración sin precedentes registrada en 2009, cuando el PIB se contrajo un 4%. Tanto el efecto arrastre (-1,7%) como la dinámica de crecimiento en el año (-2,3%) fueron negativos. Ciertamente, la desaceleración se había iniciado en 2008 y continuó en 2009, sobre todo en el primer semestre del año.

Se estima que el efecto arrastre sobre el crecimiento en 2010, derivado del crecimiento en 2009, se sitúa en un 0,3%<sup>2</sup>. Aunque es más bajo que la media histórica, el efecto sigue siendo positivo, sugiriendo que el PIB comenzó a aumentar de nuevo durante 2009. Las proyecciones y estimaciones disponibles elaboradas por organizaciones internacionales y por el sector privado sitúan el crecimiento medio anual del PIB en el intervalo comprendido entre el 0,7% y el 1,3% en 2010. (Véase el recuadro 8 sobre las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE). Ello supone que las expectativas relativas a la dinámica de crecimiento en el año se sitúan en un intervalo comprendido entre el 0,4% y el 1%. Si bien el intervalo es inferior a la media del 1,2% registrada en los últimos 30 años, sigue mostrando que las expectativas apuntan a una continuación del movimiento al alza del PIB que se inició en 2009. Lo mismo ocurre con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE, que prevén que el crecimiento del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el 0,4% y el 1,2% en 2010.

Cabe mencionar que la primera estimación del crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre de 2009 (del 0,1%) fue inferior a lo esperado por numerosos analistas. Este hecho podría dar lugar a una revisión a la baja en algunas proyecciones del crecimiento anual del PIB real en 2010. Por ejemplo, la encuesta llevada a cabo por el Barómetro de la Zona del Euro a mediados de febrero, antes de la publicación de la estimación preliminar para el cuarto trimestre, apuntaba a un crecimiento intertrimestral del PIB real del 0,4% en el cuarto trimestre de 2009, lo que suponía un efecto arrastre del 0,5% en ese momento. Por lo tanto, los débiles resultados registrados en el cuarto trimestre (del 0,1%) implican un efecto mecánico a la baja cercano a 0,2 puntos porcentuales en el crecimiento medio anual del PIB real en 2010.

**Gráfico B Crecimiento anual del PIB de la zona del euro, efecto arrastre y crecimiento en el año**

(tasas de variación anual; datos anuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos están desestacionalizados y ajustados en parte por días laborables.

<sup>2</sup> Esta estimación puede variar, pues puede que se produzcan revisiones en las cuentas anuales que se publicarán próximamente.

## CONSUMO PRIVADO

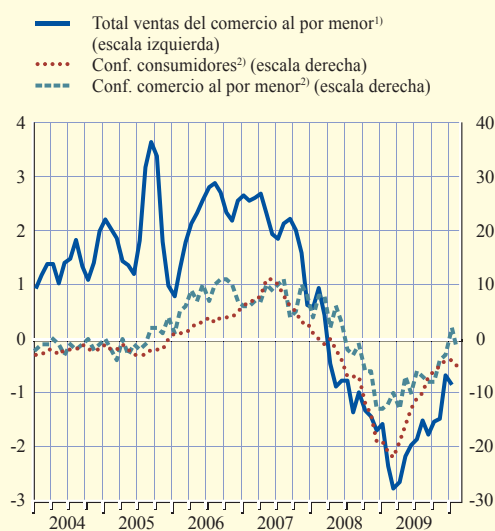
El consumo privado se estancó en el cuarto trimestre de 2009, tras haber disminuido un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del año. Estas cifras confirman que el consumo privado ha mantenido su debilidad, tras las fuertes contracciones registradas a finales de 2008 y a comienzos de 2009. Los indicadores más recientes sugieren que el gasto en consumo ha seguido siendo moderado a principios de 2010.

El gasto en consumo se ha visto frenado en los últimos trimestres por distintos factores. Un determinante fundamental en la falta de dinamismo de la evolución del consumo ha sido la debilidad de la renta real disponible de los hogares. Varios hechos han influido en el crecimiento de la renta disponible de los hogares durante el pasado año. Por una parte, esta variable se vio respaldada por el aumento registrado en la remuneración nominal que, pese a desacelerarse en 2009, se mantuvo en tasas relativamente elevadas (véase sección 3.3). Asimismo, los bajísimos niveles de la inflación medida por el IAPC observados en 2009 han contribuido a sostener el crecimiento de la renta en términos reales. Por otra parte, la renta real disponible se ha visto afectada negativamente por la caída del empleo, que ha moderado las rentas del trabajo y, por lo tanto, el consumo. Además de la debilidad de la renta disponible de los hogares, el gasto en consumo se ha retraído debido a la incertidumbre en torno a las perspectivas de empleo, la caída de los precios de los inmuebles residenciales y las pérdidas de riqueza financiera acumuladas. Por otra parte, las condiciones para la concesión de créditos al consumo se han endurecido sustancialmente tras la desaceleración económica, aunque el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de esta modalidad de crédito se redujeron durante 2009 (véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2010», en el Boletín Mensual de febrero de 2009). Como resultado de todos estos factores, la tasa de ahorro de los hogares se elevó de forma pronunciada durante el pasado año. Según las cuentas integradas de la zona del euro, la tasa de ahorro de los hogares ascendió hasta el 15,5% en el tercer trimestre 2009, es decir, 1,7 puntos porcentuales por encima del nivel del año anterior.

El perfil temporal del consumo también se ha visto influido por las ayudas públicas para sustituir los vehículos antiguos por otros nuevos. Los efectos de las ayudas, que estimularon el consumo en los primeros trimestres de 2009, han disminuido notablemente en la última parte del año y a principios de 2010, dado que los incentivos fiscales se están retirando progresivamente en distintos países de la zona del euro. Ello se pone de manifiesto en el hecho de que las tasas de crecimiento de las matriculaciones de automóviles descendieron del 12,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2009, al 2,8% y al 1,2%, respectivamente, en los dos últimos trimestres del año. Esta evolución ha quedado reflejada, en gran medida, en la tasa de crecimiento de las ventas del comercio al por menor, incluidas las matriculaciones de automóviles. En el último trimestre 2009, la tasa de crecimiento intertrimestral de esta variable fue

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

(datos mensuales)



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

nula, si se compara con la tasa de crecimiento del 0,2% del trimestre anterior. Por el contrario, las ventas del comercio al por menor, excluidas las matriculaciones de automóviles, descendieron, prácticamente a la misma tasa, en el tercer y cuarto trimestres de 2009. El impacto de los incentivos fiscales para la adquisición de automóviles siguió disminuyendo, apuntando a la existencia de presiones a la baja sobre el gasto en consumo en los próximos trimestres. Estas perspectivas se han visto confirmadas hasta la fecha por los aún escasos datos disponibles respecto a la evolución del consumo a comienzos de 2010. En enero de ese año, las matriculaciones de automóviles cayeron un 8,5% con respecto al trimestre anterior, mientras que las ventas del comercio al por menor se redujeron un 0,3% (véase gráfico 48).

La confianza de los consumidores, favorecida por la mejora registrada en la valoración de la situación económica general y en las perspectivas de empleo, mantuvo una tendencia al alza desde comienzos de 2009 hasta diciembre del mismo año. No obstante, si se compara con recuperaciones anteriores, las perspectivas de empleo recogidas en la encuesta de opinión a los consumidores han mejorado en menor medida. Asimismo, pese a su aumento, el nivel de confianza existente a finales de 2009 siguió siendo más bajo que su media a largo plazo desde 1985. En cuanto a la evolución más reciente, la confianza de los consumidores descendió en febrero de 2010 por primera vez en diez meses. Este retroceso es posterior a la estabilidad observada en la confianza en el mes anterior y proporciona nueva evidencia de la pausa que se ha registrado en la tendencia al alza que la confianza de los consumidores había mostrado desde principios de 2009. También indica que la incertidumbre de los consumidores de la zona del euro acerca de la solidez y sostenibilidad de la recuperación económica. En general, aunque la confianza de los consumidores ha resultado ser un indicador relativamente inadecuado de las variaciones intertrimestrales registradas en el consumo de la zona del euro, ha sido un indicador razonablemente bueno de la evolución tendencial del consumo. En el recuadro 7 se explica cómo se compila el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea y se analiza su utilidad para evaluar la evolución del consumo privado.

De cara al futuro, el crecimiento del consumo privado debería mantener su moderación durante 2010. Se prevé que la renta real disponible de los hogares se vea afectada negativamente por un descenso de las rentas del trabajo, provocado por la reducción del empleo, aunque se espera que la baja inflación y las transferencias públicas sostengan la renta real. Al mismo tiempo, parece menos probable que se produzcan nuevos incrementos en la tasa de ahorro.

#### Recuadro 7

##### **COMPILACIÓN, UTILIDAD Y EVOLUCIÓN RECIENTE DEL INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES DE LA ZONA DEL EURO**

En este recuadro se explica cómo se compila el indicador de confianza de los consumidores de la zona del euro, de la Comisión Europea (DG ECFIN), y se analiza su utilidad para evaluar la evolución del gasto de los hogares, medido por el consumo privado. También se efectúa una comparación entre las recuperaciones del consumo privado en la actualidad y en 1993.

##### **La compilación de la confianza de los consumidores**

La encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea plantea mensualmente a los hogares un conjunto de preguntas sobre las finanzas, el mercado de trabajo y la situación económica,

**Correlación entre el crecimiento interanual del consumo privado y la confianza de los consumidores:  
I 1985 - III 2009**

	Interanual	Intertrimestral
Confianza de los consumidores	0,72	0,47
Situación financiera de los hogares	0,81	0,53
Situación económica general	0,74	0,53
Desempleo (invertido)	0,59	0,37
Ahorro	0,53	0,31
Compras de bienes duraderos	0,87	0,53

Fuentes: Eurostat, DG ECFIN y cálculos del BCE.

Nota: Aun cuando las preguntas de la encuesta se refieren al futuro, el cuadro muestra las correlaciones contemporáneas, ya que tienden a ser más elevadas que las correlaciones desfasadas de la confianza de los consumidores.

entre otros asuntos; algunas de estas preguntas se refieren al pasado, mientras que otras lo hacen al futuro. En la mayoría de las preguntas se ofrece a los encuestados seis posibles repuestas cualitativas<sup>1</sup>. Cada pregunta se resume como un saldo porcentual obtenido a partir de la proporción de encuestados que optan por cada una de las categorías de respuesta (descartando las respuestas «se mantuvo igual» y «no sé»). El indicador de confianza de los consumidores se calcula como la media aritmética de los cuatro saldos obtenidos de las cuatro preguntas sobre el futuro. Dos de estas preguntas se refieren a las expectativas relativas a su situación personal, mientras que las otras dos conciernen a la evolución agregada en un país dado<sup>2</sup>.

**Utilidad del indicador de confianza de los consumidores para evaluar el crecimiento del consumo de la zona del euro**

Una ventaja importante del indicador de confianza de los consumidores es su puntualidad. Los resultados suelen publicarse mensualmente, al final del período al que hacen referencia. Incluso para la media intertrimestral, esto implica, por ejemplo, un adelanto de ocho o nueve semanas con respecto a la fecha en que se publican las cifras intertrimestrales de consumo privado. Recientemente, DG ECFIN introdujo una estimación de avance de este indicador para la zona del euro, adelantando la disponibilidad de la información preliminar en unos diez días.

En general, el indicador de confianza de los consumidores proporciona una indicación razonablemente correcta de la evolución tendencial del consumo, mostrando una elevada correlación con el crecimiento interanual del consumo (0,72, véase cuadro), aunque la correlación con los movimientos intertrimestrales del consumo de la zona del euro, que son más volátiles, es mucho menor (0,47).

La valoración de la situación financiera futura de los hogares muestra la correlación más elevada con el crecimiento interanual del consumo, mientras que la pregunta relativa a los ahorros presenta la correlación más baja. Cabe destacar que otra pregunta de la encuesta, que no se incluye en el indicador de confianza de los consumidores, sobre las compras previstas de bienes duraderos, muestra un mayor grado de correlación que la confianza de los consumidores y que cualquiera de sus componentes<sup>3</sup>. El alto grado de correlación entre el crecimiento interanual del consumo, la confianza de los consumidores y las compras de bienes duraderos también figura en el gráfico A.

1 Las categorías de respuesta se estructuran habitualmente como sigue: (i) mejoró mucho; (ii) mejoró un poco; (iii) se mantuvo igual; (iv) empeoró un poco; (v) empeoró mucho; o (vi) no sé.

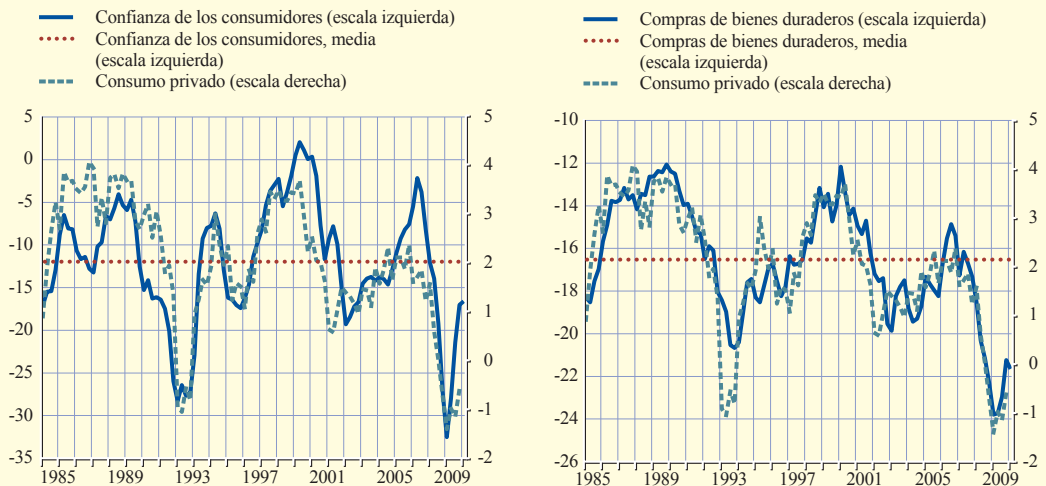
2 Las preguntas son las siguientes: (i) ¿Cómo espera que cambie la situación financiera de su hogar en los próximos 12 meses?; (ii) ¿Cómo espera que cambie la situación económica general en los próximos 12 meses?; (iii) ¿Cómo espera que varíe el número de personas desempleadas en este país en los próximos 12 meses?; y (iv) ¿Qué probabilidad hay de que ahorre dinero en los próximos 12 meses?

3 «Si lo compara con los 12 meses anteriores, ¿espera gastar más o menos dinero en la compra de bienes duraderos (muebles, aparatos eléctricos o electrónicos, etc.) en los próximos 12 meses?»



## Gráfico A Consumo privado, confianza de los consumidores y compras de bienes duraderos

(saldo porcentual; tasa de crecimiento interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, DG ECFIN y cálculos del BCE.

Nota: Los datos procedentes de las encuestas para el primer trimestre de 2010 se han estimado utilizando los resultados de enero y febrero de 2010.

### Evolución reciente y comparación con la recuperación de 1993

Aunque la confianza de los consumidores a comienzos de 2010 sigue estando por debajo de su media a largo plazo, el gráfico A pone de manifiesto que ha aumentado desde que comenzó 2009, tras un prolongado período de descenso que se inició en el primer semestre de 2007. No obstante, el crecimiento del consumo no se ha recuperado en la misma medida y la brecha entre consumo y confianza fue inusualmente amplia en el tercer trimestre de 2009. A este respecto, merece la pena recordar que, recientemente, el perfil del crecimiento del consumo ha estado determinado en gran medida por los incentivos fiscales orientados a impulsar la venta de automóviles en algunos países. Si bien estas medidas fiscales tuvieron un impacto al alza sobre el consumo en torno a mediados de 2009, es probable que hayan tenido un efecto a la baja hacia finales del año pasado y comienzos de 2010, debido a su retirada. Podría suceder que estas medidas transitorias solo hayan quedado reflejadas en parte en el indicador de confianza. Además, la velocidad y la profundidad sin precedentes de la reciente desaceleración podría haber afectado no solo a la relación entre el indicador de saldos porcentuales de la confianza de los consumidores y el crecimiento interanual del consumo, sino que, indudablemente, también podría haber planteado retos a los estadísticos a la hora de compilar los indicadores macroeconómicos (por ejemplo, ajustes de estacionalidad y por días laborables). Por lo tanto, puede que las últimas estimaciones del crecimiento del consumo sean más susceptibles de registrar futuras revisiones que lo que es habitual. El gráfico B muestra la confianza de los consumidores, las contribuciones de sus componentes y el crecimiento interanual del consumo para los períodos en torno a los mínimos observados en el segundo trimestre de 1993 y en el primer trimestre de 2009, respectivamente.

Las consecuencias del último incremento de la confianza de los consumidores puede examinarse a la luz de su evolución tras el mínimo registrado en el crecimiento del consumo en el segundo trimestre de 1993, cuanto las tasas de crecimiento interanual se adentraron en un territorio negativo similar en magnitud a las alcanzadas en el primer trimestre de 2009 (en torno al  $-1,0\%$ ). En la recuperación,

fue la valoración relativa al desempleo y a la situación económica general la que impulsó la confianza de los consumidores. Así pues, el factor que más influyó en las decisiones de consumo de los hogares fueron las opiniones sobre el estado general de la economía que respaldaron el aumento de la confianza, y no las opiniones sobre la situación personal de los hogares. Este hecho es algo sorprendente, pues cabría esperar que las opiniones sobre la situación personal determinarían más los puntos de inflexión y las recuperaciones del consumo. Por otra parte, podría ocurrir que las expectativas sobre la situación general de la economía reflejaran mejor la evolución cíclica que las expectativas sobre la situación personal.

La evolución de la confianza de los consumidores y de sus componentes tras el último punto de inflexión observado en el crecimiento del consumo en el primer trimestre de 2009 no difiere significativamente de la experiencia posterior al mínimo registrado en el segundo trimestre de 1993. De nuevo, las opiniones sobre el estado general de la economía son las que explican el aumento de la confianza. Sin embargo, la mejora en la valoración del desempleo, es, hasta el primer trimestre de 2010, menor que en la recuperación anterior.

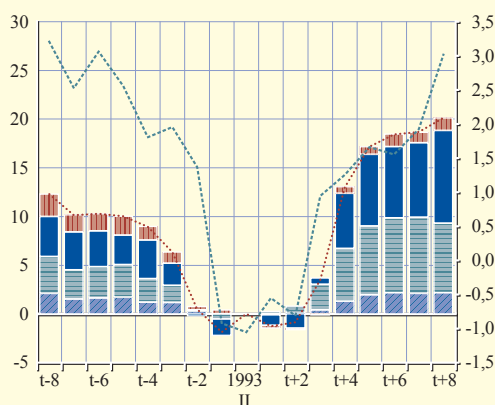
En la coyuntura actual, es probable que sea demasiado pronto para evaluar si la evolución reciente de la confianza de los consumidores marca un punto de inflexión genuino en el crecimiento del consumo. Sin embargo, a menos que el consumo sufra una nueva contracción, las tasas de crecimiento interanual podrían incrementarse a causa de los efectos de base, una vez que las negativas o moderadas tasas de crecimiento intertrimestral observadas en 2009 se aparten de las tasas de crecimiento interanual. Aun así, la velocidad y solidez de la recuperación del consumo están rodeadas de una gran incertidumbre, habida cuenta del debilitamiento esperado del impacto de los incentivos fiscales a la compra de automóviles, del hecho de que la confianza de los consumidores siga siendo inferior a su media de largo plazo y de las débiles perspectivas del mercado de trabajo. Por otra parte, el indicador relativo a las compras de bienes duraderos ha mostrado un repunte más tímido que la confianza general de los consumidores.

**Gráfico B Consumo privado, confianza de los consumidores y sus componentes**

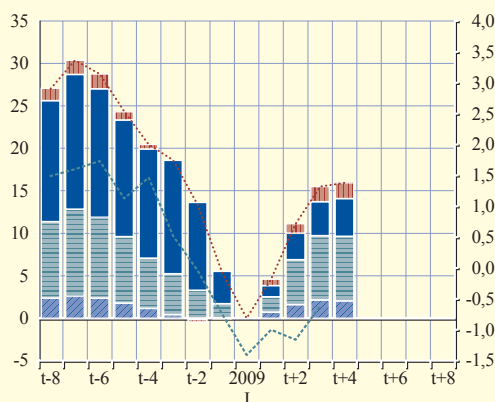
(saldo porcentual; tasa de crecimiento interanual)

- Desempleo - invertido (escala izquierda)
- Ahorro (escala izquierda)
- Situación económica general (escala izquierda)
- Situación financiera de los hogares (escala izquierda)
- Confianza de los consumidores (escala izquierda)
- Consumo privado (escala derecha)

**Mínimo en II 1993**



**Mínimo en I 2009**



Fuentes: Eurostat, DG ECFIN y cálculos del BCE.

Nota: La confianza de los consumidores se ha reescalado a cero en los trimestres en los que el crecimiento interanual del consumo alcanzó el mínimo: segundo trimestre de 1993 y primer trimestre de 2009. Los subcomponentes de la confianza se presentan como contribuciones a la confianza general. Los datos procedentes de las encuestas para el primer trimestre de 2010 se han estimado utilizando los resultados de enero y febrero de 2010.

## INVERSIÓN

La formación bruta de capital fijo cayó un 0,8%, en tasa intertrimestral, en los tres últimos meses de 2009, tras una reducción del 0,9% en el período de tres meses anterior. La inversión ha venido contrayéndose desde el segundo trimestre de 2008 a causa de la debilidad de la demanda, la escasa confianza empresarial, el crecimiento negativo de los ingresos, el nivel históricamente bajo de utilización de la capacidad productiva y el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. Pese a los nuevos descensos registrados en el segundo semestre de 2009, la evolución reciente señala una mejora significativa, sobre todo en vista de las grandes caídas observadas durante la desaceleración económica. Por ejemplo, en el primer trimestre de 2009 la inversión se redujo un 5,4% en comparación con el trimestre anterior, en que también había experimentado un importante descenso.

Las cifras de inversión agregada pueden entenderse mejor si se analizan por separado los dos componentes principales de la formación bruta de capital fijo: inversión en construcción e inversión, excluida la construcción. La inversión en construcción, que incluye los inmuebles residenciales y comerciales y que representa casi la mitad de la inversión total, se ha visto muy afectada por la evolución de los mercados de inmuebles. El crecimiento de la inversión en construcción ha sido negativo desde el segundo trimestre de 2008, debido al exceso de capacidad existente en algunos países, a las restricciones de financiación crediticia y al crecimiento más lento de los precios de los inmuebles residenciales y comerciales. La moderada evolución del precio de los inmuebles hace que la inversión residencial sea menos rentable. Si se considera la evolución más reciente, los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro cayeron en el primer semestre de 2009, como consecuencia de las pronunciadas correcciones registradas en aquellos países que habían presentado una mayor subida de los precios de la vivienda en el período transcurrido hasta 2005. La reducción de los precios de la vivienda en la zona se ha asociado al elevado *stock* de viviendas acumulado y a la debilidad de la demanda (para más información, véase el recuadro 3 del Boletín Mensual de febrero).

De cara al futuro, la concesión de licencias de obra indica que la falta de dinamismo en el mercado de la vivienda se mantendrá, dado que el número de licencias concedidas siguió cayendo de forma acusada en el tercer trimestre de 2009. Así pues, parece probable que el ajuste que está teniendo lugar en los mercados inmobiliarios de la zona del euro continúe afectando a la inversión en construcción en los próximos trimestres. Además, es posible que las severas condiciones meteorológicas que se observaron hacia finales de año en muchos países de la zona del euro hayan dificultado considerablemente la actividad constructora. Cabe la posibilidad de que estas consecuencias se plasmen en las cifras de inversión en construcción del último trimestre de 2009 y del primer trimestre de 2010. Asimismo, pese a la caída de los tipos hipotecarios, las condiciones de financiación no han sido favorables, ya que la última encuesta sobre préstamos bancarios ha mostrado un nuevo endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito que se aplica a las hipotecas, aunque a un ritmo más lento que en encuestas anteriores.

La inversión, excluida la construcción, (principalmente, en activos destinados a su utilización en la producción de bienes y servicios) también ha caído de forma acusada durante la recesión económica, ya que la debilidad de la demanda hizo descender la rentabilidad, las presiones sobre la capacidad productiva se atenuaron y el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito aumentó los costes de financiación y redujo la disponibilidad de fondos. No obstante, en el tercer trimestre de 2009 (no se ha publicado aún la desagregación de la inversión para el último trimestre de 2009) se ha observado que la inversión, excluida la construcción, descendió solamente un 0,3%, en comparación con el trimestre anterior.

Se prevé que este tipo de inversión siga mejorando en los próximos trimestres, pero que mantenga su moderación en términos generales, como resultado de la escasa utilización de la capacidad productiva

y de las débiles perspectivas de la demanda interna y del crecimiento de los beneficios. Si bien la utilización de la capacidad productiva mejoró ligeramente hasta finales de enero, se mantuvo, sin embargo, muy por debajo de su media a largo plazo. Un factor adicional que podría influir en los gastos de capital es el coste y la disponibilidad de la financiación. En general, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras ha descendido, mientras que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito aplicados por los bancos ha seguido disminuyendo. Sin embargo, la dinámica de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras siguen siendo extremadamente moderada (véase sección 2).

La recuperación de la inversión ha sido siempre especialmente lenta y gradual durante los períodos en los que una crisis financiera ha intensificado la recesión económica<sup>1</sup>. En resumen, se espera que la inversión agregada mantenga su debilidad en los próximos trimestres.

### CONSUMO PÚBLICO

El crecimiento del consumo público en los tres primeros meses de 2009 mantuvo su dinamismo, al contrario que otros componentes de la demanda interna. Sin embargo, descendió un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2009, tras un incremento del 0,8% en el tercer trimestre. La dinámica relativamente fuerte que se observó en el primer semestre de 2009 se debió a que algunas partidas de gasto público en consumo, como los salarios del sector público, no se vieron afectadas directamente por la evolución cíclica. Sin embargo, este apoyo a la demanda interna procedente del consumo público desapareció en el cuarto trimestre de 2009, y se prevé que siga siendo moderado en 2010.

### EXISTENCIAS

Tras las importantes aportaciones negativas a la contracción del PIB de la zona del euro en el primer semestre de 2009, las existencias contribuyeron positivamente al crecimiento intertrimestral del PIB en el tercer trimestre, pero no realizaron ninguna aportación en el último trimestre de 2009. La recesión económica se vio agravada en el primer semestre de 2009 por el patrón cíclico de las existencias, según el cual las empresas que prevén una caída de la demanda acusada y posiblemente prolongada tienden a reducir sus existencias recortando la producción de forma drástica, mientras tratan de mantener una ratio óptima de existencias en relación con las ventas. No obstante, el ajuste a la baja de las existencias suele ralentizarse finalmente para evitar una caída excesiva de la ratio cuando comienzan a aumentar de nuevo las ventas.

En un entorno de rápida desacumulación de existencias y de recuperación de la actividad económica, el ritmo de desacumulación se redujo en el tercer trimestre de 2009, y, como resultado, las existencias realizaron una contribución positiva al crecimiento del PIB real, cifrada en 0,5 puntos porcentuales. No obstante, según los datos de contabilidad nacional, el ritmo de desacumulación se mantuvo constante en el último trimestre de 2009 y, por lo tanto, la variación de existencias no contribuyó al crecimiento del PIB.

De cara al futuro, tanto las encuestas como la evidencia anecdótica sugieren que es cada vez mayor la percepción de que el nivel de existencias es escaso, tanto en las manufacturas como en el comercio al por menor. Así pues, es probable que la contribución de las existencias al crecimiento del PIB de la zona del euro vuelva a ser positiva en el primer trimestre de 2010. No obstante, sigue existiendo un elevado grado de incertidumbre en cuanto a la magnitud de la contribución, pues depende de la rapidez con la que repunte la demanda y de la celeridad con la que las empresas revisen sus expectativas sobre las perspectivas futuras.

1 Véase el artículo titulado «La última recesión de la zona del euro en un contexto histórico», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009.

## COMERCIO

La recuperación de la economía mundial ha fortalecido el comercio internacional y, como resultado, ha aumentado la demanda de bienes y servicios de la zona del euro en el segundo semestre de 2009. En paralelo, las importaciones de la zona también han repuntado, tras la recuperación observada en la actividad económica de la zona y, en particular, el repunte de la producción industrial.

Tras la fuerte contracción observada a finales de 2008 y comienzos de 2009, y un nuevo, aunque más moderado, descenso en el segundo trimestre de 2009, las exportaciones y las importaciones se incrementaron con respecto al trimestre anterior, en un 2,9% y un 2,8%, respectivamente, en el tercer trimestre de 2009. El repunte del comercio se desaceleró en el último trimestre de 2009, cuando las exportaciones y las importaciones crecieron un 1,7% y 0,9%, respectivamente. Debido a la ralentización más acusada que se registró en el crecimiento de las importaciones, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real de la zona del euro fue de 0,3 puntos porcentuales en el último trimestre de 2009. La recuperación de las exportaciones y las importaciones en el segundo semestre de 2009 fue generalizada y afectó a las principales categorías de productos. En concreto, las exportaciones e importaciones de bienes intermedios, que habían sido el determinante principal del retroceso anterior de los flujos comerciales, mostraron los mayores descensos.

De cara al futuro, los indicadores de opinión señalan que la economía mundial se encuentra en la senda de recuperación, lo que puede dar lugar a un nuevo aumento de la demanda de productos de la zona del euro, sobre todo de bienes intermedios y de capital, que debería, a su vez, sostener a las empresas de la zona del euro dedicadas a la exportación. Por el contrario, como se prevé que la recuperación de la zona del euro vaya ligeramente a la zaga de la recuperación de la actividad económica internacional, el crecimiento de las importaciones podría resultar ser algo más lento que el crecimiento de las exportaciones.

## 4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica examinada desde una perspectiva de valor añadido muestra que el crecimiento económico no ha sido generalizado en todos los sectores y que la actividad creció en el segundo semestre de 2009, impulsada principalmente por la industria. La rama de servicios no registró crecimiento alguno en el tercer trimestre y creció de forma moderada en el último trimestre del año, mientras que la construcción siguió contrayéndose en ambos trimestres. Los datos procedentes de las encuestas señalan un nuevo y tímido avance del valor añadido a comienzos de 2010.

La situación del mercado laboral siguió deteriorándose (véase más adelante la sección sobre el mercado de trabajo). El crecimiento del empleo se desaceleró un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2009, y el desempleo de la zona del euro alcanzó el 9,9% a finales de año.

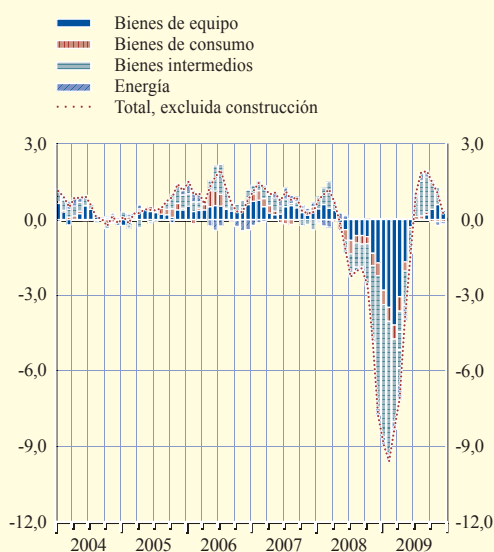
### PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

La actividad industrial fue el principal determinante del aumento del valor añadido en el conjunto de la zona del euro en el segundo semestre de 2009. Tras contraerse durante cinco meses consecutivos, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) creció un 2,3% y un 0,3%, respectivamente, en el tercer y cuarto trimestres del año pasado.

Los incrementos del valor añadido de la industria reflejaron la evolución de la producción industrial, que creció un 1,9%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2009, y un 0,2% en el último trimestre del año, como consecuencia del sustancial descenso intermensual registrado en diciembre de 2009 (véa-

**Gráfico 49 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones**

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

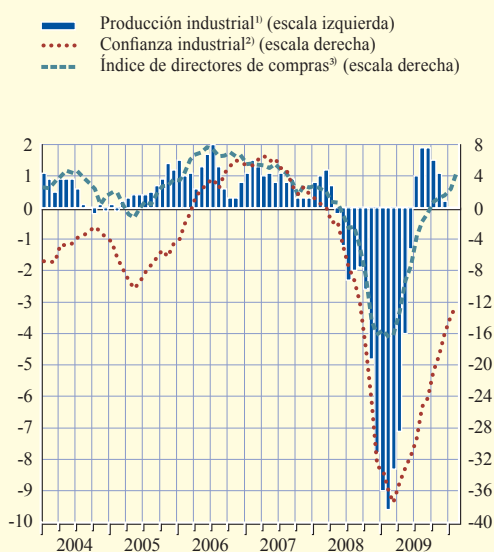


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

Nota: Todas las series se refieren a las manufacturas.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

se gráfico 49). Si se consideran las principales ramas de actividad en el segundo semestre de 2009, la producción avanzó, en particular, en la de bienes intermedios y de equipo, mientras que mantuvo su debilidad en la de bienes de consumo. Las divergencias entre los distintos sectores son coherentes con un primer estadio de la recuperación, que habitualmente muestra un crecimiento más sólido en la rama de bienes intermedios. Como resultado del aumento de la actividad, la utilización de la capacidad productiva en la industria se elevó hasta el 72,4% en enero de 2010. Sin embargo, este nivel se mantiene muy por debajo del 81,5%, que es su media de largo plazo. En la encuesta de opinión de la Comisión Europea, las empresas indican que los límites a la producción se redujeron ligeramente en el segundo semestre de 2009, a causa del descenso de restricciones procedentes de la demanda y de los factores financieros, pero se mantuvieron en niveles elevados. De cara al futuro, los datos de las encuestas de opinión sugieren que el crecimiento de la industria siguió siendo positivo a comienzos de 2010 (véase gráfico 50). El índice de directores de compras relativo al producto del sector manufacturero de la zona del euro continuó mejorando en febrero de 2010 hasta situarse en 57, un nivel superior a su media anterior a la recesión y que apunta a una sólida tasa de expansión en este sector. Otras encuestas de confianza industrial y evidencia anecdótica han apuntado también a un crecimiento adicional en esta rama de actividad.

La actividad en la construcción continuó retrocediendo en los últimos trimestres. El valor añadido de la construcción se redujo un 1,1%, en tasa intertrimestral, en los tres últimos trimestres de 2009, a una tasa prácticamente en línea con los descensos registrados en los tres trimestres anteriores, pero no tan negativa como la observada a finales de 2008. Se pudieron distinguir diferencias relativamente importantes entre los países de la zona en cuanto al valor añadido de la construcción, siendo más acusados los descensos en



los países en los que el peso de este sector, en términos del PIB, había aumentado significativamente antes de que se produjeran las turbulencias en los mercados financieros. En general, la evolución de la construcción continuó estando determinada por los ajustes en el mercado de la vivienda, como se describió anteriormente. Este hecho se ve confirmado, también, por el comportamiento de los dos principales subsectores —construcción y obra civil—, que ha sido muy distinto. El primer subsector, que incluye los inmuebles residenciales y comerciales, se ha caracterizado por una acusada disminución de la actividad, mientras que la obra civil se ha recuperado, beneficiándose, asimismo, de las medidas de estímulo públicas.

La actividad en la rama de servicios se ha visto menos afectada que otros sectores durante la recesión económica, ya que la actividad en este sector es mucho menos sensible a la evolución cíclica que las manufacturas y la construcción. Tras descender a finales de 2008 y principios de 2009, el valor añadido de los servicios ha mantenido su moderación en los últimos trimestres. Después de registrar un crecimiento escaso en el segundo trimestre del año, el valor añadido de los servicios se estancó en el período de tres meses siguiente, y aumentó un 0,1% en el cuarto trimestre de 2009. La información disponible sobre los principales subsectores muestra que, tras las pronunciadas caídas observadas en torno a finales de 2008 y principios de 2009, el valor añadido se ha estabilizado prácticamente hasta el momento en el comercio y el transporte, así como en los servicios financieros y empresariales, que suelen ser los subsectores más volátiles y cíclicos. De cara al futuro, los datos de las encuestas publicados recientemente sugieren que el sector servicios está creciendo a un ritmo moderado a comienzos de 2010.

## MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro se deterioró aún más en los dos últimos trimestres de 2009, ya que los cambios en el empleo suelen ir a la zaga de las fluctuaciones del ciclo económico. Durante la recesión económica, el empleo empezó a descender en la construcción antes que en la industria, los servicios y el sector público. Este descenso estuvo relacionado, en parte, con el exceso de capacidad en la construcción observado en algunos países y con el hecho de que este sector suele emplear trabajadores con contratos temporales, lo que facilita el ajuste del empleo. Posteriormente, la destrucción de empleo también ha afectado a la industria, mientras que el sector servicios se ha visto considerablemente menos afectado (véase cuadro 8).

A medida que la crisis económica se desarrollaba, varios países de la zona del euro pusieron en marcha planes especiales de reducción de jornada para mantener la estabilidad del empleo. Estos planes han

**Cuadro 8 Crecimiento del empleo**

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

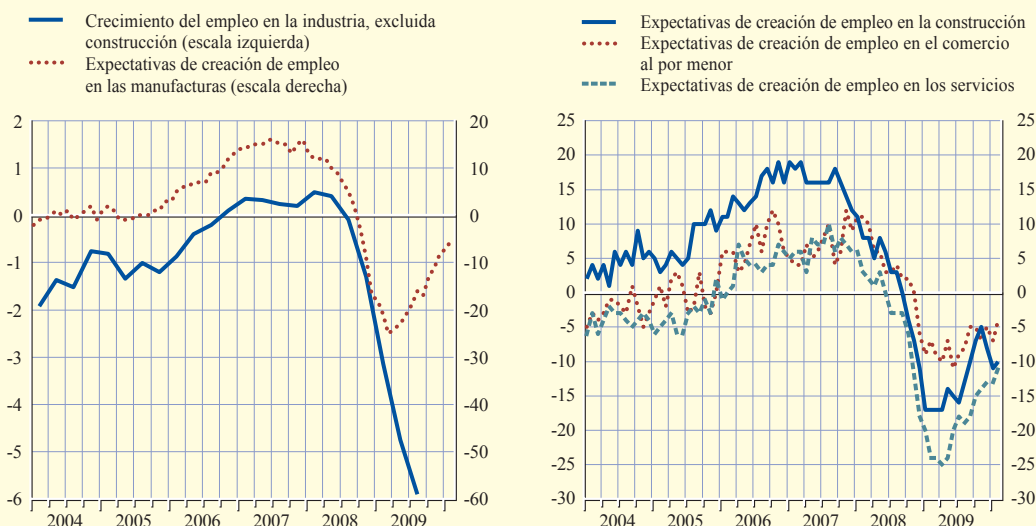
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2007	2008	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III
Total de la economía	1,8	0,7	-0,2	-0,4	-0,7	-0,5	-0,5
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,5	-1,4	-0,6	0,1	-0,8	-0,9	-1,1
Industria	1,3	-0,8	-0,9	-1,4	-1,7	-1,7	-1,8
Excluida la construcción	0,3	-0,1	-0,5	-1,1	-1,5	-1,8	-1,7
Construcción	3,8	-2,2	-1,9	-2,2	-2,3	-1,4	-2,0
Servicios	2,1	1,4	0,0	0,0	-0,4	-0,1	-0,1
Comercio y transporte	2,0	1,3	-0,1	-0,4	-0,8	-0,4	-0,2
Finanzas y empresas	4,0	2,3	0,0	-0,5	-0,9	-0,7	-0,5
Administración pública <sup>1)</sup>	1,2	1,0	0,2	0,6	0,2	0,6	0,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 51 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.  
Notas: Los saldos netos están ajustados a la media.

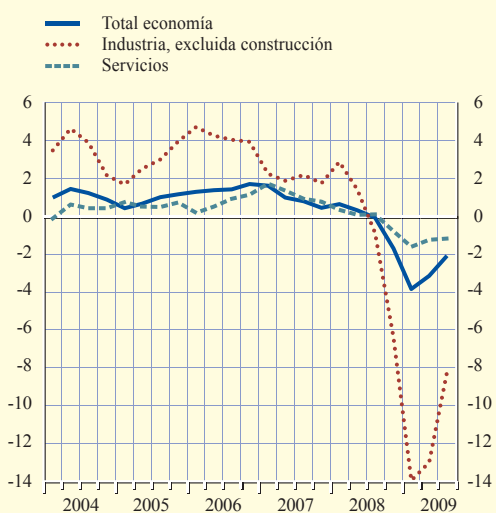
reducido el número de horas de trabajo a través de varios canales, entre los que se incluyen cambios en la flexibilidad de la organización del trabajo en las empresas, reducciones generales de las horas extraordinarias y planes especiales de mantenimiento del empleo establecidos por diversos Gobiernos europeos. Las distintas medidas para reducir el número de horas de trabajo han contribuido a evitar un descenso más acusado del empleo y han suavizado el proceso de ajuste en el mercado de trabajo en un entorno de caída de la demanda. Si se examina en el contexto del significativo descenso observado en la actividad económica, parece que el empleo en la zona del euro ha resistido relativamente bien durante la recesión económica. Una gran parte del ajuste se ha producido, realmente, como resultado de la reducción de las horas trabajadas por persona más que de un aumento importante del desempleo, aunque hay que decir que la evolución de los mercados de trabajo ha sido muy diferente en las distintas economías de la zona del euro.

Los datos para el tercer trimestre 2009 confirmaron que la contracción del empleo, en tasa intertrimestral, se había desacelerado en la zona del euro. El empleo se redujo un 0,5% en tasa intertrimestral, es decir, la misma tasa de descenso que la registrada en el segundo trimestre, pero menor que la tasa de contracción del 0,7% de principios de año. A nivel sectorial, la industria y la construcción siguieron siendo las más castigadas por la contracción del empleo. Si bien el descenso intertrimestral del 1,7% registrado en el empleo en la industria (excluida la construcción) en el tercer trimestre sugiere una cierta moderación en la tasa de contracción, en comparación con el trimestre anterior, parece que la reducción del empleo en la construcción se ha acelerado nuevamente en ese trimestre, tras haberse observado algunas señales de mejora en el segundo trimestre. Por el contrario, el empleo en los servicios parece haber aguantado ligeramente mejor, descendiendo solamente un 0,1%, en tasa intertrimestral, que es la misma que la registrada en el trimestre anterior (véase gráfico 51).

Junto con la recuperación observada en el crecimiento del producto de la zona del euro, la destrucción de empleo parece haber contribuido en los últimos trimestres a que se produjera una inflexión en el re-

**Gráfico 52 Productividad del trabajo**

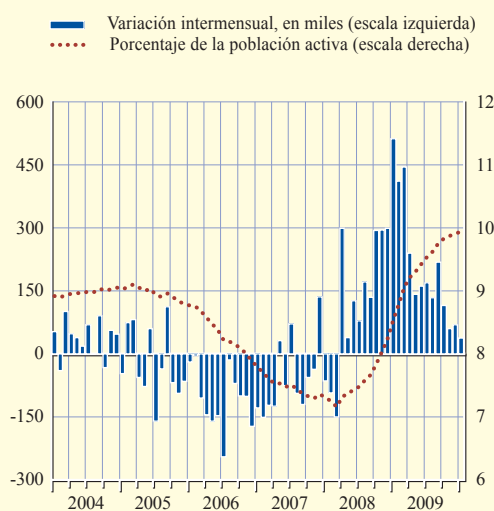
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 53 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

trceso de la productividad. En términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro (medida como el producto por asalariado) seguía cayendo un 2,1% en el tercer trimestre 2009, pero esta tasa supone una mejora sustancial con respecto a las contracciones récord observadas en el primer semestre del año (véase gráfico 52). Más recientemente, los últimos indicadores de opinión sugieren que la productividad siguió mejorando en el cuarto trimestre.

Los datos más recientes han mostrado una interrupción transitoria en el aumento de la tasa de paro de la zona del euro en torno a finales de año. Esta tasa se mantuvo en el 9,9% en enero de 2010, el mismo nivel que en los dos meses anteriores, después de que la cifra de diciembre de 2009 se revisara a la baja en 0,1 puntos porcentuales (véase gráfico 53). De cara al futuro, se observa que los indicadores de opinión han mejorado con respecto a sus mínimos, pero que todavía indican que es probable que, en los próximos meses, se produzcan nuevos aumentos del desempleo en la zona del euro, aunque un ritmo más lento que el observado y esperado en los primeros meses de 2009.

### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En lo que respecta al futuro, se espera que el crecimiento del PIB real de la zona del euro siga siendo moderado durante el año actual, debido a que es probable que las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva frenen la inversión y a que se prevé que las débiles perspectivas de los mercados de trabajo de la zona del euro reduzcan el crecimiento del consumo. Asimismo, continuará el proceso de ajuste de los balances en distintos sectores, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Esta valoración también queda reflejada en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2010, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el 0,4% y el 1,2% en 2010, y entre el 0,5% y el 2,5% en 2011 (véase recuadro 8). Si se comparan con las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre de 2009, el

intervalo estimado para el crecimiento del PIB real en 2010 es ligeramente más estrecho, mientras que, en el caso de 2011, el intervalo se ha revisado ligeramente al alza, como consecuencia del notable aumento de la actividad en todo el mundo. Se sigue considerando que los riesgos para las perspectivas económicas están prácticamente equilibrados, en un clima marcado por la persistencia de la incertidumbre.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de la actividad económica están prácticamente equilibrados, en un clima marcado por una continua incertidumbre. Por un lado, la confianza podría seguir mejorando más de lo esperado y la demanda exterior podría recuperarse de manera más intensa de lo estimado. Además, podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. Por otro lado, sigue preocupando que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, que aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, que se intensifiquen las presiones proteccionistas y que la corrección de los desequilibrios mundiales se lleve a cabo de forma desordenada.

#### Recuadro 8

### PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 19 de febrero de 2009, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro<sup>1</sup>. Como reflejo de las perspectivas de una recuperación de la economía mundial, se proyecta que el crecimiento medio anual del PIB real se incremente gradualmente desde un intervalo comprendido entre el 0,4% y el 1,2% en 2010 hasta entre el 0,5% y el 2,5% en 2011. Se espera que la inflación aumente ligeramente durante el horizonte temporal que abarcan las proyecciones, desde entre el 0,8% y el 1,6% en 2010 hasta un intervalo comprendido entre el 0,9% y el 2,1% en 2011, a medida que la recuperación cobre impulso.

#### Supuestos técnicos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios de las materias primas y las políticas fiscales

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas energéticas y no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 12 de febrero de 2010.<sup>2</sup> El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo posee un carácter puramente técnico. Dichos tipos se miden por el EURIBOR a tres meses, y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Esta metodología implica un nivel general medio de los tipos de

1 Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Los procedimientos y técnicas utilizados son coherentes con los de las proyecciones del Eurosistema, descritos en la publicación titulada «*A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*» (BCE, junio del 2001), que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de dichas diferencias. La técnica utilizada, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*» (BCE, diciembre de 2009) que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

2 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del período contemplado por las proyecciones. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el último trimestre de 2010 a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

interés a corto plazo del 0,9% en 2010 y del 1,7% en 2011. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro implican un nivel medio del 4,0% en 2010 y del 4,5% en 2011. El escenario de referencia de las proyecciones tiene en cuenta la reciente mejora adicional de las condiciones de financiación y estima que, durante el período abarcado por las proyecciones, los diferenciales de los préstamos bancarios a corto plazo respecto de los tipos de interés anteriormente mencionados se estabilizarán o se reducirán ligeramente. Igualmente, se considera que las condiciones crediticias se suavizarán a lo largo del horizonte temporal de las proyecciones. En cuanto a las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se estima que los precios del petróleo se situarán, en promedio, en 75,1 dólares estadounidenses por barril en 2010 y en 79,8 en 2011. Los precios de las materias primas no energéticas, en dólares estadounidenses, aumentarán previsiblemente en un 18,4% en 2010 y un 2,7% más en 2011.

Se parte del supuesto de que, durante el horizonte abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense será de 1,38 durante todo el período y que el tipo de cambio efectivo del euro se depreciará, en promedio, un 2,6% en 2010 y un 0,2% adicional en 2011.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países pertenecientes a la zona del euro a fecha de 12 de febrero de 2010, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos o que han sido concretadas por los Gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

### Supuestos relativos al entorno internacional

Las perspectivas de la economía mundial han mostrado señales más fuertes de mejora desde el punto de inflexión observado a mediados de 2009. Se espera que a corto plazo la recuperación siga viéndose impulsada principalmente por los efectos de los estímulos monetarios y fiscales, la normalización del comercio y el ciclo de existencias. Aunque algunos de estos factores son de naturaleza temporal, se prevé que la mejora de las condiciones de financiación preste un apoyo más duradero a la proyectada continuación de la recuperación mundial. En conjunto, el crecimiento de la economía mundial se mantendría por debajo de tendencias pasadas durante todo el horizonte temporal contemplado, dado que las economías avanzadas, en particular, están experimentando una recuperación débil, debido a la necesidad de ajuste de los balances a consecuencia de la crisis. El crecimiento del PIB real

#### Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)<sup>1),2)</sup>

	2009	2010	2011
IAPC	0,3	0,8 - 1,6	0,9 - 2,1
PIB real	-4,0	0,4 - 1,2	0,5 - 2,5
Consumo privado	-1,0	-0,3 - 0,5	0,2 - 2,0
Consumo público	2,5	0,1 - 1,1	0,2 - 1,6
Formación bruta de capital fijo	-10,8	-3,1 - -0,5	-1,1 - 2,9
Exportaciones (bienes y servicios)	-13,0	3,2 - 7,6	1,4 - 7,8
Importaciones (bienes y servicios)	-11,6	1,9 - 5,7	0,7 - 6,5

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

2) Los datos se refieren a los 16 países de la zona del euro.

mundial fuera de la zona del euro se incrementará, en promedio, en un 4,2% en 2010 y en un 4,0% en 2011. Como reflejo de la significativa recuperación del comercio mundial, se estima que el crecimiento de los mercados de exportación de la zona del euro se incrementará hasta el 6,9% en 2010 y hasta el 5,4% en 2011. El aumento de la tasa de crecimiento anual en 2010 refleja el impacto de un mayor efecto arrastre estadístico procedente de 2009 y oculta el hecho de que se espera que en 2011 el ritmo del crecimiento intertrimestral de la economía mundial sea más intenso que en 2010.

### Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real

Tras una profunda recesión, la zona del euro registró un segundo trimestre consecutivo de crecimiento positivo del PIB real en el último trimestre de 2009. Los datos disponibles sugieren que la recuperación estuvo impulsada por las exportaciones, como consecuencia del repunte del comercio mundial. Asimismo, diversos factores de naturaleza temporal, como las medidas de estímulo fiscal y el ciclo de existencias han prestado apoyo a la recuperación. Dado que los efectos de estos factores desaparecerán con el paso del tiempo, se espera que el crecimiento del PIB real en 2010 siga siendo moderado, aun cuando se proyecta que la actividad se vea progresivamente apoyada por las exportaciones y por la lenta recuperación de la demanda interna, como reflejo de los efectos retardados de las medidas de política monetaria y de los significativos esfuerzos dirigidos a restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Se espera que la recuperación se consolide en 2011. Se prevé que el crecimiento siga en una senda de crecimiento menor que antes de la recesión, debido a la necesidad de ajustes en los balances en algunos sectores y al hecho de que el consumo se está viendo negativamente afectado por la debilidad de las perspectivas de los mercados laborales y a que el nivel de ahorro por razones de precaución sigue siendo alto. Asimismo, se proyecta que la inversión privada, aunque se incrementará durante el horizonte temporal considerado, se moderará como consecuencia de los altos niveles de capacidad no utilizada y las desfavorables perspectivas de la demanda. En conjunto, se estima que la tasa de crecimiento anual del PIB real, tras un descenso del 4,0% en 2009, se incrementará entre un 0,4% y un 1,2% en 2010 y entre un 0,5% y un 2,5% en 2011. No obstante, puesto que también se prevé que el crecimiento potencial en términos anuales será inferior al de antes de la recesión, la brecha del producto se estrechará durante el período abarcado por las proyecciones.

### Proyecciones sobre precios y costes

Tras alcanzar un mínimo del -0,4% en el tercer trimestre de 2009, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC volvió a situarse en niveles positivos en el cuarto trimestre del año. Esta evolución se debió principalmente a los efectos de base derivados de descensos pasados de los precios de las materias primas. Tras ascender hasta el 1,0% en enero de 2010, se espera que la inflación se mantenga en torno a este nivel durante los próximos meses y que posteriormente registre un incremento progresivo, como reflejo de la mejora gradual de la actividad prevista, en un contexto en el que el crecimiento del producto potencial sigue siendo moderado. De acuerdo con las proyecciones, la tasa media de

**Cuadro B Comparación con las proyecciones de diciembre de 2009**

(tasas medias de variación anuales)

	2009	2010	2011
PIB real – diciembre 2009	-4,1 - -3,9	0,1 - 1,5	0,2 - 2,2
PIB real – marzo 2010	-4,0	0,4 - 1,2	0,5 - 2,5
IAPC – diciembre 2009	0,3 - 0,3	0,9 - 1,7	0,8 - 2,0
IAPC – marzo 2010	0,3	0,8 - 1,6	0,9 - 2,1



inflación anual se situará en un intervalo comprendido entre el 0,8% y el 1,6% en 2010 y entre el 0,9% y el 2,1% en 2011. El crecimiento de la remuneración por asalariado seguirá siendo bajo, debido a la continua debilidad de los mercados de trabajo. Puesto que se estima que el empleo seguirá cayendo en mayor medida durante algún tiempo, se espera que los incrementos de productividad resultantes contribuyan a un descenso significativo del crecimiento de los costes laborales unitarios desde los altos niveles observados en 2009, lo que a su vez permitiría un crecimiento moderado en los márgenes de beneficios y una recuperación parcial de las pérdidas sufridas en 2009. Se prevé que la tasa de variación anual del IAPC, excluida la energía, se modere en mayor medida en 2010, como consecuencia de la debilidad de la demanda agregada, y que se recuperará ligeramente en 2011.

### Comparación con las proyecciones de diciembre de 2009

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de diciembre de 2009, el intervalo proyectado para el crecimiento del PIB real en 2010 se encuadra dentro del previsto anteriormente. El intervalo correspondiente a 2011 se ha corregido ligeramente al alza, principalmente como reflejo de la mejora de la actividad económica mundial, que se espera impulse las exportaciones de la zona del euro y favorezca la inversión.

Respecto a la inflación medida por el IAPC, el intervalo proyectado para 2010 se ha corregido ligeramente a la baja en comparación con el de diciembre de 2009, mientras que el referido a 2011 se ha corregido ligeramente al alza, en línea con las perspectivas de mejora de la actividad económica.

### Comparación con las previsiones de otras instituciones

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

**Cuadro C Comparación entre previsiones de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro**

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB		Inflación medida por el IAPC	
		2010	2011	2010	2011
OCDE	Noviembre 2009	0,9	1,7	0,9	0,7
FMI	Enero 2010	1,0	1,6	0,8	0,8
Consensus Economics Forecasts	Febrero 2010	1,3	1,5	1,2	1,5
Encuesta a expertos en previsión económica	Febrero 2010	1,2	1,6	1,3	1,5
Comisión Europea	Febrero 2010	0,7	1,5	1,1	1,5
Proyecciones de los expertos del BCE	Marzo 2010	0,4 - 1,2	0,5 - 2,5	0,8 - 1,6	0,9 - 2,1

Fuentes: Previsiones intermedias de la Comisión Europea, febrero de 2010, para los datos referentes a 2010 y *European Economic Forecast* – otoño de 2009, para los referentes a 2011; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de octubre de 2009, para la inflación y actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial, de enero de 2010, para el crecimiento del PIB; *Economic Outlook* de la OCDE, noviembre de 2009; *Consensus Economics Forecasts* y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

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

Según las previsiones disponibles realizadas por otros organismos e instituciones, la tasa del PIB real de la zona del euro se situará en un intervalo comprendido entre el 0,7% y el 1,3% en 2010 y entre el 1,5% y el 1,7% en 2011. Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones de que se dispone estiman que la tasa media de inflación anual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 0,8% y el 1,3% en 2010 y entre el 0,7% y el 1,5% en 2011. En consecuencia, tanto las previsiones referidas al crecimiento del PIB como a la inflación medida por el IAPC de otras instituciones se encuadran dentro de los intervalos previstos en las proyecciones de los expertos del BCE.

## 5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

*El año 2009 se caracterizó por un acusado deterioro de los saldos presupuestarios en la zona del euro. Según los programas de estabilidad actualizados presentados por la mayor parte de los países de la zona entre diciembre de 2009 y febrero de 2010, se espera que el déficit en relación con el PIB de las Administraciones Públicas de la zona del euro continúe aumentando en 2010. Aunque algunos países han anunciado medidas correctivas para 2010, otros muchos no tienen previsto iniciar el proceso de saneamiento de las finanzas públicas hasta 2011. Con el fin de garantizar el mantenimiento de la confianza en la sostenibilidad fiscal y de evitar efectos de contagio negativos en otros países miembros y en la UEM en su conjunto, es fundamental que los países de la zona del euro cumplan íntegramente los compromisos adquiridos en el contexto de los procedimientos de déficit excesivo. En particular, los esfuerzos de saneamiento tendrán que ser ambiciosos en muchos países, y sustentarse en medidas estructurales creíbles y especificadas claramente, centrándose especialmente en la reforma del gasto. En cuanto a Grecia, el 16 de febrero de 2010 el Consejo ECOFIN fijó el año 2012 como nuevo plazo límite para corregir el déficit excesivo del país y le instó a desarrollar y aplicar un amplio conjunto de medidas estructurales, así como a informar periódicamente sobre estas medidas.*

### EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2009

En 2009, la situación presupuestaria de la mayor parte de los países de la zona del euro experimentó un acusado deterioro. Según los programas de estabilidad actualizados presentados por la mayoría de los países de la zona entre diciembre de 2009 y febrero de 2010 (véase cuadro 9), el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro más que se triplicó, aumentando desde el 2% del PIB en 2008 hasta el 6,2% del PIB en 2009. Esta evolución representa el deterioro presupuestario más pronunciado desde el comienzo de la UEM. Al mismo tiempo, la deuda pública de la zona se incrementó desde el 69,4% del PIB en 2008 hasta el 78,7% del PIB en 2009. La comparación de los déficits registrados en 2009 con los objetivos fijados en las actualizaciones de los programas de estabilidad publicados a finales de 2008 y principios de 2009 pone en evidencia una reducción del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona equivalente a 2,8 puntos porcentuales del PIB, lo que constituye la mayor revisión realizada hasta la fecha en la historia de los programas de estabilidad.

Si se considera más detalladamente la evolución de cada uno de los países de la zona del euro, tres de ellos —Grecia, Irlanda y España— registraron en 2009 ratios de déficit en relación con el PIB de dos dígitos. Un segundo grupo de países —Portugal, Francia, Eslovaquia, Bélgica, Chipre, Eslovenia e Italia— tuvieron ratios de déficit que fluctuaron entre el 5% y el 9,5% del PIB. En otros cuatro países, concretamente Países Bajos, Malta, Austria y Alemania, las ratios de déficit se situaron entre el 3% y el 4,9% del PIB. Finlandia y Luxemburgo son los dos únicos países en los que los déficits presupuestarios permanecieron por debajo del 3% del PIB. En conjunto, en 14 de los 16 países de la zona del euro se alcanzaron déficits superiores al valor de referencia del 3% del PIB en 2009. Con la excepción de Chipre, todos estos países son actualmente objeto de procedimientos de déficit excesivo (véase cuadro 10).

Esta evolución adversa de las finanzas públicas es atribuible, fundamentalmente, a cinco factores. En primer lugar, la crisis financiera y la desaceleración económica provocaron reducciones en los ingresos impositivos e incrementos en las prestaciones sociales (como las prestaciones por desempleo) por la acción de los estabilizadores automáticos. En segundo lugar, además del efecto causado por los estabilizadores automáticos, los ingresos resultaron afectados negativamente por factores (como la caída de los precios de los activos) que no quedaron reflejados en la evolución de los principales

**Cuadro 9 Programas de estabilidad actualizados de los países de la zona del euro**

	Tasa de crecimiento del PIB real (variación porcentual)					Saldo presupuestario (en porcentaje del PIB)					Deuda (en porcentaje del PIB)				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Bélgica</b>															
Actualización de abril de 2009	1,1	-1,9	0,6	2,3	2,3	-1,2	-3,4	-4,0	-3,4	-2,6	89,6	93,0	95,0	94,9	93,9
Actualización de enero de 2010	1,0	-3,1	1,1	1,7	2,2	-1,2	-5,9	-4,8	-4,1	-3,0	89,8	97,9	100,6	101,4	100,6
<b>Alemania</b>															
Actualización de enero de 2009	1,3	-2,3	1,3	1,3	1,3	-0,1	-3,0	-4,0	-3,0	-2,5	65,5	68,5	70,5	71,5	72,5
Actualización de febrero de 2010	1,3	-5,0	1,4	2,0	2,0	0,0	-3,2	-5,5	-4,5	-3,5	65,9	72,5	76,5	79,5	81,0
<b>Irlanda</b>															
Actualización de enero de 2009	-1,4	-4,0	-0,9	2,3	3,4	-6,3	-9,5	-9,0	-6,4	-4,8	40,6	52,7	62,3	65,7	66,2
Actualización de diciembre de 2009	-3,0	-7,5	-1,3	3,3	4,5	-7,2	-11,7	-11,6	-10,0	-7,2	44,1	64,5	77,9	82,9	83,9
<b>Grecia</b>															
Actualización de diciembre de 2008	3,0	1,1	1,6	2,3		-3,7	-3,7	-3,2	-2,6		94,6	96,3	96,1	94,7	
Actualización de enero de 2010	2,0	-1,2	-0,3	1,5	1,9	-7,7	-12,7	-8,7	-5,6	-2,8	99,2	113,4	120,4	120,6	117,7
<b>España</b>															
Actualización de enero de 2009	1,2	-1,6	1,2	2,6		-3,4	-5,8	-4,8	-3,9		39,5	47,3	51,6	53,7	
Actualización de febrero de 2010	0,9	-3,6	-0,3	1,8	2,9	-4,1	-11,4	-9,8	-7,5	-5,3	39,7	55,2	65,9	71,9	74,3
<b>Francia</b>															
Actualización de diciembre de 2008	1,0	0,2	2,0	2,5	2,5	-2,9	-3,9	-2,7	-1,9	-1,1	66,7	69,1	69,4	68,5	66,8
Actualización de febrero de 2010	0,4	-2,3	1,4	2,5	2,5	-3,4	-7,9	-8,2	-6,0	-4,6	67,4	77,4	83,2	86,1	87,1
<b>Italia</b>															
Actualización de febrero de 2009	-0,6	-2,0	0,3	1,0		-2,6	-3,7	-3,3	-2,9		105,9	110,5	112,0	111,6	
Actualización de enero de 2010	-1,0	-4,8	1,1	2,0	2,0	-2,7	-5,3	-5,0	-3,9	-2,7	105,8	115,1	116,9	116,5	114,6
<b>Chipre</b>															
Actualización de febrero de 2009	3,8	2,1	2,4	3,0	3,2	1,0	-0,8	-1,4	-1,9	-2,2	49,3	46,8	45,4	44,2	44,2
n.d.															
<b>Luxemburgo</b>															
Actualización de enero de 2009	1,0	-0,9	1,4			2,0	-0,6	-1,5			14,4	14,9	17,0		
Actualización de febrero de 2010	0,0	-3,9	2,5	3,0	2,7	2,5	-1,1	-3,9	-5,0	-4,6	13,5	14,9	18,3	23,9	29,3
<b>Malta</b>															
Actualización de diciembre de 2008	2,8	2,2	2,5	2,8		-3,3	-1,5	-0,3	1,2		62,8	61,9	59,8	56,3	
Actualización de febrero de 2010	2,1	-2,0	1,1	2,3	2,9	-4,7	-3,8	-3,9	-2,9	-2,8	63,6	66,8	68,6	68,0	67,3
<b>Países Bajos</b>															
Actualización de noviembre de 2008	2,3	1,3	2,0	2,0		1,2	1,2	0,8	1,1		42,1	39,6	38,0	36,2	
Actualización de enero de 2010	2,0	-4,0	1,5	2,0	2,0	0,7	-4,9	-6,1	-5,0	-4,5	58,2	62,3	67,2	69,6	72,5
<b>Austria</b>															
Actualización de abril de 2009	1,8	-2,2	0,5	1,5	2,0	-0,4	-3,5	-4,7	-4,7	-4,7	62,5	68,5	73,0	75,7	77,7
Actualización de enero de 2010	2,0	-3,4	1,5	1,5	1,9	-0,4	-3,5	-4,7	-4,0	-3,3	62,6	66,5	70,2	72,6	73,8
<b>Portugal</b>															
Actualización de enero de 2009	0,3	-0,8	0,5	1,3		-2,2	-3,9	-2,9	-2,3		65,9	69,7	70,5	70,0	
n.d.															
<b>Eslovenia</b>															
Actualización de abril de 2009	3,5	-4,0	1,0	2,7		-0,9	-5,1	-3,9	-3,4		22,8	30,5	34,1	36,3	
Actualización de enero de 2010	3,5	-7,3	0,9	2,5	3,7	-1,8	-5,7	-5,7	-4,2	-3,1	22,5	34,4	39,6	42,0	42,7
<b>Eslovaquia</b>															
Actualización de abril de 2009	6,4	2,4	3,6	4,5	5,1	-2,2	-3,0	-2,9	-2,2	-1,7	27,6	31,4	32,7	32,7	
Actualización de enero de 2010	6,4	-5,7	1,9	4,1	5,4	-2,3	-6,3	-5,5	-4,2	-3,0	27,7	37,1	40,8	42,5	42,2
<b>Finlandia</b>															
Actualización de diciembre de 2008	2,6	0,6	1,8	2,4	2,2	4,4	2,1	1,1	1,0	0,9	32,4	33,0	33,7	34,1	34,6
Actualización de enero de 2010	1,0	-7,6	0,7	2,4	3,5	4,4	-2,2	-3,6	-3,0	-2,3	34,2	41,8	48,3	52,2	54,4
<b>Zona del euro</b>															
Actualización de 2008-2009	1,0	-1,2	1,2	1,8		-1,6	-3,4	-3,3	-2,6		67,8	71,5	73,2	73,8	
Actualización de 2009-2010	0,7	-4,0	1,0	2,1	2,3	-2,0	-6,2	-6,6	-5,2	-3,9	69,4	78,7	83,9	86,5	87,3

Fuentes: Programas de estabilidad actualizados para 2008-2009 y 2009-2010, y cálculos del BCE.

Nota: El agregado de la zona del euro se calcula como media ponderada de los datos disponibles de los distintos países, excepto para la actualización 2009-2010, de Chipre y Portugal, ya que los programas de estabilidad de estos países no están aún disponibles. Para la actualización 2009-2010, los datos sobre el crecimiento del PIB real y la deuda de Irlanda correspondientes a 2008 se han tomado de las previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2009.

**Cuadro 10 Esquema de los procedimientos de déficit excesivo abiertos en países de la zona del euro**

(en porcentaje del PIB)

	Saldo presupuestario en 2009	Inicio del proceso de saneamiento	Plazo límite para la corrección del déficit	Ajuste estructural medio anual recomendado
Bélgica	-5,9	2010	2012	3/4
Alemania	-3,4	2011	2013	≥ 0,5
Irlanda	-12,5	2010	2014	2
Grecia	-12,7	2010	2012	≥ 3 1/2 en 2010-11, ≥ 2 1/2 en 2012
España	-11,2	2010	2013	> 1,5
Francia	-8,3	2010	2013	> 1
Italia	-5,3	2010	2012	≥ 0,5
Malta	-4,5	2010	2011	3/4
Países Bajos	-4,7	2011	2013	3/4
Austria	-4,3	2011	2013	3/4
Portugal	-8,0	2010	2013	1 1/4
Eslovenia	-6,3	2010	2013	3/4
Eslovaquia	-6,3	2010	2013	1

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2009 y recomendaciones del Consejo ECOFIN de diciembre de 2009 y febrero de 2010.

agregados macroeconómicos, lo que dio lugar a reducciones de los ingresos. En tercer lugar, aunque la tasa de crecimiento tendencial de la economía de la zona del euro experimentó un descenso, el crecimiento del gasto estructural se mantuvo elevado. En cuarto lugar, tras la aprobación del Plan europeo de recuperación económica por el Consejo Europeo en diciembre de 2008, la mayor parte de los Gobiernos de la zona del euro pusieron en marcha importantes medidas de estímulo fiscal. En quinto lugar, varios países han adoptado medidas de amplio alcance para estabilizar sus respectivos sectores financieros, lo que ha influido en el nivel de deuda de las Administraciones Públicas en 2009 o se ha traducido en considerables pasivos contingentes, que conllevan el riesgo de provocar un aumento de los déficits o de la deuda en el futuro (véase también el artículo titulado «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario», publicado en el Boletín Mensual de julio de 2009).

#### APLICACIÓN DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

El 16 de febrero de 2010, el Consejo ECOFIN adoptó una serie de decisiones en relación con dos países de la zona del euro, Malta y Grecia. Por lo que respecta a Malta, el Consejo formuló una recomendación de conformidad con el apartado 7 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (en lo sucesivo, «el Tratado»), que amplía el plazo para corregir el déficit excesivo del país de 2010 a 2011 y fija como fecha límite el 16 de agosto de 2010 para la adopción de medidas correctivas.

En cuanto a Grecia, el Consejo ECOFIN emitió un dictamen sobre el programa de estabilidad actualizado de este país, que prevé una reducción de su ratio de déficit público desde el 12,7% del PIB en 2009 hasta el 8,7% del PIB en 2010, y, posteriormente hasta menos del 3% del PIB en 2012. Según el programa, en 2011 la ratio de deuda pública se estabilizará prácticamente. En el dictamen del Consejo se indicaba que el programa es lo suficientemente ambicioso, ya que centra los mayores esfuerzos de saneamiento presupuestario en 2010 y 2011 y aspira a lograr ajustes del déficit de 4 puntos porcentuales y de 3,4 puntos porcentuales del PIB, respectivamente. No obstante, aunque el programa contempla algunas medidas correctivas concretas para 2010, no incluye medidas detalladas de saneamiento para el período 2011-2013.

El Consejo ECOFIN también formuló, de conformidad con el apartado 4 del artículo 121 del Tratado, una recomendación dirigida a Grecia en la que se hace referencia a las Orientaciones generales de polí-

tica económica, y adoptó una decisión de hacer pública esta recomendación<sup>1</sup>. Además, adoptó una decisión, con arreglo al apartado 9 del artículo 126 del Tratado, en la que se notifica a Grecia que debe adoptar medidas para corregir el déficit excesivo. La recomendación incluye una lista de medidas estructurales y fiscales fundamentales que deben adoptarse, e insta a Grecia a desarrollar y aplicar, en cuanto sea posible en 2010, un paquete audaz y exhaustivo de reformas estructurales que incluya reformas de los salarios públicos y de los sistemas de pensiones y de atención sanitaria, y medidas para mejorar la eficiencia de la Administración pública, el entorno empresarial y el funcionamiento del mercado de productos, así como para fomentar el crecimiento de la productividad y del empleo. De forma paralela, la decisión del Consejo ECOFIN fijaba el año 2012 como plazo límite para que Grecia corrija su déficit excesivo, y señalaba que el proceso de saneamiento encaminado a lograr la corrección del déficit excesivo debe incluir un ajuste estructural anual equivalente, como mínimo, a 3,5 puntos porcentuales del PIB en 2010 y 2011, y de al menos 2,5 puntos porcentuales del PIB en 2012. Además, en la decisión se fijaba un calendario detallado de las medidas que deben adoptarse en el período 2010-2012. También se invitó a Grecia a presentar al Consejo y a la Comisión Europea, antes del 16 de marzo de 2010, un informe en el que se especifiquen las medidas y se proporcione un calendario de aplicación para alcanzar los objetivos presupuestarios de 2010. Por último, se exige a Grecia que informe periódica y públicamente sobre las medidas adoptadas, presentando los primeros informes el 16 de marzo y el 15 de mayo de 2010, y con periodicidad trimestral posteriormente. Estas exigencias, así como el estrecho seguimiento que se va a realizar de los progresos de Grecia, reflejan los desequilibrios fiscales especialmente graves que afronta este país y el riesgo de que se produzcan efectos de contagio adversos en otros países de la zona del euro y en la UEM en su conjunto. En este contexto, la declaración del Consejo Europeo de 11 de febrero de 2010 mencionaba que, en caso necesario, los Estados miembros de la zona del euro adoptarán medidas enérgicas y coordinadas para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona en su conjunto.

El 3 de marzo de 2010, el Gobierno griego anunció la adopción de medidas adicionales de consolidación fiscal de carácter permanente, con el fin de realizar los importantes progresos necesarios en materia de saneamiento presupuestario en 2010. Se ha de destacar que las medidas incluyen recortes del gasto público y ajustes de los salarios de los empleados públicos.

### PLANES PRESUPUESTARIOS PARA 2010 Y PARA AÑOS POSTERIORES

Según los programas de estabilidad actualizados presentados hasta ahora, se espera que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro alcance un máximo del 6,6% del PIB en 2010, un nivel sin precedentes desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. Suponiendo que el crecimiento del PIB real se sitúe entre el 2% y el 2,5%, se prevé que el déficit se reduzca hasta situarse en el 5,2% del PIB en 2011 y el 3,9% del PIB en 2012. La mayor parte de los países de la zona del euro que actualmente son objeto de un procedimiento de déficit excesivo tienen previsto reducir sus déficits hasta situarlos por debajo del valor de referencia del 3% del PIB dentro del plazo acordado. Se espera que la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro siga aumentando y alcance el 83,9% en 2010, el 86,5% en 2011 y el 87,3% en 2012, situándose las ratios de deuda en niveles no observados desde hace décadas en varios países de la zona del euro.

En cuanto a la ronda de actualizaciones de 2009-2010, los programas de estabilidad se presentaron, en general, más tarde de lo habitual, en enero o febrero de 2010, en lugar de noviembre y diciembre de 2009. Esto se debió a que se estimó que si la presentación se aplazaba, los países podrían tomar en consideración las conclusiones del Consejo ECOFIN de octubre de 2009 sobre la estrategia de salida de

<sup>1</sup> Véase la «Recomendación del Consejo a Grecia para que ajuste sus políticas económicas a las orientaciones generales de la política económica de la Unión, eliminando así el peligro de comprometer el funcionamiento adecuado de la Unión Económica y Monetaria» (6145/10, 16 de febrero de 2010).



las políticas fiscales aplicadas y las decisiones sobre los procedimientos de déficit excesivo adoptadas en diciembre de 2009 (véanse cuadros 9 y 10). En la coyuntura actual, una valoración general de los programas de estabilidad apunta a que esta invitación a incluir detalles de las estrategias de salida y de consolidación fiscal no se tuvo en cuenta muchos casos.

Todos los países deben cumplir el objetivo de ajuste estructural medio anual establecido en las recomendaciones formuladas en el marco del procedimiento de déficit excesivo durante el plazo de corrección fijado, y las deficiencias que se observen en las estrategias de saneamiento estructural aplicadas en 2010-2011 tendrán que compensarse con mayores esfuerzos fiscales en los próximos años. No obstante, dada la falta de medidas especificadas claramente para esos años, existe en la actualidad un riesgo significativo en este ámbito.

La actualización del programa de estabilidad para 2010 de Alemania prevé que la ratio de déficit del país se incrementará desde el 3,2% del PIB en 2009 hasta el 5,5% del PIB en 2010, como consecuencia, entre otros factores, de las medidas fiscales adoptadas para impulsar el crecimiento. En consonancia con las exigencias del procedimiento de déficit excesivo, el déficit se reduciría de manera gradual posteriormente y se situaría en el 3% del PIB en 2013. Hasta ahora, el ajuste fiscal previsto no se ha visto respaldado por medidas concretas. A este respecto, el Gobierno alemán prevé dar a conocer una estrategia de consolidación detallada antes del verano de este año. Está previsto que la ratio de deuda bruta en relación con el PIB se incremente desde el 72,5% en 2009 hasta el 82% en 2013.

La actualización del programa de estabilidad de Francia prevé un nuevo aumento de la ratio de déficit, desde el 7,9% del PIB en 2009 hasta el 8,2% del PIB en 2010, así como que, a partir de 2011, la ratio de déficit disminuya cada año, lo que conduciría a la corrección del déficit excesivo de este país en 2013, en consonancia con las exigencias del procedimiento de déficit excesivo. Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB se incremente durante el período 2010-2012, antes de descender ligeramente hasta el 86,6% en 2013. Según el programa, está previsto que el proceso de saneamiento estructural comience en 2011 y que se base fundamentalmente en la contención del gasto. Para facilitar estos planes de saneamiento de las finanzas públicas, el Gobierno francés está debatiendo la aplicación de una regla fiscal.

La actualización del programa de estabilidad para 2010 de Italia prevé una ligera reducción de la ratio de déficit del país, desde el 5,3% del PIB en 2009 hasta el 5% del PIB en 2010, así como que posteriormente continúe disminuyendo hasta situarse por debajo del 3% del PIB en 2012, en consonancia con las exigencias del procedimiento de déficit excesivo. Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB aumente desde el 115,1% en 2009 hasta el 116,9% en 2010, antes de descender hasta el 114,6% en 2012. Según el Gobierno italiano, esta estrategia de saneamiento se sustenta en el plan presupuestario de tres años aprobado por el Parlamento en 2008, que se basa fundamentalmente en la contención del gasto (con una reducción equivalente a aproximadamente el 1,5% del PIB, en términos acumulados, durante el período 2009-2011).

La actualización del programa de estabilidad de Irlanda incluye proyecciones hasta 2014, el plazo límite fijado por el Consejo ECOFIN para reducir el déficit del país hasta un nivel inferior al 3% del PIB. Según el programa, el déficit disminuirá desde el 11,7% del PIB en 2009 hasta el 2,9% del PIB en 2014, con un ajuste estructural medio de 2 puntos porcentuales del PIB por año a partir de 2011. Las medidas especificadas para 2010 se centran en el gasto, con un ajuste global equivalente al 2,5% del PIB. Para 2011 y los años posteriores, el Gobierno se ha comprometido a lograr ambiciosos objetivos de saneamiento estructural. No obstante, todavía quedan por especificar las medidas para alcanzar estos objetivos.

La actualización del programa de estabilidad de España prevé la corrección del déficit excesivo del país para 2013, en consonancia con las recomendaciones formuladas en el contexto del procedimiento de déficit excesivo. El objetivo de saneamiento estructural medio anual establecido es de 1,8 puntos porcentuales del PIB, acorde con la recomendación formulada en el marco del procedimiento de déficit excesivo de lograr un ajuste superior a 1,5 puntos porcentuales. No obstante, este objetivo no se ha visto plenamente respaldado por medidas concretas, especialmente para el período 2011-2013.

### CONSIDERACIONES RELATIVAS A LA POLÍTICA FISCAL

El espectacular aumento de los desequilibrios fiscales observado en los países de la zona del euro representa una amenaza para la sostenibilidad de las finanzas públicas y es motivo de preocupación por varias razones. En primer lugar, es posible que el incremento de los déficits presupuestarios y de la deuda pública ejerza presiones al alza sobre las expectativas de inflación e imponga una carga adicional para la política monetaria aplicada por el BCE en la zona del euro. En segundo lugar, las considerables necesidades de (re)financiación de algunos Gobiernos pueden forzar al alza los tipos de interés (reales) a medio y a largo plazo, lo que también podría propagarse a otros países de la zona del euro y desplazar la demanda privada en la fase de recuperación. En tercer lugar, el aumento de la deuda pública y de los rendimientos de la deuda soberana conlleva un incremento del gasto por intereses, lo que deberá compensarse con subidas de impuestos, que son perjudiciales para el crecimiento potencial, o con la imposición de restricciones en otras partidas de gasto público, incluidas las que promueven el crecimiento a largo plazo (por ejemplo, infraestructuras y educación). Estas restricciones aumentarán aún más si no se introducen reformas para abordar el incremento de los costes presupuestarios asociados al envejecimiento de la población. En cuarto lugar, la existencia de fuertes desequilibrios fiscales puede favorecer la acumulación de otros desequilibrios macroeconómicos, como los déficits por cuenta corriente, que hacen que los países sean más vulnerables a perturbaciones negativas. Además, unos déficits presupuestarios y una deuda elevados limitan la capacidad de las medidas de política fiscal para contrarrestar esas perturbaciones.

Para mantener la confianza y evitar efectos de contagio negativos en otros países de la zona del euro y en la UEM en su conjunto, es esencial que los países miembros cumplan sus compromisos con arreglo a los procedimientos de déficit excesivo. En particular, en los casos en los que el proceso de consolidación deba comenzar en 2010, los planes presupuestarios han de incluir medidas de saneamiento efectivas. En términos más generales, como se especificó en las recomendaciones formuladas por el Consejo ECOFIN para cada país en el contexto de los procedimientos de déficit excesivo, los esfuerzos de saneamiento de muchos países tendrán que superar considerablemente el ajuste mínimo anual del 0,5% del PIB especificado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los escenarios acerca de la posible evolución de la deuda pública de la zona del euro presentados en el recuadro 9 subrayan la importancia de acometer un proceso de saneamiento rápido y ambicioso.

A la vista del fuerte aumento de los ratios de gasto y de unas cargas tributarias ya elevadas, las estrategias de saneamiento creíbles tendrán que centrarse muy especialmente en la reforma del gasto, lo que aumentará las probabilidades de lograr una reducción del déficit, proporcionará margen de maniobra para hacer frente a las presiones previstas sobre el gasto derivadas del envejecimiento de la población y, con el tiempo, contribuirán a reducir la carga impositiva y a respaldar el crecimiento potencial. El éxito del ajuste fiscal también dependerá, en gran medida, de normas e instituciones presupuestarias nacionales adecuadas, de procedimientos presupuestarios transparentes y de unas estadísticas de finanzas públicas fiables y completas.

**RETOS PARA LA SOSTENIBILIDAD PRESUPUESTARIA EN LA ZONA DEL EURO**

En este recuadro se presentan tres escenarios de posible evolución de la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro hasta 2030, con el propósito de proporcionar una estimación aproximada de la magnitud del saneamiento presupuestario necesario para volver a situar las finanzas públicas de la zona del euro en una senda sostenible. Los escenarios se basan en los agregados de la zona del euro, por lo que hacen abstracción de la heterogeneidad existente entre los países de la zona, que debe tenerse en cuenta, sin embargo, a la hora de diseñar las estrategias de salida de las medidas fiscales relacionadas con la crisis y de considerar el momento, el ritmo y la composición más adecuados para llevar a cabo el saneamiento presupuestario en cada país.

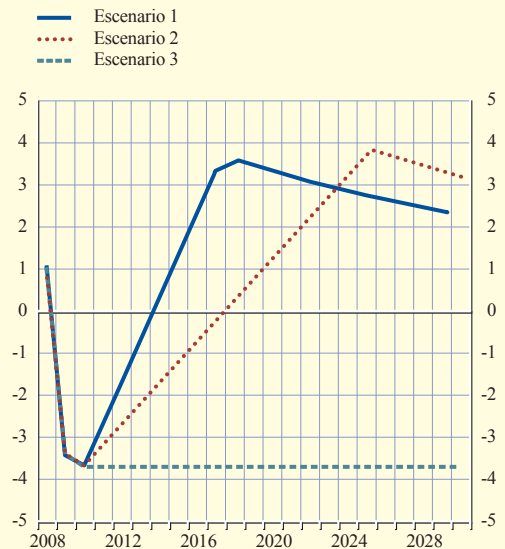
Los supuestos macroeconómicos en que se fundamentan los tres escenarios son los siguientes: la tasa de crecimiento del PIB real se basa en la evolución de la tasa de crecimiento potencial real de la zona del euro, según las proyecciones de la Comisión Europea y del Comité de Política Económica<sup>1</sup>. Según esta fuente, el crecimiento potencial real disminuirá gradualmente, desde el valor bastante elevado del 2,2% en 2011, hasta el 1,5% en 2030. Se supone que el aumento del deflactor del PIB se mantiene constante, en el 1,9%, durante el periodo contemplado en el escenario, y que el tipo de interés nominal implícito de la deuda pública se mantiene también constante, en el 4,3%, el valor registrado en 2008 (dado que los valores correspondientes al periodo 2009-2010 podrían quedar distorsionados por la crisis financiera).

Los tres escenarios utilizan como punto de partida las previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2009<sup>2</sup> para la deuda pública de la zona del euro en 2010 (el 84% del PIB). El valor inicial del saldo primario en 2010, basado en la misma fuente, es el -3,7% del PIB. Basándose en los supuestos macroeconómicos y en esta desfavorable situación presupuestaria inicial, se calcula que la ratio de deuda aumentará más, a menos que se logre un superávit primario (es decir, el saldo presupuestario total menos los pagos por intereses) suficientemente elevado para estabilizar la ratio de deuda y situarla en una trayectoria descendente.

A partir de 2011, la evolución de las finanzas públicas se analiza en tres escenarios alternativos que se presentan en el gráfico A. En el escenario 1 se supone que se produce un proceso de saneamiento

**Gráfico A Supuestos de saldos primarios**

(en porcentaje del PIB)



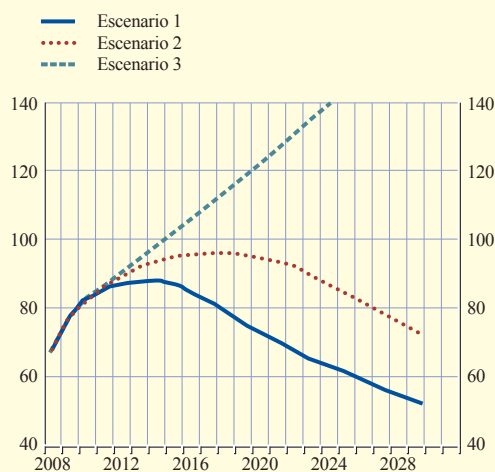
Fuente: Cálculos del BCE.

1 Véase «2009 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU-27 Member States (2008-2060)», *European Economy*, n.º 2, Comisión Europea y Comité de Política Económica, 2009.  
 2 Véase «European Economic Forecast Autumn 2009», *European Economy*, n.º 10, Comisión Europea, 2009.

presupuestario bastante rápido, en el que el saldo primario mejora 1 punto porcentual del PIB al año, hasta alcanzar un presupuesto equilibrado (en 2018). Posteriormente, se supone que el superávit primario desciende ligeramente, a fin de mantener un presupuesto equilibrado hasta el final del período de simulación (en 2030). En el escenario 2 se supone que el proceso de saneamiento es menos ambicioso y que el saldo primario solo mejora 0,5 puntos porcentuales del PIB al año, hasta alcanzar el equilibrio presupuestario (en 2025), manteniéndose, posteriormente, unos superávits primarios compatibles con un presupuesto equilibrado hasta 2030. Por último, en el escenario 3 se supone que no se realizan esfuerzos de saneamiento, por lo que el saldo primario se mantiene constante en el  $-3,7\%$  del PIB, es decir, en el valor previsto para 2010, durante todo el período de la simulación.

Gráfico B Escenarios de deuda pública

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del BCE.

En el gráfico B se presentan los resultados de estos escenarios para la zona del euro. En el escenario 1, la ratio de deuda pública alcanza un máximo del 89,3% del PIB en 2013 y, en el escenario 2, un máximo del 97,2% del PIB en 2017. Posteriormente, ambos escenarios muestran un descenso gradual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB. El valor de referencia del 60% del PIB se alcanza dentro de las dos décadas siguientes (es decir, en 2026) solamente en el escenario 1. El escenario 3 muestra un aumento constante de la ratio de deuda pública, hasta más del 100% del PIB en 2015, 120% en 2020 y 150% en 2026.

Los resultados de estos escenarios son sensibles a los supuestos subyacentes de crecimiento económico y de tipos de interés implícitos. Se basan en cálculos anteriores a la crisis y los valores observados pueden ser muy diferentes después de la crisis. Sin embargo, pueden servir para ilustrar los mayores riesgos para la sostenibilidad presupuestaria que se derivan del rápido crecimiento de la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro. Unas políticas fiscales que no cambian (escenario 3) supondrían una clara amenaza para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Estos riesgos pueden acrecentarse, como consecuencia de efectos de retroalimentación negativos, si el aumento de las ratios de deuda pública eleva los tipos de interés reales y/o reduce el crecimiento económico. Los verdaderos riesgos para la sostenibilidad presupuestaria son incluso más pronunciados, dado que los tres escenarios de deuda no tienen en cuenta ni el aumento previsto de los costes relacionados con el envejecimiento demográfico, ni los riesgos asociados a los pasivos contingentes derivados de las garantías proporcionadas a los sectores financiero y no financiero en el contexto de la crisis. Sin embargo, las entidades de crédito todavía pueden tener que hacer frente a saneamientos adicionales<sup>3</sup> y, especialmente después de 2020, cabe esperar fuertes presiones sobre las finanzas públicas como resultado del envejecimiento de la población<sup>4</sup>.

3 Véase el recuadro titulado «Estimate of potential future write-downs on securities and loans facing the euro area banking sector», Financial Stability Review, BCE, diciembre de 2009.

4 Véanse el recuadro titulado «Informe de 2009 sobre el envejecimiento demográfico: Proyecciones actualizadas sobre el gasto público relacionado con el envejecimiento de la población», en el Boletín Mensual de junio de 2009, y el recuadro titulado «El informe de sostenibilidad 2009 de la Comisión Europea», en el Boletín Mensual de diciembre de 2009.

Los Estados miembros que desean adoptar el euro han de mantener una ratio de deuda pública en relación con el PIB inferior al valor de referencia del 60%, o garantizar que su ratio de deuda esté disminuyendo y aproximándose al valor de referencia a un ritmo satisfactorio. Como consecuencia de la crisis, muchos de los países de la zona del euro que cumplían este criterio al integrarse en la UEM deberán realinear sus políticas fiscales para volver a situar sus ratios de deuda en una trayectoria descendente de forma perdurable y para limitar la carga de la deuda que recaerá en las generaciones futuras. Incluso con unos esfuerzos de saneamiento presupuestario de mediana intensidad, es decir, para lograr una mejora de 0,5 puntos porcentuales del PIB al año (escenario 2), es probable que tengan que transcurrir dos décadas antes de poder volver a la ratio de deuda registrada en la zona del euro antes de la crisis. Así pues, el saneamiento anual habrá de ser mucho más contundente para garantizar que la ratio de deuda pública en relación con el PIB descienda más rápidamente, hasta situarse en un nivel igual o inferior al valor de referencia del 60%. El reto es mucho mayor para los países de la zona del euro que tienen déficits públicos y/o ratios de deuda elevados o muy elevados, como resultado de la crisis, y para los que han de hacer frente a tipos de interés relativamente altos o a un reducido crecimiento potencial<sup>5</sup>.

5 Para un análisis del éxito de experiencias anteriores con la reducción de la deuda en los países de la zona del euro en el período previo a la UEM, véase el recuadro titulado «La experiencia con la reducción de la deuda pública en los países de la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre de 2009.

## 6 EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y DE LA BALANZA DE PAGOS

### 6.1 TIPOS DE CAMBIO

El euro se ha depreciado en términos efectivo nominales en torno a un 6% en los tres últimos meses, situándose por debajo de la media de 2009. La depreciación del euro ha sido generalizada, aunque especialmente pronunciada frente al dólar estadounidense.

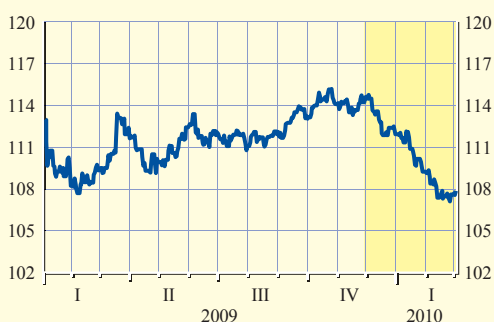
#### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El euro se ha depreciado en los tres últimos meses, en términos efectivos nominales, más de lo que se apreció a lo largo de 2009 (véase gráfico 54). El 3 de marzo, 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 5,9% por debajo del nivel de finales de noviembre y un 3,4% por debajo de la media de 2009.

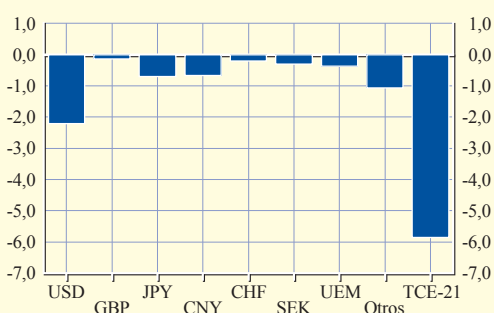
Gráfico 54 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes<sup>1)</sup>

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE<sup>2)</sup>  
Del 30 de noviembre de 2009 al 3 de marzo de 2010  
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

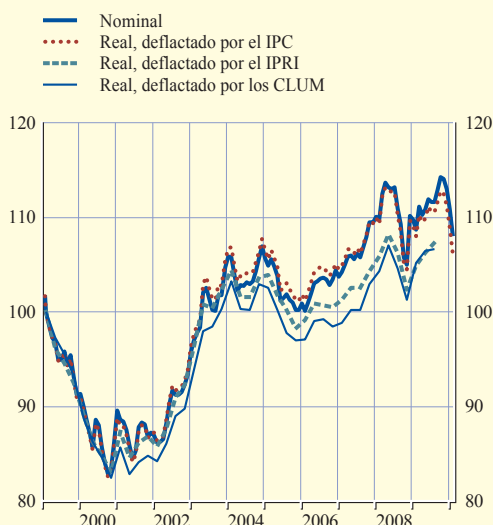
2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-21 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen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

En los tres últimos meses, la depreciación del euro ha sido generalizada, aunque especialmente pronunciada frente al dólar estadounidense.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, el enero de 2010 el tipo de cambio efectivo real del euro, basado en los precios de consumo se situó en torno a un 1,4% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 55).

Gráfico 55 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-21)<sup>1)</sup>

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



Fuente: BCE.

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



## DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En los tres últimos meses, el euro se ha depreciado frente al dólar estadounidense, revirtiendo en parte la apreciación registrada en 2009 (véase gráfico 56). Durante el mismo período, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre las dos monedas se ha reducido en general, especialmente en los horizontes más largos, lo que indica que las expectativas de los mercados respecto a un retorno a volatilidades más elevadas en los mercados de divisas se han atenuado en cierta medida (véase gráfico 56). El 3 de marzo, el euro cotizaba a 1,36 dólares estadounidenses, un 9,2% por debajo del nivel de finales de noviembre y en torno a un 2% por debajo de la media de 2009.

## YEN JAPONÉS/EURO

Desde marzo de 2009 hasta finales de ese año, el euro cotizó frente al yen japonés entre 129 y 138 yenes por euro (véase gráfico 56). A partir de entonces, la moneda única se ha depreciado frente al yen. El 3 de marzo, cotizaba a 121 yenes, un 6,7% por debajo del nivel de finales de noviembre y en torno a un 7% por debajo de la media de 2009. La apreciación del yen japonés a principios de 2010, en un contexto de caída de los mercados bursátiles mundiales y de aumento de la aversión al riesgo, fue generalizada frente al resto de las principales monedas. En los tres últimos meses, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el yen y el euro ha descendido en un clima de considerables fluctuaciones (véase gráfico 56). Considerando, entre otras monedas, el yen japonés, se presenta en el recuadro 10 un análisis retrospectivo de la relevancia de las estrategias de *carry trade* para las fluctuaciones de los tipos de cambio en los últimos años.

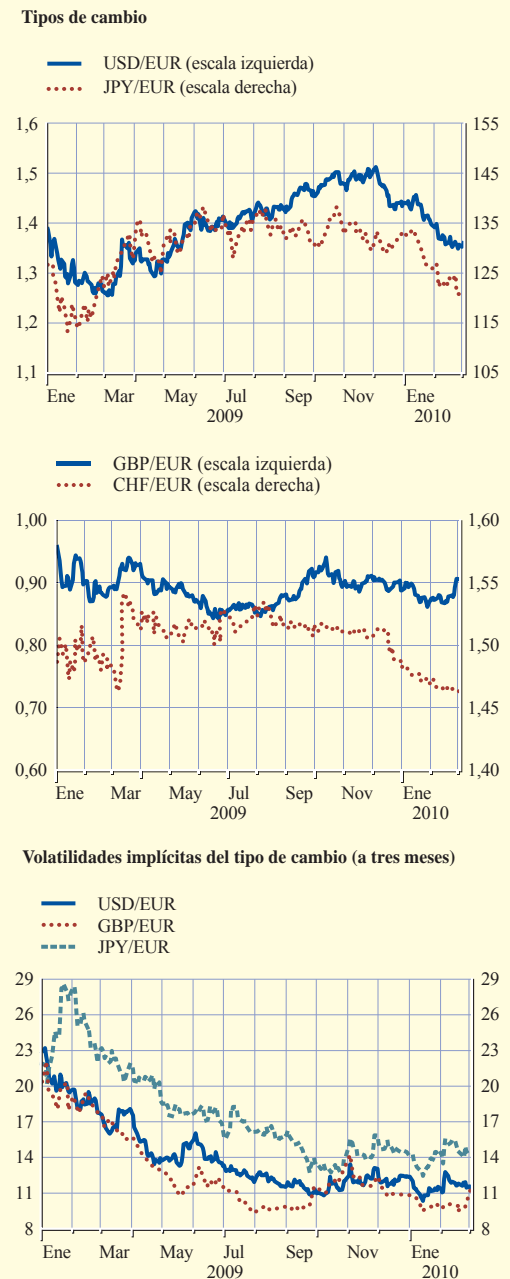
## MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres meses transcurridos hasta el 3 de marzo, las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a sus respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 57). No obstante, el lats letón se ha mantenido en la zona débil de la banda de fluctuación de  $\pm 1\%$  establecida unilateralmente.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se mantuvo prácticamente estable frente a la libra esterlina en los tres meses transcurridos hasta el

Gráfico 56 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

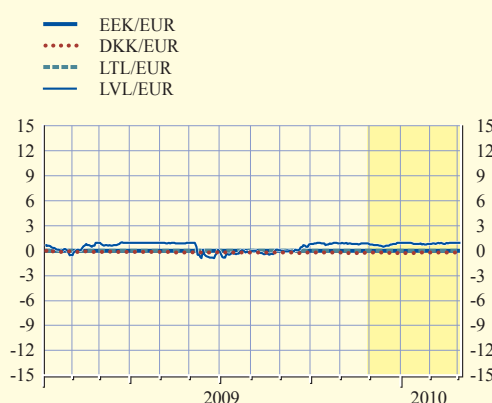
3 de marzo en un clima de ciertas fluctuaciones. La volatilidad implícita del tipo de cambio entre la libra esterlina y el euro se redujo en los tres últimos meses, a pesar del repunte registrado recientemente (véase gráfico 56). Durante el mismo período, el euro también se depreció frente a las monedas de otros Estados miembros de la UE. La depreciación osciló entre el 1,4% registrado frente a la corona checa y el 5,9% frente al zloty polaco y el 6,3% frente a la corona sueca.

### OTRAS MONEDAS

Entre marzo y noviembre de 2009, el euro fluctuó frente al franco suizo en una banda de 1,50 a 1,54 francos por euro, en un entorno caracterizado por informaciones de los mercados respecto a una intervención de las autoridades monetarias suizas en el mercado de divisas para contrarrestar una apreciación del franco. Tras un cambio en los comunicados del Banco Nacional de Suiza respecto a su política monetaria, en diciembre de 2009, el euro se depreció frente al franco suizo perdiendo alrededor de un 3% de su valor en los tres meses transcurridos hasta el 3 de marzo y cotizando, en esa fecha, a 1,46 francos por euro. Durante el mismo período, el tipo de cambio bilateral del euro frente al renminbi chino y frente al dólar de Hong Kong siguió una evolución paralela a la del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro. El euro también se depreció frente a las principales monedas de países que producen materias primas, como el dólar canadiense (un 11,2%), el dólar australiano (un 8,1%) y la corona noruega (un 5,1%).

Gráfico 57 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  $\pm 15\%$ .

### Recuadro 10

#### ACTIVIDADES DE CARRY TRADE Y TIPOS DE CAMBIO

Las estrategias de *carry trade* suelen citarse como uno de los factores determinantes de algunas de las fluctuaciones de los tipos de cambio de los últimos años<sup>1</sup>. Una operación de «carry trade» se define a menudo como una estrategia de inversión, en virtud de la cual un inversor toma prestados fondos a un tipo de interés bajo en una moneda (la «moneda de financiación») y los invierte en activos denominados en otra moneda (la «moneda objetivo») que ofrecen un tipo de interés más alto, sin cobertura frente al riesgo de tipo de cambio. La evidencia empírica corrobora, hasta cierto punto, la idea de que este tipo de operaciones han sido rentables a largo plazo. Por ejemplo, se ha calculado que el rendimiento obtenido en los 30 últimos años de las actividades de *carry trade* ha sido del mismo orden de magnitud que los generados invirtiendo en el S&P 500<sup>2</sup>. A continuación, se analiza la importancia de dichas actividades para las fluctuaciones de los tipos de cambio en los últimos años.

1 Véase, por ejemplo, G. Galati, A. Heath, P. McGuire, «Evidence of carry trade activity», Banco de Pagos Internacionales, Quarterly Review, septiembre de 2007.

2 Véase C. Burnside, M. Eichenbaum, I. Kleshchelski y S. Rebelo, «The returns to currency speculation», documento de trabajo del NBER n.º 12489, 2006.

Dos son, principalmente, los factores que determinan la rentabilidad, ajustada por el riesgo, de las operaciones de *carry trade*: (1) el diferencial de tipos de interés entre la moneda de financiación y la moneda objetivo, y (2) el riesgo de tipo de cambio, reflejado en los indicadores de volatilidad del mercado de divisas. El cociente entre el primero y el segundo es lo que se denomina ratio *carry-to-risk*. Las grandes fluctuaciones de los tipos de cambio podrían afectar de forma significativa a la rentabilidad de las operaciones de *carry trade*. Por este motivo, dichas operaciones tienden a aumentar en períodos de escasa volatilidad en los mercados de divisas y a corregirse cuando aumenta la volatilidad.

No obstante, la rentabilidad de esta estrategia de inversión contradice la condición de la paridad no cubierta de intereses (PNCI). Dicha paridad establece que una moneda de alta rentabilidad se depreciará frente a otra de baja rentabilidad en una magnitud igual al diferencial de tipos de interés, de lo que se deduce que la rentabilidad de las operaciones de *carry trade* será igual a cero. Sin embargo, desde el punto de vista empírico, la condición de la PNCI no tiene mucho respaldo. Las monedas asociadas a activos con rendimientos más elevados suelen apreciarse durante períodos prolongados frente a las monedas de tipo de interés bajo (la denominada paradoja de la prima *forward*, o *forward premium puzzle*). Como resultado, la rentabilidad de las operaciones de *carry trade* atribuible al diferencial de tipos de interés suele verse incrementada, y no contrarrestada, durante un período prolongado por la apreciación de la moneda objetivo frente a la moneda de financiación. No obstante, en algún momento, el movimiento unidireccional del tipo de cambio llegará a su fin y, entonces, los inversores en *carry trades* incurrirán, con frecuencia, en grandes pérdidas debido a las rápidas correcciones de los tipos de cambio. De hecho, existe evidencia empírica de que quienes participan en este tipo de operaciones están expuestos al riesgo de que la moneda objetivo sufra una acusada depreciación, como consecuencia de la súbita reversión de los *carry trades* que suele producirse en períodos de menor apetito de riesgo y liquidez de financiación<sup>3</sup>.

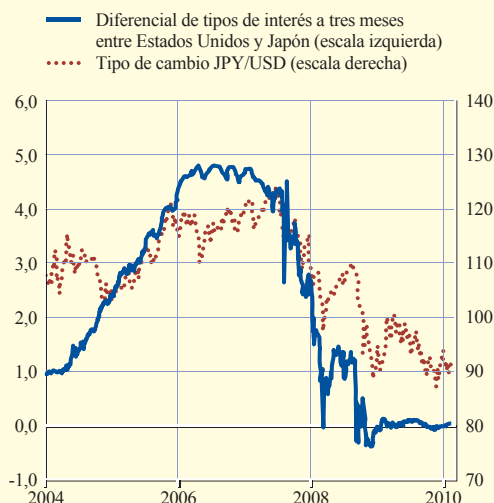
La evolución del tipo de cambio del yen japonés frente al dólar estadounidense es un ejemplo de la interacción de los diferenciales de tipos de interés y la volatilidad de los mercados de divisas. El período previo a la crisis financiera mundial se caracterizó por la presencia de elevados diferenciales de tipos de interés en todas las regiones y por la moderada volatilidad de los tipos de cambio, es decir, un entorno favorable para las estrategias de *carry trade*. Durante este período, los analistas de mercado se referían normalmente al yen japonés como moneda de financiación y al dólar estadounidense como moneda objetivo. Entre comienzos de 2004 y mediados de 2007, el diferencial de tipos de interés a tres meses entre Estados Unidos y Japón se situó, en promedio, en 3,5 puntos porcentuales, aumentando gradualmente al principio y manteniéndose estable después (véase gráfico A). Al mismo tiempo, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre estas dos monedas fue más bien moderada (un 8,5%), muy por debajo de la media observada en los últimos diez años.

Las actividades de *carry trade* se reflejan en la evolución de las posiciones netas no comerciales obtenidas a partir de los datos de Commitment of Traders para el mercado de futuros de Estados Unidos. Estas posiciones —el indicador más comúnmente utilizado cuando se realizan operaciones de *carry trade*— se calculan por diferencia entre las posiciones largas (compra) y cortas (venta) en futuros en una moneda dada frente al dólar estadounidense, y puede considerarse que guardan relación con la evolución del tipo de cambio entre el yen y el dólar (véase gráfico B). La acumulación de posiciones cortas netas en yenes entre los primeros meses de 2005 y el verano de 2007 se produjo paralelamente

3 Véase, por ejemplo, M. K. Brunnermeier, S. Nagel, L. H. Pedersen, «Carry Trades and Currency Crashes», documento de trabajo del NBER n.º 14473, 2008.

**Gráfico A Diferencial de tipos de interés a tres meses entre Estados Unidos y Japón y tipo de cambio JPY/USD**

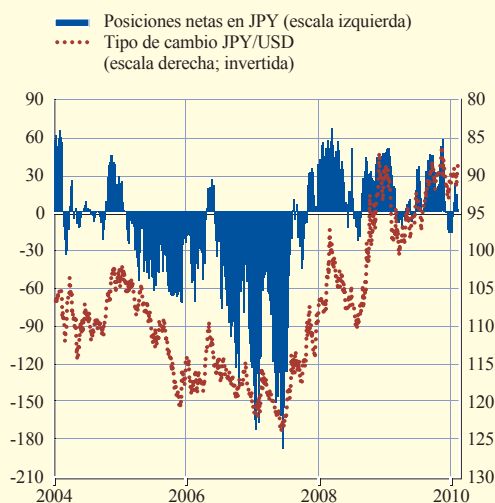
(puntos porcentuales; yenes japoneses por dólar estadounidense)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: La última observación corresponde al 3 de marzo de 2010.

**Gráfico B Posiciones netas en JPY frente al USD y tipo de cambio JPY/USD**

(miles de contratos; yenes japoneses por dólar estadounidense)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.  
Nota: La última observación corresponde al 3 de marzo de 2010.

a una apreciación del dólar estadounidense frente al yen japonés del 20%. Durante este período, otras monedas de tipo de interés elevado, como el dólar neozelandés, la libra esterlina, el dólar canadiense y el dólar australiano también se apreciaron de forma acusada frente al yen japonés.

A finales de 2007 y en el primer semestre de 2008, cuando los diferenciales de tipos de interés entre Estados Unidos y Japón se redujeron como resultado de la recesión en Estados Unidos y de los consiguientes recortes del tipo de interés de los fondos federales, las estrategias de *carry trade* entre las monedas de estos dos países perdieron atractivo. Como consecuencia, se produjo una reversión de las posiciones especulativas netas, mientras que, en el caso de otras monedas, como el dólar australiano, se mantuvieron los altos rendimientos.

Tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, los tipos de interés experimentaron una fuerte caída en todo el mundo y se redujo su dispersión. Al mismo tiempo, aumentó la aversión al riesgo, como se observa en el incremento de la volatilidad implícita de los tipos de cambio. Todo ello dio lugar a un acusado descenso de la ratio *carry-to-risk*, lo que redujo los incentivos de los inversores para adoptar estrategias de *carry trade*. La fuerte reversión de sus posiciones durante ese período también se hizo evidente en la caída de las posiciones especulativas netas en el mercado de futuros de divisas, desde unos niveles máximos hacia la neutralidad, en la mayoría de los principales pares de monedas. Como resultado, en los dos meses transcurridos hasta finales de octubre de 2008, el yen japonés se apreció de forma acusada —un 28% frente al euro y un 11% frente al dólar estadounidense— en un período en el que la demanda de dólares estaba aumentando, de hecho, como consecuencia de los desplazamientos de flujos hacia «activos más seguros».

En 2009, al moderarse gradualmente la volatilidad en los mercados de divisas, parece que los participantes en los mercados mostraron de nuevo interés en las estrategias de *carry trade*. No obstante,

los diferenciales de tipos de interés eran todavía muy bajos, de modo que dichas estrategias probablemente revistieron menos importancia para los movimientos de los tipos de interés a escala mundial que en el período de escasa volatilidad que precedió a las turbulencias financieras mundiales.

## 6.2 BALANZA DE PAGOS

En el cuarto trimestre de 2009, se registró una sólida expansión del comercio de bienes con los países no pertenecientes a la zona del euro y también un retorno al crecimiento del comercio de servicios. El déficit por cuenta corriente correspondiente al conjunto del año 2009 se redujo significativamente en relación con el año anterior, hasta 59,0 mm de euros (alrededor del 0,7% del PIB). En la cuenta financiera, la zona del euro registró en 2009 entradas netas de inversiones de cartera y salidas netas de inversiones directas.

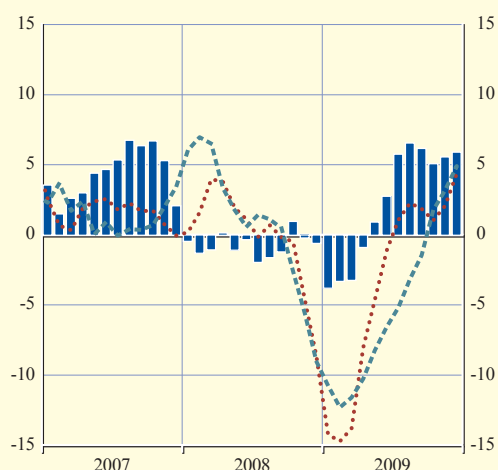
### COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En el cuarto trimestre de 2009, el comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro registró un sólido crecimiento, lo que confirma los primeros indicios de recuperación observados en el trimestre anterior (véase gráfico 58). Tanto las importaciones como las exportaciones de bienes crecieron a tasas muy superiores a las respectivas medias de largo plazo. En un contexto de recuperación generalizada de la actividad económica mundial, las exportaciones cobraron impulso en relación con el tercer trimestre, aumentando un 4,4%. El mayor crecimiento de las exportaciones refleja asimismo el respaldo de factores transitorios, como las medidas de estímulo fiscal y el giro en el ciclo de existencias fuera de la zona del euro. Las importaciones de bienes, que todavía registraban una contracción en el tercer trimestre,

**Gráfico 58 Comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro**

(tasas de variación intertrimestral; mm de euros; media móvil de tres meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)

- Balanza de bienes (escala derecha)
- ... Exportaciones de bienes (escala izquierda)
- Importaciones de bienes (escala izquierda)

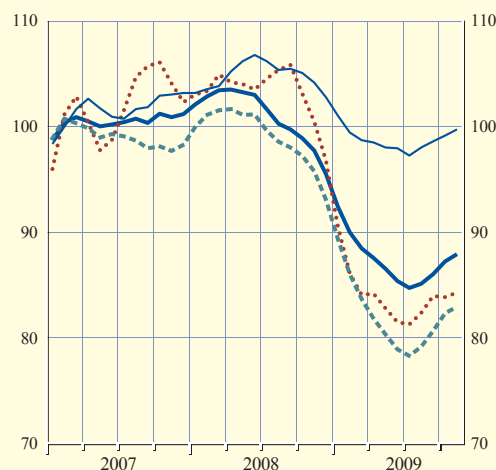


Fuente: BCE.

**Gráfico 59 Importaciones reales de bienes de países no pertenecientes a la zona del euro**

(índice: primer trimestre de 2007 = 100; datos desestacionalizado; media móvil de tres meses)

- Comercio total
- ... Bienes de equipo
- Bienes intermedios
- Bienes de consumo



Fuentes: Eruostat y cálculos del BCE.

**Cuadro 11 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro**

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Cifras mensuales		Cifras trimestrales				Cifras anuales	
	2009 Nov	2009 Dic	I	2009 II	III	IV	2008	2009
<i>mm de euros</i>								
<b>Cuenta corriente</b>	-0,5	1,9	-12,5	-4,7	-1,4	-1,1	-140,6	-59,0
Bienes	6,2	4,4	-3,2	2,7	6,2	5,9	-9,5	34,7
Exportaciones	110,3	112,5	105,9	104,7	106,6	111,2	1.575,6	1.285,0
Importaciones	104,1	108,1	109,1	101,9	100,4	105,3	1.585,1	1.250,3
Servicios	2,5	4,5	1,9	1,8	2,9	3,5	41,0	30,6
Exportaciones	38,6	40,0	39,8	38,3	38,1	39,1	509,2	466,0
Importaciones	36,1	35,6	37,9	36,5	35,2	35,5	468,2	435,4
Rentas	-3,4	-1,7	-3,0	-2,0	-3,6	-2,4	-73,8	-32,9
Transferencias corrientes	-5,8	-5,2	-8,1	-7,3	-6,9	-8,1	-98,3	-91,3
<b>Cuenta financiera<sup>1)</sup></b>	-0,6	-5,7	18,6	4,6	4,7	-0,6	163,9	81,8
Total inversiones directas y de cartera netas	-16,1	43,5	23,7	26,2	19,7	14,2	161,5	251,2
Inversiones directas netas	0,7	-2,4	-19,6	-1,4	-8,1	-1,2	-189,0	-90,9
Inversiones de cartera netas	-16,9	45,9	43,3	27,6	27,8	15,4	350,5	342,1
Acciones y participaciones	-11,7	35,9	-4,4	12,8	14,0	-3,3	-23,0	57,4
Valores distintos de acciones	-5,2	10,0	47,7	14,7	13,8	18,7	373,6	284,7
Bonos y obligaciones	-9,7	-1,0	48,8	3,9	-13,4	7,4	154,7	140,0
Instrumentos del mercado monetario	4,5	11,0	-1,2	10,8	27,3	11,3	218,9	144,7
<i>variaciones porcentuales sobre el periodo anterior</i>								
<b>Bienes y servicios</b>								
Exportaciones	-0,3	2,4	-11,6	-1,8	1,2	3,8	3,8	-16,0
Importaciones	1,2	2,4	-9,7	-5,8	-2,0	3,8	7,4	-17,9
<b>Bienes</b>								
Exportaciones	-0,5	1,9	-13,8	-1,1	1,9	4,4	3,9	-18,4
Importaciones	0,3	3,8	-11,6	-6,6	-1,5	4,9	7,9	-21,1
<b>Servicios</b>								
Exportaciones	0,2	3,7	-5,0	-3,7	-0,5	2,4	3,7	-8,5
Importaciones	3,8	1,6	-3,7	-3,7	-3,5	0,8	5,7	-7,0

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.

superaron a las exportaciones con un aumento del 4,9% en tasa intertrimestral. A pesar del repunte del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro, tanto las importaciones como las exportaciones se sitúan todavía muy por debajo de los niveles observados antes de la crisis financiera y de la consiguiente desaceleración del comercio mundial.

Tras experimentar una contracción menos acusada que el comercio de mercancías durante la recesión, el comercio de servicios ha repuntado con más lentitud. No obstante, tanto las importaciones como las exportaciones de servicios crecieron en el cuarto trimestre (un 0,8% y un 2,4%, respectivamente) en comparación con el trimestre anterior (véase cuadro 11). Esta evolución es coherente con la evidencia que indica una expansión de la actividad mundial en el sector servicios hacia finales de 2009.

La desagregación por categorías de las importaciones reales de bienes procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro basada en las estadísticas de comercio exterior de Eurostat indica que el reciente repunte fue especialmente pronunciado en el caso de los bienes intermedios (véase gráfico 59). Su utilización en las primeras etapas del proceso de producción les está dando prioridad con respecto a otras categorías de bienes en el ciclo económico. Además, las importaciones de bienes intermedios se han visto estimuladas por la creciente demanda de consumos intermedios importados por parte de los exportadores de la zona del euro.



Por lo que respecta a las exportaciones, se ha observado una tendencia similar, en el sentido de que las exportaciones reales de bienes intermedios han superado en resultados a las de otras categorías de bienes (véase también el recuadro titulado «Evolución reciente del comercio de la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero de 2010).

En 2009 en su conjunto, la zona del euro registró un déficit por cuenta corriente de 59,0 mm de euros (alrededor del 0,7% del PIB). El déficit fue notablemente menor que el observado en 2008 (140,6 mm de euros), debido principalmente a un cambio de signo, de déficit a superávit, de la balanza de bienes, así como a una reducción a la mitad del déficit de la balanza de rentas y a una pequeña disminución del déficit de la balanza de transferencias corrientes (véase gráfico 60). Estos cambios se contrarrestaron, aunque solo en parte, con una reducción del superávit del comercio de servicios. La balanza de bienes registró una mejora, dado que las importaciones se recuperaron más lentamente que las exportaciones en la mayor parte de 2009, pese a que esta tendencia se revirtió en el cuarto trimestre. Además, el descenso de los precios de importación de las materias primas, en relación con 2008, contribuyó a la mejora de la balanza comercial.

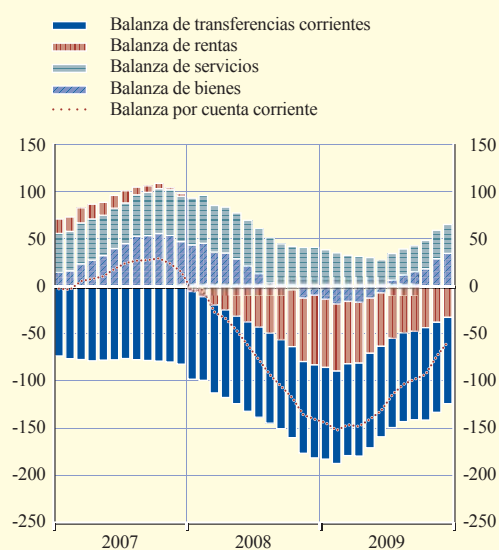
De cara al futuro, los indicadores disponibles sugieren que la recuperación de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro continuará en el corto plazo. En febrero de 2010, el índice de directores de compra (PMI) de las carteras de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro se disparó hasta alcanzar el nivel más alto de los tres últimos años, situándose muy por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción. También se espera que vuelvan a aumentar las importaciones de bienes de países no pertenecientes a la zona del euro, debido principalmente a la demanda de consumos intermedios importados inducida por las exportaciones. No obstante, dado que el reciente repunte del comercio mundial y de la zona del euro ha reflejado, en parte, el impacto de factores transitorios —como las medidas de estímulo fiscal y el respaldo del ciclo de existencias— cabría esperar cierta pérdida de impulso a medida que se diluya dicho impacto.

#### CUENTA FINANCIERA

En el último trimestre de 2009, las entradas netas totales de inversiones directas y de cartera en la zona del euro se redujeron ligeramente, hasta 14,2 mm de euros, desde los 19,7 mm de euros contabilizados en el trimestre anterior (véase gráfico 61). Este descenso es atribuible, principalmente, a la caída de las entradas netas de inversiones de cartera, como consecuencia de un cambio de signo de los flujos de valores de renta variable (de entradas netas a salidas netas), que contrarrestó con creces el aumento de las entradas netas de valores distintos de acciones. En los mercados de renta variable, la reducción de las compras netas, tanto de valores extranjeros por residentes en la zona del euro, como —de forma más pronunciada— de valores de la zona del euro por parte de no residentes indica que el repunte del apetito de riesgo entre los inversores seguía siendo un tanto frágil. Además, la caída de las compras netas de valores de renta variable también podría ser atribuible al hecho de que otros tipos de valores, tanto extran-

**Gráfico 60 Principales partidas de la balanza por cuenta corriente**

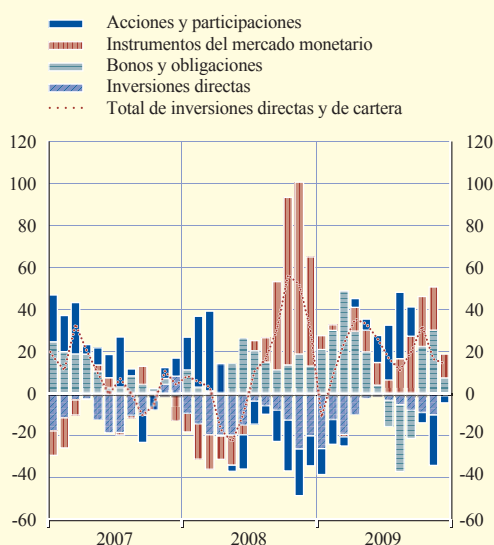
(mm de euros; flujos acumulados de doce meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



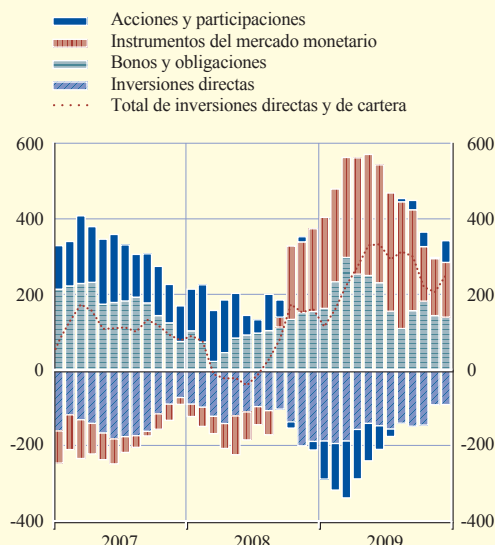
Fuente: BCE.

Gráfico 61 Principales partidas de la cuenta financiera

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



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



Fuente: BCE.

jeros como nacionales, ofrecen mayores oportunidades de rentabilidad. Al mismo tiempo, el cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, de los bonos y obligaciones parece estar en consonancia con el positivo diferencial de rendimientos entre la renta fija de la zona del euro y la de otras grandes economías, como Estados Unidos. Por otro lado, la inversión en instrumentos del mercado monetario de la zona del euro parece haberse tornado relativamente menos atractiva. En el último trimestre de 2009, la zona del euro contabilizó menores entradas netas de instrumentos del mercado monetario, registrando las compras netas realizadas por no residentes el nivel más bajo observado durante todo el año.

Por lo que se refiere a las inversiones directas, la zona del euro registró un ligero descenso de las salidas netas en el último trimestre de 2009 en comparación con el trimestre anterior. Este cambio tiene su origen, principalmente, en una caída de las inversiones de la zona del euro en el exterior, sobre todo de los préstamos entre empresas relacionadas, mientras que la inversión directa extranjera en la zona repuntó ligeramente.

En 2009 en su conjunto, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró una entrada neta de 251,2 mm de euros, frente a una entrada neta de 161,5 mm de euros en 2008. Este aumento fue resultado de un descenso de las salidas netas de inversiones directas, que solo se compensó ligeramente con una mínima caída de las entradas netas de inversiones de cartera. La evolución de la inversión directa extranjera se caracterizó por un incremento de las inversiones en la zona del euro y por una reducción de las inversiones directas de las empresas de la zona del euro en el exterior. La mínima variación de las entradas netas de inversiones de cartera oculta cambios importantes en las transacciones transfronterizas de valores de renta variable y de renta fija que, en gran medida, se compensan entre sí. Más concretamente, la inversión en valores de renta variable cambió de signo (de salidas netas a entradas netas), al tiempo que se redujeron las entradas netas de valores distintos de acciones. En términos brutos, esta evolución estuvo determinada, principalmente, por las actividades de inversión de los no residentes en relación con los valores de renta variable y de renta fija de la zona del euro.

# ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



# ÍNDICE<sup>1</sup>

	<b>PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO</b>	
	Resumen de indicadores económicos de la zona del euro	S5
<b>I</b>	<b>ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA</b>	
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
<b>2</b>	<b>DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN</b>	
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
<b>3</b>	<b>CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	
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
<b>4</b>	<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>	
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
<b>5</b>	<b>PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO</b>	
5.1	IAPC, otros precios y costes	S47
5.2	Producto y demanda	S50
5.3	Mercado de trabajo	S54

<sup>1</sup> Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.europa.eu](mailto: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.

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

---

#### Símbolos utilizados en los cuadros

“-”	Inexistencia del fenómeno considerado/ dato no aplicable
“.”	Dato no disponible por el momento
“...”	Cero o no significativo
“mm”	10 <sup>9</sup>
(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 <sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2), 3)</sup>	M3 <sup>2), 3)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM <sup>2)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	2,4	9,6	9,7	-	9,5	18,9	4,64	3,69
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	24,8	1,22	3,76
2009 I	5,4	7,3	6,1	-	4,6	26,1	2,01	3,77
II	8,1	5,6	4,4	-	2,1	27,7	1,31	3,99
III	12,2	4,5	2,7	-	0,4	25,3	0,87	3,64
IV	12,3	2,2	0,2	-	-0,6	20,5	0,72	3,76
2009 Sep	12,8	3,6	1,8	1,5	-0,3	24,3	0,77	3,64
Oct	11,8	2,3	0,3	0,6	-0,8	23,5	0,74	3,68
Nov	12,5	1,8	-0,3	-0,1	-0,7	19,7	0,72	3,57
Dic	12,3	1,5	-0,3	-0,1	-0,1	12,9	0,71	3,76
2010 Ene	11,5	1,9	0,1	.	-0,6	.	0,68	3,66
Feb	.	.	.	.	.	.	0,66	3,49

### 2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC <sup>1)</sup>	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	3,4	0,6	-1,7	81,8	0,7	7,5
2009	0,3	-5,1	.	-4,1	-15,0	71,0	.	9,4
2009 II	0,2	-5,7	4,3	-4,9	-18,6	69,9	-1,8	9,3
III	-0,4	-7,8	3,2	-4,1	-14,5	70,3	-2,1	9,6
IV	0,4	-4,6	.	-2,1	-7,7	71,5	.	9,9
2009 Sep	-0,3	-7,6	-	-	-12,7	-	-	9,8
Oct	-0,1	-6,6	-	-	-11,0	71,0	-	9,8
Nov	0,5	-4,4	-	-	-6,8	-	-	9,9
Dic	0,9	-2,9	-	-	-4,8	-	-	9,9
2010 Ene	1,0	-1,0	-	-	.	72,0	-	9,9
Feb	0,9	.	-	-	.	-	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-21 <sup>5)</sup> (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
2008	-133,3	-11,4	-189,0	350,5	374,2	110,5	110,1	1,4708
2009	-49,9	36,1	-90,9	342,1	462,4	111,7	110,6	1,3948
2009 I	-36,6	-7,7	-58,8	129,9	395,7	109,9	109,2	1,3029
II	-19,5	13,1	-4,3	82,8	381,5	111,1	110,2	1,3632
III	-1,2	13,3	-24,3	83,4	430,9	112,1	110,9	1,4303
IV	7,4	17,5	-3,6	46,1	462,4	113,8	112,2	1,4779
2009 Sep	-5,9	1,4	-29,9	79,8	430,9	112,9	111,6	1,4562
Oct	-3,6	6,2	-2,0	17,1	437,9	114,3	112,8	1,4816
Nov	0,5	6,0	0,7	-16,9	464,2	114,0	112,5	1,4914
Dic	10,5	5,3	-2,4	45,9	462,4	113,0	111,3	1,4614
2010 Ene	.	.	.	.	468,7	110,8	108,9	1,4272
Feb	.	.	.	.	.	108,0	106,1	1,3686

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

	5 febrero 2010	12 febrero 2010	19 febrero 2010	26 febrero 2010
<b>Oro y derechos en oro</b>	266.919	266.919	266.919	266.919
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	194.525	193.411	195.699	197.574
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	29.034	29.196	28.848	28.265
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	17.761	17.074	17.272	15.379
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	718.663	717.097	719.170	726.910
Operaciones principales de financiación	56.433	76.692	82.537	82.023
Operaciones de financiación a plazo más largo	662.159	636.507	636.543	644.680
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	51	3.876	62	178
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	20	22	28	29
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	26.927	27.429	27.601	26.724
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	332.625	334.041	333.852	335.796
Valores mantenidos con fines de política monetaria	34.804	36.114	37.392	38.744
Otros valores	297.821	297.927	296.460	297.052
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	36.121	36.121	36.121	36.121
<b>Otros activos</b>	251.925	253.400	255.387	255.328
<b>Total activo</b>	1.874.500	1.874.687	1.880.871	1.889.017

### 2. Pasivo

	5 febrero 2010	12 febrero 2010	19 febrero 2010	26 febrero 2010
<b>Billetes en circulación</b>	785.231	785.154	782.801	784.287
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	398.616	404.809	394.777	402.497
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	169.253	254.697	207.798	199.828
Facilidad de depósito	229.363	150.112	186.975	202.669
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0	4	0
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	491	458	427	570
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	121.609	115.701	131.525	134.298
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	40.034	40.097	39.962	40.504
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	2.902	2.562	2.815	1.861
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	10.439	9.873	11.145	12.055
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	51.249	51.249	51.249	51.249
<b>Otros pasivos</b>	169.680	170.090	171.479	166.519
<b>Cuentas de revalorización</b>	220.213	220.213	220.213	220.213
<b>Capital y reservas</b>	74.036	74.481	74.477	74.965
<b>Total pasivo</b>	1.874.500	1.874.687	1.880.871	1.889.017

Fuente: BCE.

**1.2 Tipos de interés oficiales del BCE**

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

	Con efectos desde: <sup>1)</sup>	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
		Nivel	Variación	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable	Variación	Nivel	Variación
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja			
				3	4			
1	2	3	4	5	6	7		
1999	1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	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 <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15 <sup>5)</sup>	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 <sup>1), 2)</sup>

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

#### 1. Operaciones principales de financiación y de financiación a plazo más largo <sup>3), 4)</sup>

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 <sup>5)</sup>	Tipo medio ponderado			
	1	2	3	4	5	6	7	8		
<b>Operaciones principales de financiación</b>										
2009 4 Nov	46.201	170	46.201	1,00	-	-	-	7		
11	51.250	160	51.250	1,00	-	-	-	7		
18	52.580	177	52.580	1,00	-	-	-	7		
25	59.066	168	59.066	1,00	-	-	-	7		
2 Dic	58.128	137	58.128	1,00	-	-	-	6		
8	55.779	111	55.779	1,00	-	-	-	8		
16	52.899	125	52.899	1,00	-	-	-	7		
23	58.575	109	58.575	1,00	-	-	-	7		
30	78.647	132	78.647	1,00	-	-	-	7		
2010 6 Ene	54.023	100	54.023	1,00	-	-	-	7		
13	60.077	102	60.077	1,00	-	-	-	7		
20	58.020	101	58.020	1,00	-	-	-	7		
27	63.435	83	63.435	1,00	-	-	-	7		
3 Feb	55.824	74	55.824	1,00	-	-	-	7		
10	76.083	79	76.083	1,00	-	-	-	7		
17	81.935	78	81.935	1,00	-	-	-	7		
24	81.421	71	81.421	1,00	-	-	-	7		
3 Mar	80.455	65	80.455	1,00	-	-	-	7		
<b>Operaciones de financiación a plazo más largo</b>										
2009 12 Nov	10.794	9	10.794	1,00	-	-	-	91		
12	782	21	782	1,00	-	-	-	182		
26	2.065	19	2.065	1,00	-	-	-	91		
8 Dic	2.655	8	2.655	1,00	-	-	-	43		
10	2.933	9	2.933	1,00	-	-	-	91		
10	1.728	21	1.728	1,00	-	-	-	182		
17	2.558	21	2.558	1,00	-	-	-	105		
17 <sup>6)</sup>	96.937	224	96.937	-	-	-	-	371		
2010 20 Ene	5.739	7	5.739	1,00	-	-	-	21		
28	3.268	22	3.268	1,00	-	-	-	91		
10 Feb	2.757	14	2.757	1,00	-	-	-	28		
25	10.205	23	10.205	1,00	-	-	-	91		

#### 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 <sup>5)</sup>	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008 9 Dic	Operaciones temporales	152.655	95	137.456	-	-	3,25	3,05	2,94	1	
2009 20 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	143.835	103	140.013	-	-	2,50	2,30	2,15	1	
10 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	130.435	119	129.135	-	-	2,00	1,80	1,36	1	
10 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	111.502	119	110.832	-	-	2,00	1,80	1,52	1	
7 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	105.486	114	103.876	-	-	1,50	1,30	1,12	1	
12 May	Captación de depósitos a plazo fijo	109.091	128	108.056	-	-	1,25	1,05	0,93	1	
9 Jun	Operaciones temporales	91.551	101	57.912	-	-	1,00	0,80	0,77	1	
7 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	279.477	165	275.986	-	-	1,00	0,80	0,64	1	
11 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	238.847	159	238.345	-	-	1,00	0,80	0,70	1	
8 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	196.299	157	195.099	-	-	1,00	0,80	0,73	1	
13 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	170.131	160	169.680	-	-	1,00	0,80	0,74	1	
10 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	191.883	165	191.379	-	-	1,00	0,80	0,76	1	
7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	130.896	147	129.709	-	-	1,00	0,80	0,76	1	
2010 19 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	259.013	188	258.907	-	-	1,00	0,80	0,75	1	
9 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	270.783	187	270.566	-	-	1,00	0,80	0,76	1	

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.
- 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, 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 esta operación

**1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez**

(mm de euros; medias de los períodos 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: <sup>1)</sup>	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos a la vista y depósitos a plazo o disponibles con preaviso hasta 2 años	Valores distintos de acciones hasta 2 años		Depósitos a plazo o disponibles con preaviso a más de 2 años	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7	
2009 Ago	18.319,0	9.817,8	799,7	2.427,1	1.172,3	4.102,1	
Sep	18.280,1	9.752,0	786,1	2.453,9	1.206,6	4.081,5	
Oct	18.260,1	9.766,9	763,3	2.420,9	1.224,8	4.084,2	
Nov	18.285,8	9.743,0	756,6	2.436,5	1.245,0	4.104,6	
Dic	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5	

**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
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2009 8 Sep	215,9	216,9	1,0	0,0	1,00
13 Oct	213,7	214,7	1,1	0,0	1,00
10 Nov	211,8	212,8	1,0	0,0	1,00
7 Dic	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010 19 Ene	210,1	211,2	1,2	0,0	1,00
9 Feb	209,5	210,9	1,4	0,0	1,00
9 Mar	210,9	.	.	.	.

**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 <sup>2)</sup>	Facilidad de depósito						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
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
2009 8 Sep	427,6	74,8	645,4	0,3	8,4	136,7	18,5	769,1	125,7	-110,4	216,9	1.122,7
13 Oct	421,4	79,1	616,9	0,3	14,3	109,6	12,9	768,8	139,0	-113,1	214,7	1.093,1
10 Nov	413,0	52,3	626,1	0,3	20,1	86,5	12,0	770,7	148,7	-118,9	212,8	1.070,0
7 Dic	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010 19 Ene	413,0	60,6	648,4	0,4	28,4	147,0	8,1	796,8	119,8	-132,1	211,2	1.155,0
9 Feb	425,6	59,7	662,2	0,2	33,5	168,3	13,3	783,6	122,6	-117,5	210,9	1.162,8

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

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

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

### 2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
2007	2.046,2	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	395,3	15,2	318,0
2008	2.982,9	1.809,4	18,6	0,6	1.790,1	350,8	308,0	2,4	40,3	-	14,4	476,7	15,7	316,1
2009 III	2.746,8	1.465,9	17,6	0,7	1.447,7	408,4	336,0	3,3	69,2	-	16,1	517,5	16,6	322,2
2009 Oct	2.693,0	1.405,3	17,6	0,7	1.387,1	410,6	333,7	3,6	73,3	-	16,0	529,4	16,6	315,0
2009 Nov	2.659,4	1.340,1	17,6	0,7	1.321,9	416,1	334,3	3,7	78,2	-	16,1	555,8	16,6	314,7
2009 Dic	2.830,5	1.483,2	17,6	0,7	1.464,9	416,9	333,6	3,7	79,6	-	16,5	555,7	16,4	341,8
2010 Ene <sup>3)</sup>	2.824,6	1.473,1	17,6	0,7	1.454,8	418,9	331,5	3,8	83,6	-	16,2	563,2	16,5	336,8
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
2007	29.500,2	16.893,0	954,5	10.144,3	5.794,2	3.950,6	1.197,1	1.013,2	1.740,3	93,5	1.293,8	4.878,9	205,7	2.184,7
2008	31.835,8	18.052,0	968,0	10.771,4	6.312,6	4.630,9	1.244,7	1.406,7	1.979,5	98,7	1.199,5	4.754,3	211,4	2.888,9
2009 III	31.278,7	17.674,5	994,7	10.768,4	5.911,4	5.115,3	1.504,5	1.492,8	2.117,9	90,6	1.222,1	4.267,4	216,3	2.692,6
2009 Oct	31.212,0	17.658,7	1.014,3	10.722,5	5.921,9	5.101,9	1.517,6	1.490,2	2.094,1	88,7	1.224,9	4.264,0	217,1	2.656,8
2009 Nov	31.334,2	17.673,6	1.007,7	10.750,9	5.915,1	5.106,7	1.519,5	1.490,7	2.096,5	88,2	1.239,0	4.243,2	218,1	2.765,3
2009 Dic	31.146,7	17.708,5	1.001,9	10.750,6	5.956,1	5.060,1	1.482,7	1.497,9	2.079,5	85,0	1.237,2	4.264,4	219,4	2.572,2
2010 Ene <sup>3)</sup>	31.390,4	17.726,7	1.013,4	10.739,6	5.973,7	5.052,0	1.497,9	1.467,4	2.086,7	86,9	1.252,3	4.390,4	218,7	2.663,6

#### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>3)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>4)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2007	2.046,2	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	113,9	282,5
2008	2.982,9	784,7	1.217,5	68,8	16,6	1.132,1	-	0,1	273,8	377,8	329,0
2009 III	2.746,8	789,7	1.149,0	138,4	23,0	987,6	-	0,1	292,7	154,1	361,1
2009 Oct	2.693,0	794,1	1.095,2	152,8	26,0	916,4	-	0,1	297,3	144,9	361,4
2009 Nov	2.659,4	798,7	1.037,0	129,3	27,7	880,0	-	0,1	321,4	143,9	358,4
2009 Dic	2.830,5	829,2	1.159,0	102,6	22,6	1.033,7	-	0,1	322,1	140,2	380,0
2010 Ene <sup>3)</sup>	2.824,6	806,2	1.189,9	116,3	23,5	1.050,0	-	0,1	330,3	133,5	364,6
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
2007	29.500,2	-	15.141,9	126,9	8.927,5	6.087,5	754,1	4.630,9	1.683,6	4.538,6	2.751,1
2008	31.835,8	-	16.741,8	191,0	9.690,9	6.860,0	824,8	4.848,3	1.767,6	4.402,7	3.250,6
2009 III	31.278,7	-	16.348,7	157,0	9.904,2	6.287,5	831,4	4.962,5	1.886,8	4.084,7	3.164,6
2009 Oct	31.212,0	-	16.346,2	164,9	9.898,7	6.282,7	823,8	4.929,5	1.890,5	4.084,8	3.137,1
2009 Nov	31.334,2	-	16.356,8	174,8	9.897,0	6.285,0	810,2	4.931,7	1.902,2	4.072,5	3.260,8
2009 Dic	31.146,7	-	16.468,0	144,3	10.015,8	6.308,0	732,3	4.919,5	1.915,5	4.098,2	3.013,3
2010 Ene <sup>3)</sup>	31.390,4	-	16.440,2	161,1	9.960,4	6.318,8	744,8	4.974,6	1.916,6	4.220,4	3.093,8

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) Saldo 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 <sup>1)</sup>**

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

**1. Activo**

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2007	22.376,2	11.117,3	972,3	10.144,9	2.437,3	1.422,2	1.015,1	882,2	5.274,2	220,9	2.444,3
2008	24.108,0	11.758,6	986,6	10.772,0	2.961,8	1.552,7	1.409,1	786,1	5.231,0	227,1	3.143,3
2009 III	23.898,8	11.781,3	1.012,2	10.769,1	3.336,7	1.840,6	1.496,1	797,4	4.784,9	232,9	2.965,7
2009 Oct	23.849,5	11.755,0	1.031,8	10.723,2	3.345,1	1.851,3	1.493,8	799,1	4.793,4	233,7	2.923,2
Nov	24.001,8	11.776,8	1.025,2	10.751,5	3.348,2	1.853,8	1.494,4	811,6	4.799,1	234,7	3.031,4
Dic	23.810,4	11.770,8	1.019,5	10.751,2	3.317,9	1.816,2	1.501,6	811,1	4.820,1	235,8	2.854,8
2010 Ene <sup>(p)</sup>	24.027,1	11.771,3	1.031,0	10.740,3	3.300,6	1.829,4	1.471,2	815,1	4.953,6	235,2	2.951,3
<b>Operaciones</b>											
2008	1.694,0	597,9	12,4	585,5	468,2	58,1	410,2	-56,1	-81,6	-2,2	768,9
2009	-665,9	25,6	34,0	-8,4	341,4	249,2	92,2	10,5	-454,9	7,6	-596,7
2009 II	-224,1	68,5	27,0	41,5	144,2	89,3	54,9	6,1	-63,0	0,6	-381,5
III	-154,7	-50,9	-3,9	-47,0	33,1	39,1	-6,0	0,4	-91,0	1,9	-47,9
2009 Oct	-39,0	-18,6	19,6	-38,2	7,4	11,8	-4,4	2,9	12,9	0,8	-44,3
Nov	153,1	26,2	-4,9	31,1	2,4	1,2	1,2	12,6	4,2	1,0	106,7
Dic	-264,1	-7,0	-5,9	-1,1	-24,6	-34,2	9,6	-7,0	-46,9	1,2	-179,8
2010 Ene <sup>(p)</sup>	118,8	-19,7	11,3	-31,0	-18,1	14,0	-32,1	5,2	66,4	-0,6	85,6

**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 <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	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
<b>Saldos vivos</b>										
2007	22.376,2	638,6	150,8	8.946,6	660,4	2.849,1	1.492,7	4.652,5	3.033,6	-48,2
2008	24.108,0	722,9	259,8	9.707,5	725,7	2.828,6	1.613,6	4.780,5	3.579,6	-110,7
2009 III	23.898,8	740,6	295,3	9.927,2	740,5	2.775,6	1.738,7	4.238,8	3.525,6	-83,9
2009 Oct	23.849,5	745,5	317,7	9.924,7	734,9	2.762,2	1.745,9	4.229,7	3.498,5	-109,9
Nov	24.001,8	750,1	304,1	9.924,6	721,8	2.757,1	1.780,2	4.216,3	3.619,2	-71,9
Dic	23.810,4	770,0	246,8	10.038,4	647,0	2.760,5	1.795,0	4.238,4	3.393,2	-79,3
2010 Ene <sup>(p)</sup>	24.027,1	757,2	277,4	9.983,9	658,0	2.804,4	1.793,6	4.353,8	3.458,4	-59,7
<b>Operaciones</b>										
2008	1.694,0	83,3	106,1	700,7	29,4	-30,1	138,5	93,3	599,5	-26,8
2009	-665,9	45,7	-4,4	289,6	-12,2	-53,8	138,2	-590,4	-504,2	25,5
2009 II	-224,1	15,0	0,5	154,1	-19,7	18,1	55,7	-167,7	-242,2	-37,9
III	-154,7	5,7	-45,6	-1,7	-2,4	-13,9	27,7	-123,0	-52,7	51,2
2009 Oct	-39,0	4,8	22,3	-0,5	-4,8	-10,6	1,9	0,6	-26,1	-26,8
Nov	153,1	4,7	-13,6	2,3	-15,0	1,1	14,5	10,6	111,3	37,2
Dic	-264,1	19,9	-57,2	102,5	-26,2	-11,3	23,6	-98,1	-206,3	-11,0
2010 Ene <sup>(p)</sup>	118,8	-12,8	30,6	-62,7	10,4	28,9	-3,0	54,0	67,8	5,6

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 <sup>1)</sup>

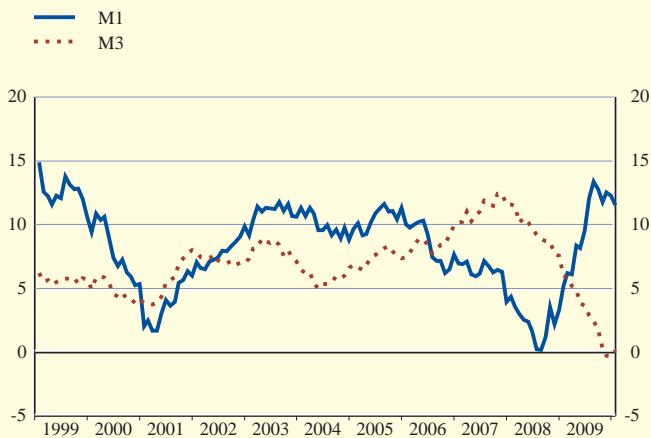
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 1. Agregados monetarios <sup>2)</sup> 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 <sup>3)</sup>	
	M2		M3-M2	Prestamos				Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>				
	M1	M2-M1							3	4		5
Saldos vivos												
2007	3.827,9	3.509,8	7.337,8	1.305,6	8.643,4	-	6.028,0	2.416,9	12.069,5	10.161,9	-	596,0
2008	3.972,9	4.036,6	8.009,5	1.376,4	9.386,0	-	6.294,5	2.563,6	12.989,2	10.787,8	-	423,4
2009 III	4.398,8	3.783,0	8.181,8	1.226,5	9.408,3	-	6.667,7	2.861,7	13.086,2	10.760,8	-	552,1
2009 Oct	4.458,6	3.735,9	8.194,5	1.184,6	9.379,2	-	6.666,4	2.889,4	13.040,3	10.736,7	-	546,1
Nov	4.454,4	3.707,6	8.162,0	1.172,0	9.334,0	-	6.727,2	2.883,0	13.062,9	10.751,7	-	561,0
Dic	4.478,8	3.688,2	8.167,0	1.155,5	9.322,5	-	6.750,1	2.865,0	13.082,2	10.764,5	-	553,8
2010 Ene <sup>(p)</sup>	4.549,6	3.659,9	8.209,6	1.103,0	9.312,6	-	6.795,8	2.863,6	13.057,9	10.756,6	-	583,5
Operaciones												
2008	126,8	486,0	612,8	46,2	658,9	-	260,6	71,0	934,6	584,2	740,1	-176,3
2009	489,8	-368,3	121,4	-149,6	-28,2	-	415,9	288,1	90,5	-11,0	27,7	134,6
2009 II	128,7	-72,8	55,9	-17,8	38,1	-	131,4	108,1	65,0	16,8	36,8	106,3
III	149,8	-102,0	47,8	-51,2	-3,4	-	115,6	63,3	9,4	-28,6	-26,9	36,5
2009 Oct	60,1	-46,0	14,1	-41,8	-27,8	-	-2,2	28,9	-39,3	-16,4	-12,2	-11,3
Nov	-3,4	-27,6	-31,0	-12,9	-43,9	-	46,4	-6,0	26,1	17,7	16,4	-10,5
Dic	21,5	-24,3	-2,8	36,1	33,2	-	11,5	-14,8	14,3	12,1	8,3	45,0
2010 Ene <sup>(p)</sup>	68,8	-32,2	36,6	-52,5	-15,9	-	26,0	-0,8	-44,9	-28,0	-32,6	24,1
Tasas de crecimiento												
2007 Dic	4,0	17,9	10,1	20,2	11,6	11,9	9,3	-2,6	13,2	11,2	12,1	-42,8
2008 Dic	3,3	13,7	8,3	3,5	7,6	7,1	4,3	2,9	7,7	5,7	7,1	-176,3
2009 Sep	12,8	-5,3	3,6	-9,0	1,8	1,5	6,6	13,5	1,4	-0,3	0,8	142,1
2009 Oct	11,8	-7,1	2,3	-11,8	0,3	0,6	7,4	15,1	0,9	-0,8	0,2	74,3
Nov	12,5	-8,7	1,8	-12,4	-0,3	-0,1	7,1	13,2	0,6	-0,7	0,1	61,6
Dic	12,3	-9,1	1,5	-11,0	-0,3	-0,1	6,6	11,2	0,7	-0,1	0,2	134,6
2010 Ene <sup>(p)</sup>	11,5	-8,0	1,9	-10,8	0,1	.	5,8	9,1	0,1	-0,6	-0,3	233,1

### CI Agregados monetarios <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

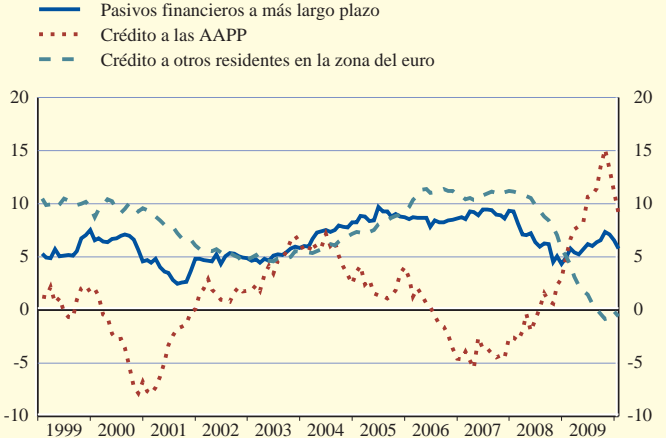


Fuente: BCE.

- 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 interanual 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.

### C2 Contrapartidas <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### 2.3 Estadísticas monetarias <sup>1)</sup>

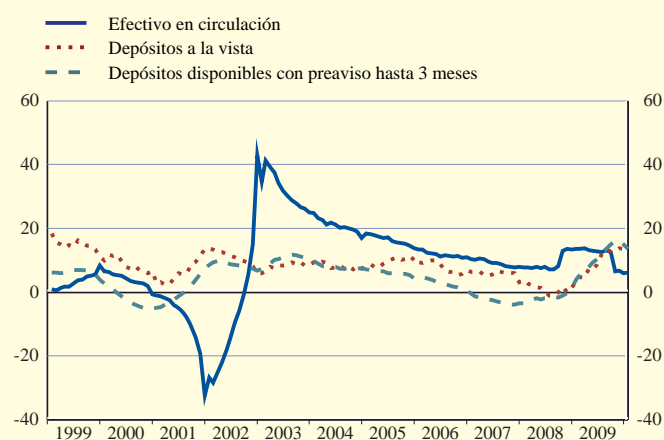
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2007	625,6	3.202,4	1.969,3	1.540,5	307,6	685,9	312,2	2.549,6	119,2	1.872,6	1.486,6
2008	709,9	3.263,0	2.469,6	1.567,0	354,3	755,3	266,8	2.575,5	121,2	1.990,7	1.607,1
2009 III	747,4	3.651,5	2.022,9	1.760,1	326,9	750,8	148,8	2.625,8	133,0	2.175,1	1.733,7
2009 Oct	745,2	3.713,4	1.952,5	1.783,5	300,6	744,7	139,4	2.615,3	134,1	2.174,1	1.743,0
Nov	753,6	3.700,8	1.916,3	1.791,3	310,2	727,2	134,5	2.623,2	133,1	2.186,2	1.784,7
Dic	754,3	3.724,5	1.885,4	1.802,8	348,8	673,9	132,7	2.642,0	131,3	2.189,1	1.787,7
2010 Ene <sup>(a)</sup>	761,2	3.788,4	1.843,7	1.816,3	307,4	662,9	132,7	2.694,2	131,9	2.181,5	1.788,2
Operaciones											
2008	83,3	43,4	466,0	20,0	48,0	32,9	-34,7	6,3	0,5	115,9	137,9
2009	43,0	446,8	-604,7	236,3	-5,3	-13,1	-131,3	77,5	8,7	192,2	137,5
2009 II	6,8	122,0	-128,2	55,4	10,9	-14,7	-14,0	15,3	4,2	45,3	66,5
III	13,1	136,7	-165,9	63,9	-24,3	7,4	-34,4	35,6	3,4	59,2	17,5
2009 Oct	-2,2	62,3	-69,4	23,4	-26,3	-5,3	-10,3	-6,9	1,1	-0,4	4,1
Nov	8,5	-11,8	-35,5	7,8	9,7	-19,4	-3,2	12,5	-1,0	13,0	21,9
Dic	0,7	20,8	-35,7	11,4	38,5	-2,7	0,3	2,0	-1,8	-0,4	11,7
2010 Ene <sup>(a)</sup>	6,9	61,9	-44,7	12,4	-41,5	-11,6	0,6	36,2	0,6	-9,7	-1,0
Tasas de crecimiento											
2007 Dic	8,1	3,2	41,3	-3,4	15,8	9,2	62,1	6,3	9,5	12,5	10,9
2008 Dic	13,3	1,4	23,4	1,3	15,5	4,7	-11,6	0,3	0,4	6,2	9,4
2009 Sep	12,5	12,8	-17,9	14,9	-3,0	3,1	-47,9	0,8	14,9	11,9	9,1
2009 Oct	6,5	12,9	-21,4	16,1	-11,8	2,7	-50,3	3,4	14,2	12,0	7,6
Nov	6,8	13,8	-23,9	16,1	-6,3	-0,9	-50,9	3,9	11,3	11,1	7,1
Dic	6,1	13,6	-24,3	15,1	-1,5	-1,8	-49,4	3,0	7,1	9,6	8,5
2010 Ene <sup>(a)</sup>	6,2	12,7	-22,6	13,7	-5,0	-4,9	-38,7	3,8	6,1	7,0	7,3

### C3 Componentes de los agregados monetarios <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

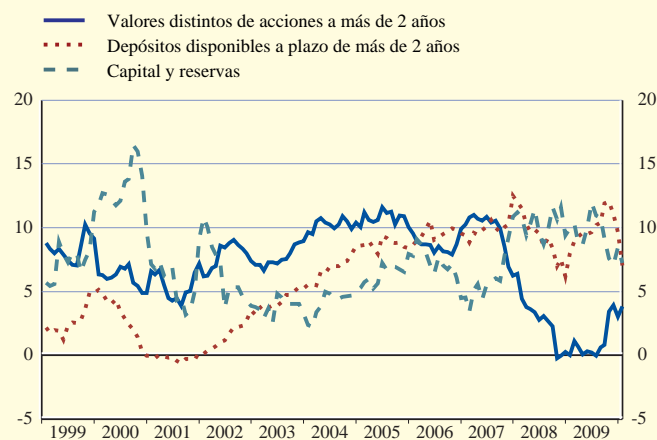


Fuente: BCE.

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

### C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



## 2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM <sup>1),2)</sup>

(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)

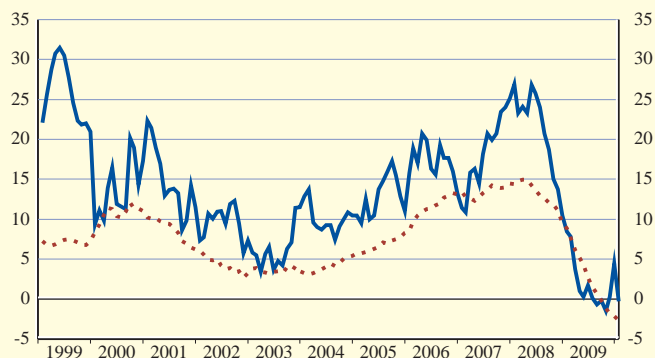
### 1. Préstamos a intermediarios financieros, sociedades no financieras y hogares

	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros <sup>3)</sup>	Sociedades no financieras			Hogares <sup>4)</sup>				
	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
<b>Saldos vivos</b>										
2007	107,5	880,5	4.385,0	1.282,1	860,2	2.242,7	4.788,9	616,5	3.425,2	747,1
2008	104,3	978,3	4.823,4	1.381,0	961,6	2.480,7	4.881,8	630,8	3.487,6	763,5
2009 III	94,3	1.008,5	4.749,5	1.238,0	953,7	2.557,7	4.908,5	630,3	3.509,3	768,9
2009 Oct	88,6	999,5	4.731,1	1.221,9	946,8	2.562,4	4.917,5	628,0	3.519,7	769,7
Nov	84,9	1.011,2	4.721,4	1.209,4	938,5	2.573,5	4.934,1	629,6	3.527,7	776,8
Dic	90,0	1.031,6	4.693,1	1.184,4	941,9	2.566,8	4.949,8	631,3	3.547,9	770,7
2010 Ene <sup>(p)</sup>	87,2	1.019,9	4.688,9	1.186,8	934,0	2.568,0	4.960,7	627,7	3.557,7	775,3
<b>Operaciones</b>										
2008	-4,4	88,6	419,1	86,9	120,1	212,2	80,9	10,5	53,2	17,2
2009	-12,9	42,2	-103,8	-187,8	-13,0	97,0	63,5	0,0	51,3	12,2
2009 II	2,3	52,7	-42,1	-51,7	-1,4	11,1	3,9	-4,7	2,4	6,1
III	-5,7	-15,2	-33,8	-44,4	-17,6	28,2	26,1	1,7	20,5	3,8
2009 Oct	-5,7	-7,6	-13,2	-16,5	-5,2	8,5	10,0	-1,4	10,1	1,3
Nov	-3,7	12,9	-8,0	-11,8	-7,1	10,8	16,6	0,7	8,0	7,8
Dic	5,0	11,0	-19,0	-23,7	4,5	0,2	15,0	1,5	18,8	-5,3
2010 Ene <sup>(p)</sup>	-2,8	-30,5	-5,8	2,0	-7,1	-0,6	11,1	-2,4	9,4	4,1
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2007 Dic	18,2	24,9	14,5	12,8	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,7
2008 Dic	-4,1	10,1	9,5	6,8	13,9	9,4	1,7	1,7	1,6	2,3
2009 Sep	-7,3	-0,1	-0,2	-10,3	2,0	4,6	-0,3	-1,2	-0,6	1,5
2009 Oct	-12,8	-1,4	-1,2	-11,8	0,7	3,9	-0,1	-1,3	-0,2	1,6
Nov	-14,4	0,3	-1,9	-12,2	-1,4	3,7	0,5	-1,0	0,3	2,5
Dic	-12,5	4,3	-2,2	-13,6	-1,4	3,9	1,3	0,0	1,5	1,6
2010 Ene <sup>(p)</sup>	-9,7	-0,1	-2,7	-13,2	-3,0	3,2	1,6	-0,3	1,8	2,2

### C5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)

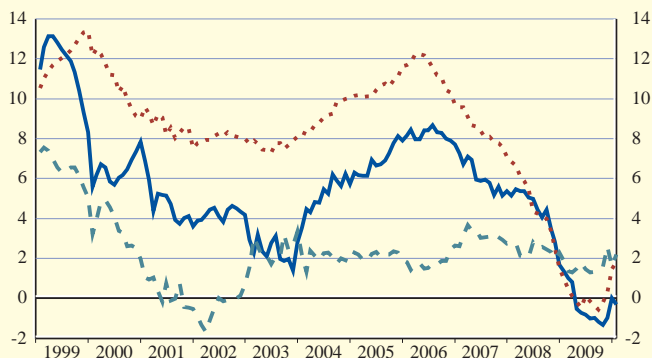
- Otros intermediarios financieros
- Sociedades no financieras



### C6 Préstamos a hogares <sup>2)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>**

(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 <sup>3)</sup>				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
<b>Saldos vivos</b>												
2008	93,0	69,3	5,7	18,0	962,1	555,0	169,0	238,0	4.828,4	1.377,6	961,4	2.489,4
2009 III	94,2	71,6	7,8	14,9	1.016,1	585,8	183,6	246,7	4.742,5	1.235,6	953,0	2.553,8
IV	80,2	57,1	7,2	15,9	1.016,4	592,6	173,3	250,4	4.698,5	1.181,1	941,7	2.575,8
2009 Nov	85,9	63,0	7,8	15,1	1.005,5	585,0	173,0	247,5	4.720,9	1.213,6	938,7	2.568,6
Dic	80,2	57,1	7,2	15,9	1.016,4	592,6	173,3	250,4	4.698,5	1.181,1	941,7	2.575,8
2010 Ene <sup>4)</sup>	86,0	62,1	7,5	16,3	1.007,1	584,6	170,5	252,0	4.691,4	1.187,3	932,7	2.571,4
<b>Operaciones</b>												
2009	-11,3	-12,1	1,6	-0,7	43,2	28,6	7,6	7,0	-103,4	-187,8	-12,9	97,3
2009 III	-9,7	-9,9	0,4	-0,3	-8,6	-13,1	-1,2	5,8	-54,0	-59,3	-18,4	23,8
IV	-14,0	-14,5	-0,5	1,0	-6,6	-1,7	-5,2	0,3	-27,7	-52,8	-7,3	32,4
2009 Nov	-4,4	-3,8	-0,2	-0,4	18,5	21,2	-2,9	0,2	-0,6	-3,4	-7,5	10,4
Dic	-5,7	-6,0	-0,5	0,8	1,5	3,0	-0,8	-0,7	-13,0	-31,1	4,1	14,0
2010 Ene <sup>4)</sup>	5,7	5,0	0,3	0,4	-28,0	-26,6	-3,5	2,1	-8,7	5,7	-8,2	-6,3
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2008 Dic	-4,1	-4,3	-23,7	5,0	10,5	5,4	13,5	22,0	9,5	6,7	13,9	9,4
2009 Sep	-7,0	-9,3	23,1	-7,0	-0,2	-4,8	7,5	6,5	-0,2	-10,2	2,0	4,6
Dic	-12,5	-17,5	27,4	-3,8	4,5	5,1	4,4	2,9	-2,1	-13,7	-1,4	3,9
2009 Nov	-14,6	-19,5	39,7	-9,0	0,3	-3,9	3,8	9,0	-1,9	-12,1	-1,4	3,7
Dic	-12,5	-17,5	27,4	-3,8	4,5	5,1	4,4	2,9	-2,1	-13,7	-1,4	3,9
2010 Ene <sup>4)</sup>	-9,7	-14,4	16,2	1,8	-0,3	-1,4	-3,3	4,2	-2,7	-13,2	-2,9	3,2

**3. Préstamos a hogares <sup>4)</sup>**

	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
<b>Saldos vivos</b>													
2008	4.887,9	633,0	138,8	196,2	298,0	3.490,3	17,2	67,5	3.405,7	764,5	155,0	90,5	519,0
2009 III	4.915,6	631,8	133,4	195,8	302,6	3.514,6	15,2	62,3	3.437,1	769,2	148,8	87,9	532,5
IV	4.955,4	633,5	133,7	196,1	303,7	3.550,1	15,1	62,4	3.472,6	771,8	146,2	87,2	538,3
2009 Nov	4.938,5	628,9	131,7	194,8	302,4	3.530,2	15,1	62,3	3.452,8	779,4	151,5	87,4	540,5
Dic	4.955,4	633,5	133,7	196,1	303,7	3.550,1	15,1	62,4	3.472,6	771,8	146,2	87,2	538,3
2010 Ene <sup>4)</sup>	4.955,1	625,8	131,8	193,7	300,4	3.555,7	15,1	62,4	3.478,2	773,6	146,8	85,8	541,0
<b>Operaciones</b>													
2009	63,0	0,1	-3,3	-3,3	6,7	50,8	-2,3	-6,7	59,8	12,2	-8,0	-1,9	22,1
2009 III	25,2	-0,2	-2,4	-0,2	2,4	26,0	-0,5	-1,8	28,2	-0,5	-5,2	-0,2	4,8
IV	40,0	1,6	1,0	0,0	0,6	33,8	-0,1	-0,1	34,1	4,6	-2,6	-0,1	7,3
2009 Nov	17,6	-1,9	-0,2	-0,3	-1,4	7,8	-0,1	0,1	7,8	11,7	5,1	-0,1	6,6
Dic	16,1	4,4	2,3	0,6	1,5	18,6	0,1	0,1	18,5	-6,9	-5,2	0,0	-1,6
2010 Ene <sup>4)</sup>	0,0	-6,5	-1,4	-2,4	-2,7	5,1	0,0	0,0	5,1	1,4	0,9	-1,4	2,0
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2008 Dic	1,7	1,7	0,7	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,2	1,7	2,3	1,7	-5,1	4,0
2009 Sep	-0,3	-1,2	-3,3	-4,4	2,1	-0,6	-11,1	-12,6	-0,3	1,5	-3,0	-3,8	3,8
Dic	1,3	0,0	-2,4	-1,6	2,2	1,5	-13,4	-9,8	1,8	1,6	-5,1	-2,0	4,3
2009 Nov	0,5	-1,0	-2,1	-3,7	1,4	0,3	-12,2	-11,0	0,6	2,6	-2,1	-2,4	4,9
Dic	1,3	0,0	-2,4	-1,6	2,2	1,5	-13,4	-9,8	1,8	1,6	-5,1	-2,0	4,3
2010 Ene <sup>4)</sup>	1,6	-0,3	-1,8	-2,2	1,7	1,8	-13,7	-7,5	2,1	2,2	-2,7	-2,6	4,4

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 <sup>1), 2)</sup>

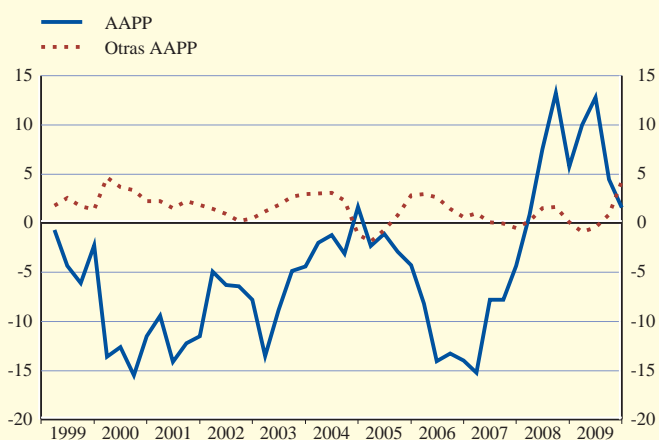
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 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 <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2007	954,5	213,4	217,6	494,1	29,4	3.300,2	2.344,5	955,7	59,8	895,9
2008	968,0	227,0	210,1	508,6	22,2	3.247,8	2.282,0	965,8	57,8	908,1
2009 I	971,0	232,9	205,6	511,5	21,0	3.057,1	2.101,0	956,1	59,2	896,9
II	998,5	249,3	206,5	514,1	28,6	2.949,3	1.999,7	949,6	57,2	892,3
III	994,7	235,9	209,7	518,3	30,7	2.808,0	1.894,0	914,0	47,7	866,2
IV <sup>(p)</sup>	1.001,9	230,6	211,0	528,0	32,3	2.829,0	1.913,5	915,5	46,5	869,0
<b>Operaciones</b>										
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	540,7	381,4	159,3	0,3	159,0
2008	13,2	12,3	-8,1	16,2	-7,2	-59,3	-85,8	26,4	0,3	26,1
2009 <sup>(p)</sup>	35,0	3,6	1,0	20,5	10,1	-383,4	-350,7	-32,7	-1,4	-31,4
2009 I	2,0	5,5	-4,4	2,2	-1,2	-234,0	-208,5	-25,7	0,3	-26,0
II	28,0	16,9	0,9	2,6	7,6	-72,1	-79,0	7,2	-1,0	8,2
III	-3,8	-13,3	3,2	4,2	2,1	-75,3	-69,9	-5,4	0,6	-6,0
IV <sup>(p)</sup>	8,8	-5,5	1,3	11,4	1,6	-2,0	6,7	-8,9	-1,2	-7,6
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2007 Dic	-1,0	-4,3	-5,6	1,3	13,8	18,6	18,5	18,8	0,5	20,2
2008 Dic	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,5	-1,8	-3,6	2,8	0,5	3,0
2009 Mar	1,5	10,0	-3,6	3,5	-43,5	-14,3	-16,7	-8,7	-3,6	-9,0
Jun	2,6	12,8	-4,1	3,9	-31,9	-13,8	-16,5	-7,5	-7,6	-7,5
Sep	1,7	4,5	-0,2	4,4	-32,3	-18,2	-21,9	-9,4	-1,3	-9,8
Dic <sup>(p)</sup>	3,6	1,6	0,5	4,0	45,4	-11,8	-15,3	-3,4	-2,8	-3,5

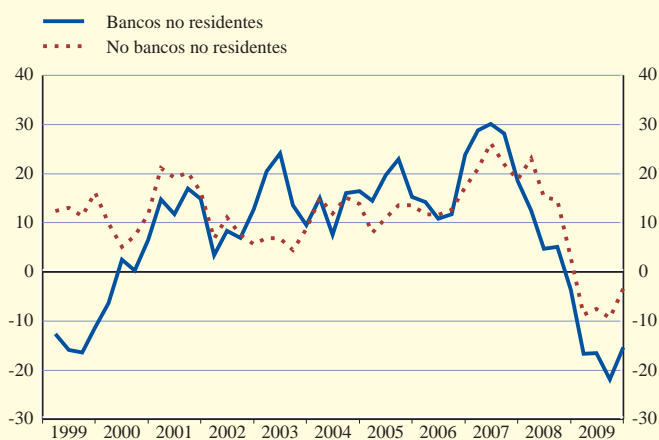
### C7 Préstamos a las AAPP <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



### C8 Préstamos a no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>

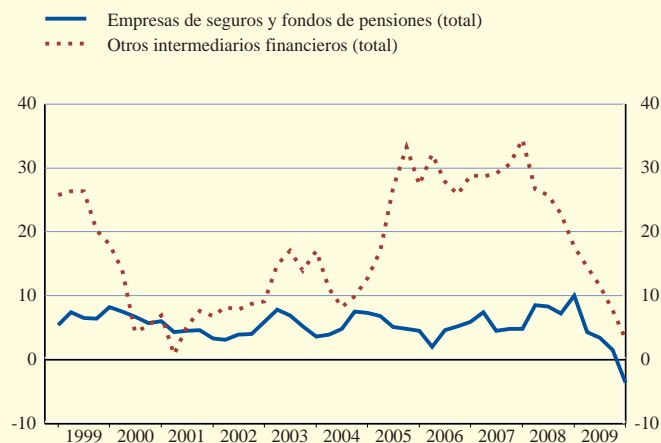
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros <sup>3)</sup>						
	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	
<b>Saldos vivos</b>														
2007	689,5	70,8	69,6	526,4	0,8	1,1	20,8	1.525,0	311,8	345,5	708,1	12,2	0,3	147,1
2008	761,9	84,4	114,3	537,5	1,1	1,5	23,1	1.803,5	320,2	421,0	852,9	12,3	0,1	197,0
2009 III	739,9	83,1	83,8	550,5	1,9	1,4	19,2	1.866,9	314,9	335,2	949,0	14,4	0,2	253,3
2009 Oct	742,3	88,8	83,9	548,0	2,0	1,4	18,3	1.844,7	318,9	337,2	938,8	15,8	0,1	233,9
Nov	734,5	84,6	79,1	545,7	2,0	1,4	21,6	1.850,3	325,9	332,3	938,0	16,1	0,0	237,9
Dic	738,1	84,0	86,9	543,3	2,1	1,4	20,2	1.854,9	312,1	332,2	940,6	15,9	0,0	254,1
2010 Ene <sup>4)</sup>	742,8	93,6	82,9	540,2	2,3	1,4	22,3	1.829,3	342,0	322,0	914,6	17,1	0,0	233,6
<b>Operaciones</b>														
2008	69,4	12,4	42,8	12,3	-0,3	0,1	2,2	269,3	4,5	72,2	142,3	-0,3	-0,3	51,0
2009	-27,9	-1,1	-30,5	5,6	1,0	-0,1	-2,8	58,2	5,6	-93,5	85,3	3,7	0,0	57,2
2009 II	-12,1	-5,4	-9,4	4,9	0,1	0,0	-2,4	61,0	19,5	-20,0	41,4	-0,2	0,0	20,4
III	-6,3	-1,9	-4,5	-0,1	0,1	-0,1	0,1	-21,5	-22,4	-1,5	3,6	0,4	0,1	-1,7
2009 Oct	2,5	5,7	0,1	-2,6	0,1	0,0	-0,8	-21,2	4,3	2,4	-9,8	1,4	0,0	-19,4
Nov	-8,1	-4,1	-4,9	-2,3	0,0	0,0	3,2	7,1	7,2	-4,4	0,0	0,3	-0,1	4,0
Dic	0,8	-1,2	5,7	-2,4	0,1	0,0	-1,3	-1,1	-14,7	-1,7	-0,5	-0,3	0,0	16,1
2010 Ene <sup>4)</sup>	4,4	9,5	-4,2	-3,1	0,2	0,0	2,1	-29,8	28,9	-11,2	-28,0	1,1	0,0	-20,6
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2007 Dic	4,8	1,1	17,5	4,9	-25,3	-	-16,4	34,5	12,0	39,7	49,5	16,4	-	19,1
2008 Dic	10,0	17,3	60,0	2,3	-23,4	-	10,5	17,6	1,4	21,1	20,0	-2,5	-	34,6
2009 Sep	1,5	9,3	-8,3	2,3	55,8	-	-5,9	7,7	1,9	-25,0	21,8	24,0	-	36,3
2009 Oct	0,9	6,3	-7,6	1,9	68,2	-	-12,7	5,3	0,4	-23,7	19,5	32,9	-	20,4
Nov	-0,8	-0,3	-17,5	1,6	89,8	-	9,6	5,0	7,9	-24,6	15,1	37,9	-	23,1
Dic	-3,7	-1,3	-26,5	1,0	95,8	-	-12,3	3,2	1,6	-22,0	10,0	30,0	-	29,0
2010 Ene <sup>4)</sup>	-3,3	-8,0	-18,0	-0,5	89,2	-	10,8	2,0	4,1	-12,4	4,0	33,7	-	14,1

### C9 Depósitos totales por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

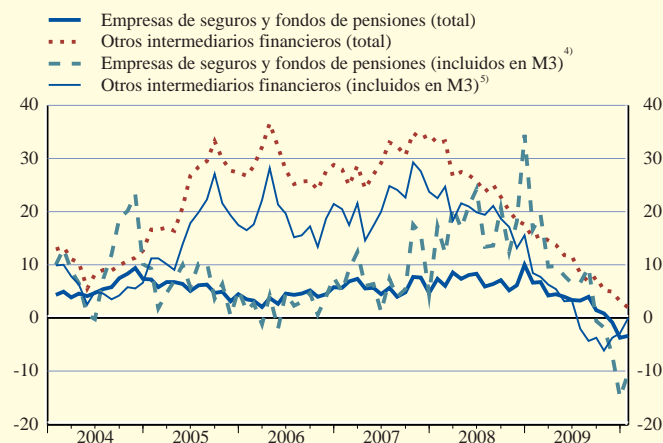
3) Incluye fondos de pensiones.

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

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

### C10 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)





## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM <sup>1), 2)</sup>

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

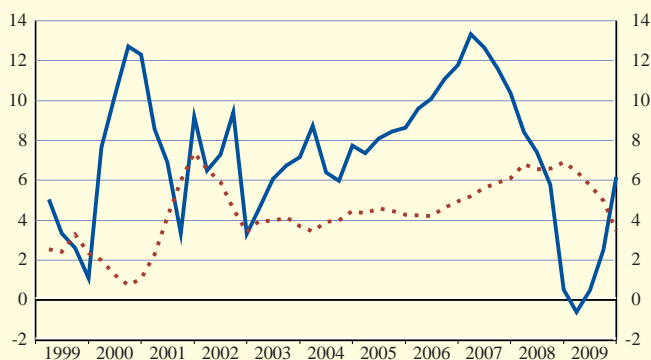
### 2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>3)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	12	12	13	14	
Saldos vivos														
2007	1.477,2	884,0	479,4	59,5	29,3	1,4	23,7	4.989,0	1.777,4	993,3	561,5	1.458,6	111,1	87,1
2008	1.502,9	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 III	1.551,4	951,6	444,6	77,9	58,3	1,5	17,4	5.500,0	2.052,9	1.084,7	561,0	1.636,9	121,4	43,2
2009 Oct	1.561,3	963,5	442,6	78,5	60,1	1,5	15,1	5.510,8	2.084,9	1.040,3	573,8	1.648,2	123,8	39,9
Nov	1.564,1	971,3	435,6	79,7	61,2	1,6	14,8	5.507,6	2.098,9	1.010,6	584,2	1.650,7	124,7	38,5
Dic	1.603,7	1.001,3	434,7	80,8	68,7	1,7	16,3	5.590,2	2.155,4	988,3	605,5	1.679,9	123,7	37,3
2010 Ene <sup>4)</sup>	1.548,4	964,0	418,6	82,1	68,7	1,7	13,2	5.610,2	2.173,6	954,1	615,3	1.707,9	122,2	37,0
Operaciones														
2008	7,8	-5,0	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	93,3	114,3	-70,0	15,1	40,8	0,4	-7,4	186,9	320,3	-371,4	85,5	190,3	8,6	-46,3
2009 II	44,2	45,8	-16,0	1,3	11,3	0,1	1,7	59,8	110,9	-94,4	11,8	39,3	2,7	-10,6
III	34,6	35,7	-13,6	6,1	8,6	0,0	-2,2	-4,6	42,4	-100,0	24,8	32,9	3,1	-7,7
2009 Oct	10,7	12,3	-1,8	0,6	1,7	0,0	-2,2	11,6	32,1	-44,1	13,1	11,3	2,5	-3,3
Nov	3,5	8,3	-6,7	1,1	1,1	0,0	-0,3	-3,1	14,0	-29,6	10,5	2,5	0,9	-1,4
Dic	37,8	28,9	-1,4	1,1	7,6	0,1	1,5	81,6	56,1	-22,9	21,3	29,2	-1,0	-1,1
2010 Ene <sup>4)</sup>	-57,4	-38,5	-17,0	1,3	0,0	0,0	-3,1	18,6	18,5	-35,0	9,8	27,0	-1,5	-0,3
Tasas de crecimiento														
2007 Dic	10,4	4,0	35,1	-11,8	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 Dic	0,5	-0,6	2,8	5,3	-11,0	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 Sep	2,5	8,3	-14,0	20,1	127,8	8,4	-30,8	5,0	15,9	-15,4	6,3	13,2	16,3	-60,1
2009 Oct	3,7	11,9	-15,4	18,5	139,8	13,0	-47,7	4,3	17,3	-22,2	10,6	14,2	15,4	-60,6
Nov	4,0	11,5	-15,2	20,6	134,4	19,5	-40,7	3,5	16,8	-25,5	13,4	14,0	12,2	-59,5
Dic	6,2	12,9	-13,8	23,2	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,3	16,4	12,8	7,5	-55,4
2010 Ene <sup>4)</sup>	5,1	10,5	-12,8	21,1	115,1	32,9	-33,0	3,2	17,0	-28,4	17,8	11,6	6,3	-51,6

### C11 Depósitos totales por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

— Sociedades no financieras (total)  
 ..... Hogares (total)



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.

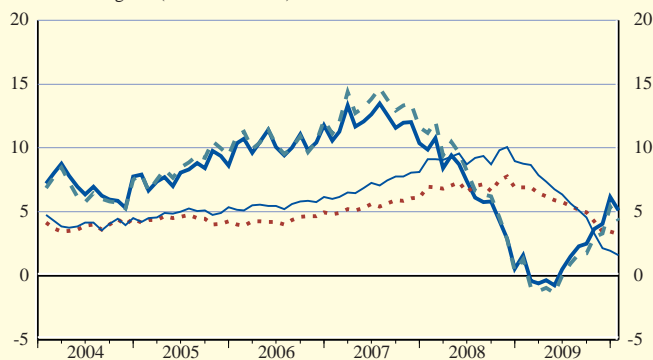
4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

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

### C12 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

— Sociedades no financieras (total)  
 ..... Hogares (total)  
 - - - Sociedades no financieras (incluidos en M3)<sup>4)</sup>  
 — Hogares (incluidos en M3)<sup>5)</sup>



## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM <sup>1), 2)</sup>

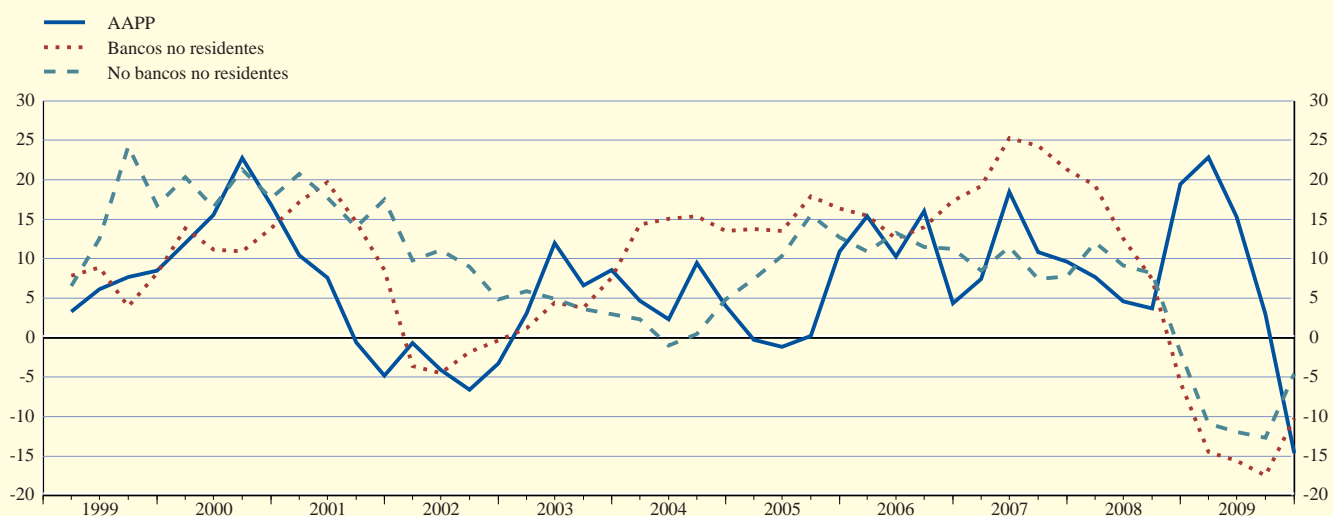
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 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 <sup>3)</sup>	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	3.713,9	2.816,9	897,0	65,8	831,2
2009 I	464,4	216,4	50,6	114,5	83,0	3.665,7	2.786,7	879,0	63,6	815,4
II	476,6	227,3	48,9	118,9	81,4	3.565,2	2.685,4	879,9	64,3	815,6
III	403,0	157,0	51,2	123,0	71,8	3.422,4	2.564,0	858,5	63,5	794,9
IV <sup>(p)</sup>	373,2	144,3	45,1	113,1	70,8	3.368,8	2.517,9	850,9	60,1	790,8
Operaciones										
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	609,4	542,6	66,8	20,2	46,6
2008	72,8	63,5	-6,5	8,7	7,1	-185,1	-167,0	-18,0	-36,9	18,9
2009 <sup>(p)</sup>	-64,8	-38,1	-7,2	-3,6	-15,4	-331,0	-289,9	-41,1	-1,3	-39,8
2009 I	15,7	22,5	-1,7	-2,3	-2,9	-108,9	-77,7	-31,3	-2,6	-28,7
II	11,8	10,9	-1,6	4,5	-2,0	-60,5	-67,6	7,1	0,9	6,1
III	-62,1	-58,9	2,3	4,1	-9,6	-80,1	-73,0	-7,1	-0,2	-6,9
IV <sup>(p)</sup>	-30,1	-12,7	-6,1	-9,9	-0,8	-81,5	-71,7	-9,8	0,6	-10,4
Tasas de crecimiento										
2007 Dic	9,7	-2,4	29,9	10,7	16,9	17,9	21,3	7,7	15,8	6,3
2008 Dic	19,5	49,9	-11,0	8,1	8,8	-4,7	-5,6	-1,8	-25,6	2,6
2009 Mar	22,8	52,6	2,2	5,7	6,5	-13,6	-14,5	-10,9	-24,1	-8,8
Jun	15,3	43,7	-13,0	5,3	-4,9	-14,7	-15,6	-11,9	-21,9	-10,4
Sep	2,9	18,6	-16,6	8,2	-15,4	-16,3	-17,4	-12,7	-27,0	-10,3
Dic <sup>(p)</sup>	-14,6	-20,0	-13,7	-3,1	-17,9	-8,9	-10,3	-4,6	-2,0	-4,8

### C13 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>

(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.

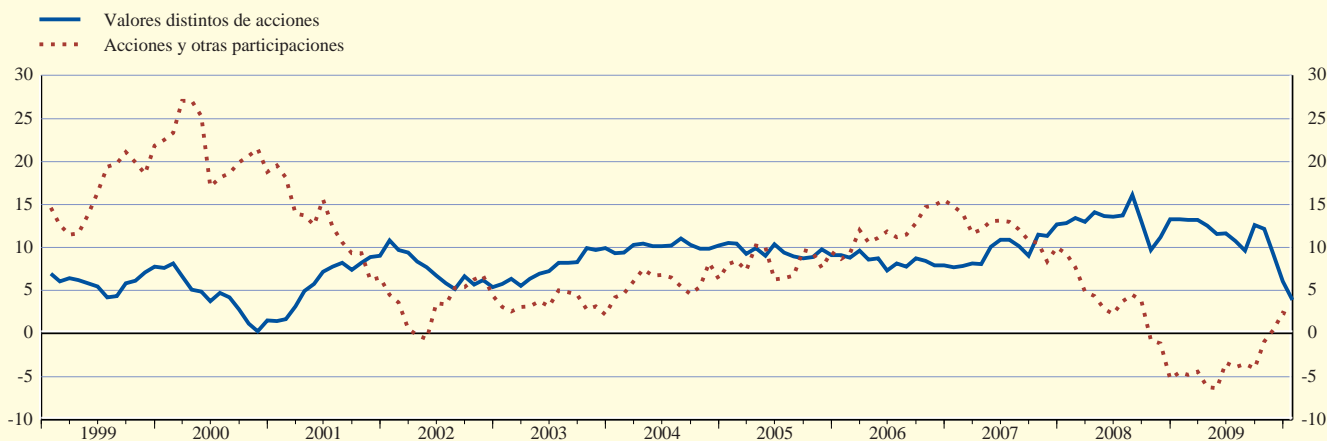
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM <sup>1), 2)</sup>

(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	
<b>Saldos vivos</b>												
2007	5.185,3	1.656,4	84,0	1.180,5	16,6	979,9	33,3	1.234,7	1.636,5	424,5	869,3	342,7
2008	5.858,4	1.887,1	92,4	1.225,4	19,3	1.355,5	51,2	1.227,5	1.476,9	423,2	776,3	277,4
2009 III	6.296,3	2.014,9	102,9	1.486,4	18,1	1.446,7	46,2	1.181,0	1.498,2	435,9	786,1	276,1
2009 Oct	6.271,2	1.991,3	102,8	1.500,3	17,3	1.447,8	42,4	1.169,3	1.502,0	437,0	787,9	277,1
Nov	6.256,7	1.993,5	102,9	1.503,8	15,7	1.449,0	41,7	1.149,9	1.514,9	438,6	800,4	275,9
Dic	6.212,6	1.970,6	108,9	1.466,6	16,0	1.458,4	39,5	1.152,5	1.517,4	437,7	799,5	280,2
2010 Ene <sup>(p)</sup>	6.225,1	1.975,0	111,6	1.478,9	19,0	1.426,3	41,0	1.173,1	1.531,7	448,5	803,8	279,4
<b>Operaciones</b>												
2008	692,8	212,4	5,9	36,5	1,9	390,7	19,0	26,4	-84,2	22,9	-56,6	-50,5
2009	356,6	80,1	16,2	233,3	-3,2	102,9	-12,0	-60,8	35,9	23,3	9,8	2,8
2009 II	176,8	34,7	4,1	83,7	0,5	56,3	-1,6	-0,8	16,6	7,2	5,8	3,6
III	21,2	-4,0	-0,3	34,0	-1,8	-6,1	-0,4	-0,2	7,3	9,0	0,3	-1,9
2009 Oct	-23,9	-22,4	0,1	14,2	-0,7	-1,4	-3,5	-10,4	6,0	1,9	2,8	1,4
Nov	-8,5	-0,9	1,4	2,3	-1,6	1,4	-0,3	-10,8	13,9	2,4	12,6	-1,0
Dic	-62,5	-22,3	2,6	-34,7	0,0	13,1	-3,5	-17,6	-4,5	-0,4	-7,2	3,0
2010 Ene <sup>(p)</sup>	-10,3	3,6	-0,3	13,5	2,4	-32,4	0,2	2,7	18,3	12,4	5,3	0,7
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2007 Dic	12,7	8,7	25,4	-6,8	10,7	50,2	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008 Dic	13,3	12,7	8,1	3,1	9,9	40,0	57,2	2,2	-5,3	5,4	-6,7	-15,3
2009 Sep	12,6	11,4	4,1	24,2	15,5	24,9	-4,9	-5,6	-4,1	2,6	-8,2	-2,3
2009 Oct	12,2	8,5	5,7	26,8	-0,2	20,5	-9,3	-2,3	-0,9	6,2	-4,3	-1,9
Nov	9,3	5,8	10,8	23,1	-3,9	14,3	-9,2	-3,3	0,4	7,4	-2,0	-3,0
Dic	6,0	4,2	17,1	18,9	-16,1	7,6	-23,0	-5,0	2,4	5,5	1,2	1,0
2010 Ene <sup>(p)</sup>	3,9	1,3	12,2	15,1	-12,8	5,5	-22,8	-4,7	2,0	7,4	0,5	-2,0

## C14 Detalle de los valores en poder de las IFM <sup>2)</sup>

(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 <sup>1),2)</sup>**

(mm de euros)

**1. saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares <sup>3)</sup>**

	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	-7,3	-1,7	-2,2	-3,4	-3,9	0,0	-0,2	-3,6	-7,2	-1,5	-1,2	-4,5
2009 II	-1,5	-0,3	-0,5	-0,7	-1,0	0,0	0,0	-0,9	-1,2	-0,1	-0,2	-0,9
III	-1,7	-0,3	-0,5	-0,9	-0,8	0,0	0,0	-0,7	-1,6	-0,3	-0,2	-1,0
IV	-2,3	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	0,0	0,0	-0,9	-2,1	-0,3	-0,6	-1,2
2009 Oct	-0,7	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,0	-0,1	-0,2
Nov	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	-0,3
Dic	-1,1	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-1,3	-0,2	-0,3	-0,7
2010 Ene <sup>(p)</sup>	-0,6	-0,4	0,0	-0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,1	-0,4	-0,1	-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	-30,0	-9,7	-10,2	-10,1	-6,3	-2,5	-3,8
2009 II	-5,9	-1,7	-2,4	-1,8	-1,1	-0,3	-0,8
III	-7,0	-2,2	-2,1	-2,7	-1,0	-0,5	-0,5
IV	-9,8	-2,3	-4,0	-3,5	-1,5	-0,3	-1,2
2009 Oct	-3,4	-0,7	-1,3	-1,4	-0,4	-0,1	-0,3
Nov	-1,7	-0,3	-0,7	-0,6	-0,2	0,0	-0,3
Dic	-4,8	-1,3	-2,0	-1,5	-0,9	-0,3	-0,6
2010 Ene <sup>(p)</sup>	-3,6	-1,2	-1,0	-1,3	-0,5	-0,3	-0,1

**3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM**

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,4	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-56,4	-8,0	0,0	5,2	0,0	-20,1	-2,2	-31,2	-60,6	-8,2	-44,1	-8,2
2009	2,7	7,5	0,2	-3,4	-0,1	-0,1	0,8	-2,3	6,3	1,6	3,0	1,7
2009 II	-2,4	2,0	0,1	-2,0	-0,1	-1,7	0,3	-1,0	8,2	2,3	4,7	1,3
III	17,3	4,6	0,1	3,6	0,0	3,4	0,2	5,3	16,0	4,9	9,2	1,9
IV	1,9	1,3	0,1	-1,7	-0,1	1,0	0,0	1,4	-0,8	-2,2	0,7	0,7
2009 Oct	2,4	1,6	0,0	-0,3	0,0	0,5	0,0	0,7	-2,5	-0,9	-1,2	-0,4
Nov	2,4	1,1	0,0	1,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	-1,0	-0,7	-0,1	-0,1
Dic	-2,9	-1,5	0,0	-2,6	-0,1	0,6	0,0	0,6	2,7	-0,6	2,0	1,2
2010 Ene <sup>(p)</sup>	-0,9	0,5	0,1	-1,2	0,0	-0,8	0,1	0,4	-4,1	-1,6	-0,9	-1,5

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 <sup>1) 2)</sup>

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

### 1. Depósitos

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	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	
<b>De residentes en la zona del euro</b>														
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	6.860,0	89,7	10,3	7,3	0,4	1,2	0,8	9.881,8	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 I	6.607,9	90,9	9,1	6,3	0,3	1,2	0,7	9.989,5	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,5
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 <sup>(p)</sup>	6.308,0	93,0	7,0	4,4	0,3	1,1	0,7	10.160,0	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
<b>De no residentes en la zona del euro</b>														
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	2.816,9	48,2	51,8	33,4	2,8	2,6	10,2	897,0	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009 I	2.786,7	47,2	52,8	34,8	2,1	2,6	10,4	879,0	52,7	47,3	31,6	1,2	1,9	8,4
II	2.685,4	49,0	51,0	33,2	1,6	2,6	10,7	879,9	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 <sup>(p)</sup>	2.517,9	49,3	50,7	34,1	1,6	2,2	9,7	850,9	53,1	46,9	31,5	1,3	1,7	7,5

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	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 I	5.197,9	83,3	16,7	8,7	1,9	1,9	2,5
II	5.225,1	83,6	16,4	8,3	1,8	1,8	2,7
III	5.203,2	84,0	16,0	8,2	1,8	1,9	2,3
IV <sup>(p)</sup>	5.179,6	83,3	16,7	8,7	1,7	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 <sup>1) 2)</sup>

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

### 3. Préstamos

	IFM							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	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	
<b>A residentes en la zona del euro</b>														
2007	5.794,2	-	-	-	-	-	11.098,9	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008	6.312,6	-	-	-	-	-	11.739,4	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
2009 I	6.128,0	-	-	-	-	-	11.785,6	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,5	
II	6.216,3	-	-	-	-	-	11.834,4	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,5	
III	5.911,4	-	-	-	-	-	11.763,1	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
IV <sup>(p)</sup>	5.956,1	-	-	-	-	-	11.752,5	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
<b>A no residentes en la zona del euro</b>														
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 I	2.101,0	44,8	55,2	31,2	2,7	3,1	12,7	956,1	38,1	61,9	44,5	1,0	4,2	7,8
II	1.999,7	45,2	54,8	29,6	2,8	3,2	13,5	949,6	40,2	59,8	42,6	1,1	3,9	7,6
III	1.894,0	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 <sup>(p)</sup>	1.913,5	45,9	54,1	29,5	2,5	3,0	12,6	915,5	39,9	60,1	42,0	1,5	3,7	8,1

### 4. Valores distintos de acciones

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	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	
<b>Emitidos por residentes en la zona del euro</b>														
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	1.979,5	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.651,4	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009 I	2.085,8	95,0	5,0	2,7	0,2	0,4	1,3	2.834,2	97,5	2,5	1,7	0,2	0,1	0,4
II	2.123,5	95,0	5,0	2,5	0,5	0,4	1,4	2.962,4	97,7	2,3	1,5	0,2	0,1	0,3
III	2.117,9	95,1	4,9	2,9	0,2	0,3	1,3	2.997,4	97,9	2,1	1,4	0,2	0,1	0,4
IV <sup>(p)</sup>	2.079,5	94,8	5,2	3,0	0,2	0,3	1,4	2.980,6	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
<b>Emitidos por no residentes en la zona del euro</b>														
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 I	597,8	52,1	47,9	27,6	0,3	1,6	13,9	617,8	34,1	65,9	40,5	4,3	0,8	15,3
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	618,3	34,8	65,2	39,3	4,2	0,9	15,1
IV <sup>(p)</sup>	547,8	55,6	44,4	26,5	0,4	0,5	14,9	604,6	34,7	65,3	38,6	4,0	0,9	15,5

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.

## 2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro <sup>1)</sup>

(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 Jun	4.709,9	378,1	1.872,8	1.251,5	627,6	200,7	379,2
Jul	5.011,3	371,0	1.938,4	1.440,5	653,4	206,0	402,0
Ago	5.103,0	374,7	1.969,6	1.496,2	661,9	206,2	394,4
Sep	5.159,2	348,9	1.998,9	1.544,1	681,7	201,9	383,8
Oct	5.167,3	351,1	2.016,6	1.521,6	687,1	203,4	387,5
Nov	5.231,5	340,2	2.041,8	1.560,1	692,6	203,5	393,3
Dic <sup>(p)</sup>	5.361,7	344,0	2.076,5	1.670,5	707,5	207,9	355,3
Operaciones							
2009 II	106,8	-0,7	99,8	19,5	2,2	9,7	-23,8
III	172,7	-9,0	70,4	112,1	10,3	1,7	-12,7
IV <sup>(p)</sup>	94,1	-10,8	61,6	46,0	14,3	5,6	-22,6

### 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 Jun	4.709,9	98,6	4.276,9	3.494,7	457,2	782,3	334,4
Jul	5.011,3	102,8	4.550,9	3.726,5	481,3	824,4	357,6
Ago	5.103,0	105,8	4.646,3	3.801,8	492,9	844,5	350,9
Sep	5.159,2	96,7	4.736,0	3.873,2	515,3	862,8	326,5
Oct	5.167,3	95,5	4.738,8	3.863,9	522,3	874,9	333,0
Nov	5.231,5	96,2	4.799,2	3.898,8	528,1	900,4	336,1
Dic <sup>(p)</sup>	5.361,7	99,2	4.955,2	4.005,6	538,6	949,7	307,3
Operaciones							
2009 II	106,8	0,3	93,2	74,7	20,9	18,5	13,3
III	172,7	0,9	186,6	100,0	18,0	86,6	-14,7
IV <sup>(p)</sup>	94,1	3,0	111,7	68,0	13,5	43,8	-20,8

### 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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2009 May	4.195,3	1.348,1	1.078,5	1.087,7	221,1	79,6	380,3	4.128,6	66,7	1.295,0
Jun	4.276,9	1.425,5	1.077,2	1.093,3	221,0	79,3	380,6	4.209,3	67,6	1.269,1
Jul	4.550,9	1.494,5	1.249,7	1.112,6	223,3	78,1	392,8	4.483,0	67,9	1.285,4
Ago	4.646,3	1.516,3	1.293,0	1.141,0	226,4	78,2	391,3	4.578,1	68,2	1.285,2
Sep	4.736,0	1.531,8	1.344,9	1.166,1	222,8	77,4	393,1	4.668,1	67,9	1.253,0
Oct	4.738,8	1.547,3	1.322,2	1.178,3	227,2	78,8	385,0	4.671,2	67,6	1.246,2
Nov	4.799,2	1.561,0	1.349,0	1.193,9	229,6	78,8	386,9	4.731,8	67,4	1.223,7
Dic <sup>(p)</sup>	4.955,2	1.577,5	1.449,4	1.215,2	234,4	84,4	394,2	4.884,4	70,8	1.201,6
Operaciones										
2009 Jun	69,5	60,7	2,3	-13,8	7,7	7,1	5,5	69,2	0,3	-27,8
Jul	132,1	41,9	84,4	1,4	0,4	-1,8	5,8	131,9	0,2	16,4
Ago	28,3	11,6	9,9	7,5	1,6	-0,8	-1,4	28,4	-0,1	3,9
Sep	26,2	4,4	9,9	12,9	-0,2	-0,1	-0,8	25,6	0,6	-29,2
Oct	31,7	13,3	4,1	15,1	2,5	1,2	-4,4	32,1	-0,4	-5,8
Nov	19,5	8,6	5,4	4,0	0,9	-0,5	1,1	19,6	-0,1	-20,4
Dic <sup>(p)</sup>	60,6	9,0	24,8	12,9	5,8	4,9	3,1	58,0	2,5	-32,6

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 <sup>1)</sup> 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 pertenecientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2009 I	1.710,6	1.233,9	340,9	628,6	151,5	4,0	108,7	476,7	142,4	183,5	22,6
II	1.872,8	1.293,7	357,9	635,7	173,2	3,9	122,9	579,1	161,9	234,6	21,8
III	1.998,9	1.384,9	388,6	669,0	186,3	4,8	136,2	613,9	180,2	234,4	21,8
IV <sup>(p)</sup>	2.076,5	1.414,1	387,7	689,4	187,5	5,4	144,0	662,5	199,0	251,6	15,9
<b>Operaciones</b>											
2009 II	99,8	32,1	3,5	10,2	11,3	-0,8	7,9	67,7	6,7	48,7	-2,6
III	70,4	48,1	10,6	20,9	6,6	0,3	9,7	22,2	11,2	3,5	-1,0
IV <sup>(p)</sup>	61,6	23,5	-2,9	18,1	0,7	0,5	7,2	38,1	17,2	15,2	-6,1

### 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 <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2009 I	1.070,5	502,9	48,1	-	26,2	19,8	408,7	567,5	89,3	190,8	47,9
II	1.251,5	566,0	69,8	-	28,6	16,8	450,1	685,5	110,8	210,9	59,7
III	1.544,1	701,1	97,2	-	35,5	24,8	543,4	843,0	127,0	265,1	61,8
IV <sup>(p)</sup>	1.670,5	721,3	97,2	-	35,7	23,9	564,5	949,2	138,3	295,3	65,8
<b>Operaciones</b>											
2009 II	19,5	-4,1	1,3	-	-1,4	-3,5	-1,3	23,6	4,3	1,0	7,1
III	112,1	34,0	7,5	-	3,8	2,3	20,9	78,1	2,4	34,0	1,4
IV <sup>(p)</sup>	46,0	2,9	4,4	-	1,0	-0,6	-1,8	43,1	3,8	8,4	3,6

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

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM <sup>2)</sup>	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2009 I	594,6	492,9	85,1	-	407,8	-	-	101,8	9,5	15,9	0,3
II	627,6	540,1	82,9	-	457,2	-	-	87,5	12,9	16,2	0,4
III	681,7	593,4	78,1	-	515,3	-	-	88,3	14,5	19,0	0,3
IV <sup>(p)</sup>	707,5	612,7	74,1	-	538,6	-	-	94,8	15,6	19,0	0,3
<b>Operaciones</b>											
2009 II	2,2	15,8	-5,1	-	20,9	-	-	-13,6	2,1	0,2	0,0
III	10,3	11,8	-6,2	-	18,0	-	-	-1,5	0,9	-0,3	0,0
IV <sup>(p)</sup>	14,3	9,1	-4,5	-	13,5	-	-	5,2	0,9	0,4	0,1

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
<b>2009 III</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Exportaciones de bienes y servicios						442,2
<i>Balanza comercial</i> <sup>1)</sup>						-21,9
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.067,9	110,4	675,4	52,6	229,5	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	26,2	4,8	14,2	3,5	3,8	
Consumo de capital fijo	354,2	98,2	198,4	11,5	46,1	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	565,1	286,6	246,3	33,8	-1,7	
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,7
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	625,3	33,7	222,3	308,2	61,2	91,2
Intereses	382,6	31,4	60,6	229,4	61,1	54,0
Otra renta de la propiedad	242,7	2,3	161,6	78,7	0,0	37,2
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	1.874,5	1.533,9	109,7	32,5	198,5	
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	238,2	200,9	32,3	4,8	0,3	1,2
Cotizaciones sociales	410,1	410,1				1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	446,4	1,4	15,8	31,1	398,0	0,8
Otras transferencias corrientes	178,2	67,8	24,3	42,8	43,3	7,2
Primas netas de seguros no vida	41,4	30,7	9,1	0,9	0,7	1,0
Indemnizaciones de seguros no vida	41,2			41,2		0,5
Otras	95,6	37,1	15,2	0,7	42,6	5,6
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	1.850,5	1.386,2	62,6	42,2	359,4	
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.774,9	1.303,9			471,0	
Gasto en consumo individual	1.589,6	1.303,9			285,7	
Gasto en consumo colectivo	185,3				185,3	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15,0	0,1	0,6	14,3	0,0	0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> <sup>1)</sup>	75,6	97,2	62,1	27,9	-111,6	4,2
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	434,1	139,9	225,4	11,4	57,3	
Formación bruta de capital fijo	443,2	138,2	236,3	11,3	57,4	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-9,1	1,7	-10,9	0,1	0,0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-0,2	-2,3	0,8	0,1	1,1	0,2
Transferencias de capital	34,1	7,8	1,0	1,9	23,4	3,5
Impuestos sobre el capital	6,7	5,5	0,2	1,0		0,0
Otras transferencias de capital	27,4	2,4	0,8	0,9	23,4	3,5
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	-2,6	59,8	50,5	27,1	-139,9	2,6
Discrepancia estadística	0,0	-0,1	0,1	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
<b>2009 III</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Importaciones de bienes y servicios						420,3
<i>Balanza comercial</i>						
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.013,5	499,9	1.134,3	101,5	277,8	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	217,4					
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	2.230,9					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta	565,1	286,6	246,3	33,8	-1,7	
Remuneración de los asalariados	1.069,2	1.069,2				3,4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	244,6				244,6	-1,0
Renta de la propiedad	620,9	211,8	85,6	306,8	16,8	95,6
Intereses	373,1	56,8	38,6	269,2	8,5	63,5
Otra renta de la propiedad	247,9	155,0	47,0	37,6	8,2	32,0
<i>Renta nacional neta</i>						
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta	1.874,5	1.533,9	109,7	32,5	198,5	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	238,7				238,7	0,7
Cotizaciones sociales	410,1	1,1	16,5	46,2	346,3	1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	444,4	444,4				2,7
Otras transferencias corrientes	155,5	87,0	8,8	42,3	17,4	29,8
Primas netas de seguros no vida	41,2			41,2		1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	40,5	33,4	6,2	0,6	0,3	1,2
Otras	73,8	53,6	2,6	0,5	17,1	27,5
<i>Renta disponible neta</i>						
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta	1.850,5	1.386,2	62,6	42,2	359,4	
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	15,0	15,0				0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	75,6	97,2	62,1	27,9	-111,6	4,2
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	354,2	98,2	198,4	11,5	46,1	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	35,6	9,9	17,2	1,0	7,5	2,0
Impuestos sobre el capital	6,7				6,7	0,0
Otras transferencias de capital	28,9	9,9	17,2	1,0	0,7	2,0
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Díscrpencia 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
<b>2009 III</b>								
<b>Balance inicial, activos financieros</b>								
Total activos financieros		17.161,2	14.660,5	32.623,9	12.177,6	6.140,3	3.367,8	15.061,3
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				234,0				
Efectivo y depósitos		6.303,3	1.732,6	9.960,4	2.054,5	846,4	751,3	3.888,8
Valores distintos de acciones, corto plazo		45,1	91,8	640,7	381,3	349,5	25,2	829,3
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.396,9	144,1	6.150,5	1.879,4	2.049,1	353,0	3.168,3
Préstamos		68,7	2.841,3	12.808,3	2.957,9	425,0	468,5	1.806,8
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		49,8	1.650,0	9.764,5	2.472,9	310,3	358,2	.
Acciones y otras participaciones		3.790,9	6.560,0	1.915,9	4.707,6	2.022,1	1.167,3	4.658,1
Acciones cotizadas		643,9	1.090,4	488,6	1.362,5	426,0	265,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.830,6	5.131,6	1.089,1	2.767,3	434,0	773,8	.
Participaciones en fondos de inversión		1.316,3	338,0	338,2	577,8	1.162,1	128,3	.
Reservas técnicas de seguro		5.296,1	143,2	1,9	0,0	187,7	3,2	153,7
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		260,1	3.147,5	912,2	196,9	260,6	599,4	556,4
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta financiera, activos financieros</b>								
Total de operaciones con activos financieros		90,9	28,3	-600,0	147,5	59,1	-55,2	9,3
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				0,1				-0,1
Efectivo y depósitos		-0,8	39,6	-571,6	2,2	-1,9	-70,9	-121,7
Valores distintos de acciones, corto plazo		-4,0	-8,0	-8,3	0,3	-0,8	-0,8	30,2
Valores distintos de acciones, largo plazo		8,8	-15,1	38,8	63,9	27,2	8,2	12,6
Préstamos		1,0	5,8	-52,1	-17,1	0,2	20,2	-23,7
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0,7	-25,3	36,7	-33,0	2,4	15,8	.
Acciones y otras participaciones		22,0	60,0	-14,0	80,5	37,3	-9,7	114,4
Acciones cotizadas		-0,6	42,5	-14,0	86,6	-74,1	2,6	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		12,1	24,6	11,7	-16,8	-0,9	-18,9	.
Participaciones en fondos de inversión		10,4	-7,0	-11,6	10,6	112,4	6,6	.
Reservas técnicas de seguro		60,5	-0,2	0,0	0,0	0,6	0,0	6,9
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		3,5	-53,7	7,1	17,7	-3,5	-2,2	-9,3
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta de otras variaciones de activos financieros</b>								
Total de otras variaciones de activos financieros		457,9	659,0	129,9	363,9	145,6	57,2	285,1
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				51,9				
Efectivo y depósitos		-1,6	-12,6	-53,9	-4,6	0,6	0,7	-65,5
Valores distintos de acciones, corto plazo		0,3	6,5	-1,3	-2,3	0,4	0,0	-4,6
Valores distintos de acciones, largo plazo		28,7	20,3	31,7	38,3	32,2	2,0	-3,6
Préstamos		0,0	1,8	-50,9	-10,5	-0,2	-0,3	6,1
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0,0	10,8	-24,2	6,4	0,3	-0,3	.
Acciones y otras participaciones		348,8	586,6	156,3	347,8	113,4	54,1	360,5
Acciones cotizadas		90,4	124,4	64,5	246,0	51,7	36,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		173,7	448,7	80,2	93,9	22,5	11,1	.
Participaciones en fondos de inversión		84,6	13,5	11,6	7,9	39,2	6,8	.
Reservas técnicas de seguro		94,2	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	-0,4
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-12,5	56,3	-4,0	-4,8	-0,2	0,8	-7,3
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
Total activos financieros		17.710,0	15.347,8	32.153,7	12.689,0	6.345,0	3.369,8	15.355,8
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				285,9				
Efectivo y depósitos		6.300,9	1.759,6	9.334,9	2.052,1	845,1	681,1	3.701,5
Valores distintos de acciones, corto plazo		41,4	90,4	631,2	379,3	349,1	24,4	854,9
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.434,4	149,3	6.221,0	1.981,6	2.108,4	363,2	3.177,2
Préstamos		69,7	2.848,9	12.705,3	2.930,3	425,0	488,3	1.789,2
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		50,5	1.635,5	9.777,0	2.446,3	313,0	373,7	.
Acciones y otras participaciones		4.161,7	7.206,6	2.058,3	5.135,9	2.172,8	1.211,7	5.133,0
Acciones cotizadas		733,7	1.257,3	539,2	1.695,2	403,6	303,8	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.016,5	5.604,9	1.180,9	2.844,4	455,6	766,1	.
Participaciones en fondos de inversión		1.411,4	344,4	338,2	596,4	1.313,7	141,7	.
Reservas técnicas de seguro		5.450,9	142,9	1,9	0,0	187,7	3,2	160,2
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		251,1	3.150,1	915,3	209,7	256,8	598,0	539,8
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2009 III</b>								
<b>Balance inicial, pasivos</b>								
Pasivos totales		6.407,6	23.202,6	31.800,3	11.966,9	6.295,3	7.955,9	13.330,0
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			25,4	22.696,3	30,1	0,0	253,7	2.531,8
Valores distintos de acciones, corto plazo			293,2	727,0	75,8	9,7	1.010,9	246,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			512,3	4.523,0	2.343,6	30,5	4.960,4	2.771,4
Préstamos		5.735,3	8.375,4	2.722,4	2.675,5	267,5	1.307,0	2.968,9
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.363,9	5.894,4	1.838,5	84,4	1.094,2	.	.
Acciones y otras participaciones			10.694,2	2.784,5	6.572,5	423,6	4,5	4.336,3
Acciones cotizadas			2.802,8	450,0	113,0	141,4	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,3	7.891,4	1.065,6	2.338,5	281,3	4,5	.
Participaciones en fondos de inversión				1.268,9	4.121,0			.
Reservas técnicas de seguro		33,8	331,8	65,1	0,8	5.353,9	0,4	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		632,2	2.970,3	1.004,3	221,7	210,2	419,0	475,3
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-1.497,3	10.753,6	-8.542,1	823,6	210,7	-155,0	-4.588,1	
<b>Cuenta financiera, pasivos</b>								
Total de operaciones con pasivos		31,2	-22,2	-645,2	166,5	58,1	84,7	6,7
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	-660,7	-3,0	0,0	-5,2	-56,4
Valores distintos de acciones, corto plazo			8,1	-42,8	-1,9	-1,3	41,7	5,1
Valores distintos de acciones, largo plazo			12,3	40,2	20,2	2,2	67,9	1,3
Préstamos		24,3	-72,9	1,4	-7,7	6,4	-17,2	.
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		32,4	-10,1	-5,0	0,2	6,5	.	.
Acciones y otras participaciones			47,7	-6,6	171,7	0,2	0,8	76,7
Acciones cotizadas			9,7	5,3	1,4	0,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0,0	38,0	-3,0	-30,9	0,1	0,8	.
Participaciones en fondos de inversión				-8,9	201,3			.
Reservas técnicas de seguro		0,1	0,7	1,8	0,0	65,2	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		6,8	-18,1	23,0	-21,9	-0,4	-26,9	-2,8
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-2,6	59,7	50,6	45,1	-19,1	1,0	-139,9	2,6
<b>Cuenta de otras variaciones de los pasivos</b>								
Total de otras variaciones de pasivos		-3,3	1.150,2	170,2	312,9	144,5	67,0	205,1
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	-109,3	0,0	0,0	0,0	-27,5
Valores distintos de acciones, corto plazo			-1,9	-4,0	-1,1	0,0	-1,0	7,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			10,5	18,8	-0,2	-0,1	75,6	45,0
Préstamos		-2,9	6,0	-26,6	-0,2	-0,2	-30,1	.
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-1,9	2,9	6,3	0,0	-0,2	.	.
Acciones y otras participaciones			1.136,3	230,5	324,7	53,7	0,0	222,1
Acciones cotizadas			456,6	140,2	36,8	34,6	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0,1	679,7	97,6	55,2	19,1	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				-7,3	232,8			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	93,3	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-0,4	-0,8	34,3	16,1	-2,2	-7,4	-11,3
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-28,1	461,2	-491,2	-40,3	51,0	1,1	-9,8	80,0
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
Total activos financieros		6.435,5	24.330,6	31.325,3	12.446,4	6.498,0	8.107,6	13.541,8
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			25,4	21.926,3	27,1	0,0	248,5	2.447,9
Valores distintos de acciones, corto plazo			299,4	680,2	72,8	8,4	1.051,6	258,4
Valores distintos de acciones, largo plazo			535,2	4.582,0	2.363,7	32,6	5.103,9	2.817,7
Préstamos		5.756,6	8.308,5	2.697,2	2.59,6	1.313,2	2.921,5	.
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.394,4	5.887,2	1.839,9	84,5	1.100,5	.	.
Acciones y otras participaciones			11.878,2	3.008,4	7.068,9	477,5	5,3	4.635,2
Acciones cotizadas			3.269,2	595,5	151,1	176,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,4	8.609,1	1.160,3	2.362,8	300,5	5,3	.
Participaciones en fondos de inversión				1.252,7	4.555,0			.
Reservas técnicas de seguro		33,9	332,5	66,9	0,8	5.512,4	0,4	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		638,6	2.951,4	1.061,6	215,9	207,5	384,7	461,2
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-1.528,0	11.274,5	-8.982,7	828,4	242,6	-153,0	-4.737,8	

Fuente: BCE.

### 3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2005	2006	2007	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.906,7	4.069,1	4.255,2	4.398,2	4.432,2	4.439,1	4.438,1	4.431,2
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	129,8	128,6	136,7	135,2	131,7	129,7	123,0	119,6
Consumo de capital fijo	1.189,4	1.249,9	1.317,8	1.366,8	1.381,4	1.393,0	1.401,5	1.408,3
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	2.068,2	2.185,9	2.329,6	2.376,9	2.355,4	2.289,8	2.206,6	2.158,9
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Renta de la propiedad	2.585,6	3.012,8	3.584,1	3.859,6	3.861,8	3.749,6	3.516,9	3.254,5
Intereses	1.344,5	1.643,2	2.057,2	2.298,0	2.308,2	2.220,5	2.062,8	1.849,9
Otra renta de la propiedad	1.241,1	1.369,6	1.526,9	1.561,6	1.553,7	1.529,1	1.454,1	1.404,7
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	6.968,7	7.321,1	7.697,3	7.818,5	7.801,2	7.718,7	7.626,4	7.566,1
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	935,9	1.028,2	1.111,8	1.142,3	1.124,2	1.112,9	1.075,1	1.044,8
Cotizaciones sociales	1.477,8	1.540,5	1.596,3	1.646,3	1.661,6	1.669,6	1.670,5	1.674,3
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.505,5	1.553,2	1.597,4	1.648,4	1.666,2	1.690,0	1.721,3	1.752,8
Otras transferencias corrientes	712,0	723,6	753,2	782,7	790,5	784,7	775,8	765,7
Primas netas de seguros no vida	179,6	179,9	184,2	188,3	189,1	186,4	182,7	178,0
Derechos de seguros no vida	180,5	180,2	184,1	188,7	190,2	187,4	183,4	178,5
Otras	351,9	363,4	384,8	405,7	411,3	410,8	409,8	409,1
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	6.882,3	7.228,9	7.602,8	7.716,3	7.696,1	7.614,4	7.522,3	7.460,8
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.355,0	6.631,4	6.892,3	7.117,3	7.155,1	7.165,3	7.160,8	7.156,4
Gasto en consumo individual	5.690,2	5.946,3	6.181,5	6.376,9	6.405,7	6.405,4	6.393,7	6.382,6
Gasto en consumo colectivo	664,8	685,1	710,8	740,3	749,4	759,9	767,1	773,8
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	60,8	62,9	59,8	64,5	65,3	65,3	64,7	63,0
<i>Ahorro neto</i> <sup>1)</sup>	527,6	597,7	710,6	599,1	541,0	449,1	361,5	304,4
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.716,2	1.876,5	2.021,2	2.073,7	2.065,2	1.998,6	1.900,2	1.819,5
Formación bruta de capital fijo	1.708,1	1.852,5	1.993,0	2.046,8	2.027,8	1.975,0	1.903,4	1.842,9
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	8,1	24,0	28,2	26,9	37,4	23,6	-3,1	-23,4
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-0,4	-0,4	-1,1	0,2	0,7	1,1	0,7	0,4
Transferencias de capital	183,6	170,0	151,2	163,8	164,6	161,8	169,3	168,1
Impuestos sobre el capital	24,4	22,5	24,3	24,2	23,8	23,6	28,6	29,0
Otras transferencias de capital	159,2	147,4	126,9	139,6	140,7	138,2	140,7	139,1
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	14,3	-13,9	23,1	-94,9	-132,6	-149,1	-129,4	-98,4

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Recursos	2005	2006	2007	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.294,1	7.633,5	8.039,2	8.277,2	8.300,6	8.251,6	8.169,2	8.118,1
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	845,2	913,8	959,4	953,6	947,2	929,6	912,0	899,6
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	8.139,3	8.547,3	8.998,6	9.230,8	9.247,8	9.181,3	9.081,3	9.017,7
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta	2.068,2	2.185,9	2.329,6	2.376,9	2.355,4	2.289,8	2.206,6	2.158,9
Remuneración de los asalariados	3.913,9	4.076,6	4.263,3	4.406,6	4.440,6	4.447,3	4.446,3	4.439,4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	988,2	1.054,0	1.103,2	1.094,8	1.084,5	1.064,9	1.042,2	1.028,6
Renta de la propiedad	2.584,0	3.017,4	3.585,4	3.799,8	3.782,5	3.666,3	3.448,3	3.193,7
Intereses	1.319,1	1.613,7	2.016,3	2.240,7	2.250,8	2.161,2	2.004,9	1.792,3
Otra renta de la propiedad	1.264,9	1.403,7	1.569,0	1.559,1	1.531,7	1.505,1	1.443,4	1.401,4
<i>Renta nacional neta</i>								
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta	6.968,7	7.321,1	7.697,3	7.818,5	7.801,2	7.718,7	7.626,4	7.566,1
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	939,5	1.032,9	1.119,2	1.150,6	1.132,5	1.121,0	1.081,6	1.050,5
Cotizaciones sociales	1.477,0	1.539,8	1.595,5	1.645,8	1.661,0	1.668,8	1.669,5	1.673,4
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.497,9	1.545,2	1.588,4	1.639,9	1.658,0	1.681,9	1.713,4	1.745,1
Otras transferencias corrientes	630,4	635,5	661,0	681,1	685,9	681,2	674,0	663,3
Primas netas de seguros no vida	180,5	180,2	184,1	188,7	190,2	187,4	183,4	178,5
Derechos de seguros no vida	178,3	177,1	181,5	185,5	186,5	183,7	179,9	175,2
Otras	271,6	278,2	295,4	306,9	309,2	310,0	310,7	309,5
<i>Renta disponible neta</i>								
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta	6.882,3	7.228,9	7.602,8	7.716,3	7.696,1	7.614,4	7.522,3	7.460,8
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61,0	63,1	60,0	64,6	65,3	65,3	64,7	63,0
<i>Ahorro neto</i>								
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto	527,6	597,7	710,6	599,1	541,0	449,1	361,5	304,4
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.189,4	1.249,9	1.317,8	1.366,8	1.381,4	1.393,0	1.401,5	1.408,3
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	196,7	184,5	165,9	177,0	175,5	170,2	177,8	176,9
Impuestos sobre el capital	24,4	22,5	24,3	24,2	23,8	23,6	28,6	29,0
Otras transferencias de capital	172,3	161,9	141,6	152,7	151,6	146,7	149,2	147,9
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuentes: BCE y Eurostat.

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



### 3.3 Hogares

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

	2005	2006	2007	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III
<b>Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto</b>								
Remuneración de los asalariados (+)	3.913,9	4.076,6	4.263,3	4.406,6	4.440,6	4.447,3	4.446,3	4.439,4
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.338,0	1.414,2	1.497,8	1.544,2	1.550,3	1.543,7	1.530,7	1.519,8
Intereses, recursos (+)	225,5	261,7	305,1	336,3	336,7	324,2	300,7	270,0
Intereses, empleos (-)	130,5	163,4	208,9	233,9	233,0	216,5	190,9	161,1
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	702,8	748,3	792,9	808,4	798,8	793,2	768,7	753,9
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,5	9,8	9,9	9,9	9,9	10,0	10,1	10,2
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	741,7	794,3	851,6	889,3	891,8	889,1	875,8	869,3
Cotizaciones sociales netas (-)	1.473,8	1.536,5	1.592,1	1.641,9	1.657,2	1.665,2	1.666,0	1.669,8
Prestaciones sociales netas (+)	1.492,6	1.539,7	1.582,8	1.634,1	1.652,2	1.676,0	1.707,6	1.739,2
Transferencias corrientes netas (+)	66,3	66,4	68,9	69,8	71,0	72,8	76,1	79,1
<b>= Renta disponible bruta</b>	<b>5.383,6</b>	<b>5.602,8</b>	<b>5.848,3</b>	<b>6.024,4</b>	<b>6.057,6</b>	<b>6.076,4</b>	<b>6.087,2</b>	<b>6.091,0</b>
Gasto en consumo final (-)	4.690,7	4.898,2	5.088,6	5.247,2	5.261,6	5.245,2	5.221,5	5.196,7
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	60,6	62,7	59,5	64,1	64,9	64,8	64,3	62,6
<b>= Ahorro bruto</b>	<b>753,5</b>	<b>767,4</b>	<b>819,3</b>	<b>841,3</b>	<b>860,8</b>	<b>896,0</b>	<b>929,9</b>	<b>956,8</b>
Consumo de capital fijo (-)	325,6	344,7	365,4	380,2	383,7	386,5	388,7	390,5
Transferencias de capital netas (+)	24,0	18,7	12,4	14,9	15,3	15,1	16,0	18,0
Otras variaciones del patrimonio neto <sup>1)</sup> (+)	480,3	508,8	72,3	-1.196,8	-1.612,1	-1.222,9	-650,1	105,5
<b>= Variaciones del patrimonio neto <sup>1)</sup></b>	<b>932,2</b>	<b>950,1</b>	<b>538,6</b>	<b>-720,8</b>	<b>-1.119,6</b>	<b>-698,2</b>	<b>-92,8</b>	<b>689,9</b>
<b>Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	550,4	603,2	642,4	651,9	642,3	621,7	595,4	571,1
Consumo de capital fijo (-)	325,6	344,7	365,4	380,2	383,7	386,5	388,7	390,5
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	206,5	305,4	424,1	428,9	435,9	381,4	283,6	194,9
Efectivo y depósitos	246,9	284,3	349,8	392,4	437,0	397,6	335,4	257,4
Participaciones en fondos del mercado monetario	-20,2	0,9	40,0	13,5	-9,1	-4,0	-24,9	-22,7
Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	-20,2	20,1	34,2	23,0	8,0	-12,3	-26,9	-39,8
Activos a largo plazo	411,4	329,3	156,5	41,8	41,4	96,2	200,3	323,9
Depósitos	-8,7	1,2	-26,1	-34,8	-24,7	-10,7	17,3	57,0
Valores distintos de acciones	-2,4	36,2	4,5	62,3	49,0	49,6	36,6	48,8
Acciones y otras participaciones	129,9	-24,9	-87,6	-196,5	-157,6	-109,4	-30,7	28,1
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	63,3	-8,6	-7,9	-49,1	-11,1	7,2	37,9	49,3
Participaciones en fondos de inversión	66,5	-16,3	-79,7	-147,4	-146,5	-116,5	-68,5	-21,2
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	292,6	316,8	265,7	210,8	174,7	166,7	177,1	190,0
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	398,0	401,6	350,1	238,7	200,4	149,6	119,9	98,5
de los cuales: de IFM de la zona del euro	358,5	355,3	283,7	184,2	82,6	19,9	10,1	-15,8
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	425,9	469,3	53,8	-998,2	-1.352,4	-1.037,2	-601,1	-16,1
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	109,3	46,5	24,5	-183,9	-254,5	-198,1	-102,8	43,9
Otros flujos netos (+)	-47,7	-57,1	-47,2	-42,5	-48,3	-26,1	40,4	61,2
<b>= Variaciones del patrimonio neto <sup>1)</sup></b>	<b>932,2</b>	<b>950,1</b>	<b>538,6</b>	<b>-720,8</b>	<b>-1.119,6</b>	<b>-698,2</b>	<b>-92,8</b>	<b>689,9</b>
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.484,4	4.748,2	5.211,0	5.542,9	5.719,6	5.788,6	5.797,8	5.763,3
Efectivo y depósitos	4.174,0	4.454,4	4.843,3	5.104,7	5.312,9	5.374,4	5.430,1	5.397,6
Participaciones en fondos del mercado monetario	296,4	257,6	296,0	348,5	328,0	346,5	312,0	315,6
Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	14,0	36,1	71,6	89,7	78,6	67,7	55,8	50,2
Activos a largo plazo	11.000,4	11.893,9	12.075,5	10.871,4	10.452,5	10.252,1	10.694,9	11.285,2
Depósitos	992,7	997,0	931,3	864,6	875,9	855,5	873,3	903,3
Valores distintos de acciones	1.248,0	1.289,9	1.279,2	1.306,6	1.342,4	1.353,9	1.386,3	1.425,7
Acciones y otras participaciones	4.510,5	4.994,5	4.962,3	3.823,9	3.411,3	3.208,6	3.478,9	3.846,1
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.186,5	3.594,5	3.618,4	2.766,3	2.450,5	2.283,2	2.474,6	2.750,2
Participaciones en fondos de inversión	1.324,0	1.400,0	1.343,9	1.057,6	960,8	925,5	1.004,3	1.095,8
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.249,2	4.612,5	4.902,7	4.876,2	4.822,9	4.834,1	4.956,5	5.110,2
Otros activos netos (+)	33,5	18,2	3,5	18,2	-3,1	-23,9	-3,8	-17,4
Pasivos (-)								
Préstamos	4.767,9	5.181,2	5.520,2	5.667,3	5.706,7	5.698,2	5.735,3	5.756,6
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.201,0	4.553,1	4.825,5	4.938,7	4.901,1	4.878,7	4.899,0	4.916,2
<b>= Riqueza financiera neta</b>	<b>10.750,3</b>	<b>11.479,0</b>	<b>11.769,7</b>	<b>10.765,2</b>	<b>10.462,3</b>	<b>10.318,6</b>	<b>10.753,6</b>	<b>11.274,5</b>

Fuentes: BCE y Eurostat.

- 1) Excluidas las variaciones del patrimonio neto como consecuencia de las variaciones de los activos no financieros, como, por ejemplo, por revalorización de los inmuebles residenciales.
- 2) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

### 3.4 Sociedades no financieras

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

	2005	2006	2007	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III
<b>Renta y ahorro</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.164,2	4.372,1	4.620,7	4.756,8	4.758,7	4.702,5	4.622,1	4.568,8
Remuneración de los asalariados (-)	2.471,4	2.583,9	2.711,6	2.807,3	2.828,1	2.825,5	2.817,2	2.803,0
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	72,8	74,7	79,9	79,6	76,6	75,2	70,2	67,2
= <b>Excedente bruto de explotación (+)</b>	1.620,0	1.713,4	1.829,2	1.869,9	1.853,9	1.801,9	1.734,8	1.698,6
Consumo de capital fijo (-)	669,8	701,4	738,4	765,2	773,7	780,5	785,0	788,6
= <b>Excedente neto de explotación (+)</b>	950,3	1.012,0	1.090,8	1.104,7	1.080,2	1.021,4	949,8	910,0
Renta de la propiedad, recursos (+)	433,5	500,3	572,4	593,4	591,5	571,3	545,1	521,9
Intereses, recursos	141,3	169,6	199,0	225,2	227,0	216,6	200,7	181,3
Otra renta de la propiedad, recursos	292,2	330,7	373,4	368,2	364,6	354,8	344,4	340,5
Intereses y otras rentas, empleos (-)	236,2	284,2	345,7	396,3	402,5	384,1	353,5	313,4
= <b>Renta empresarial neta (+)</b>	1.147,5	1.228,1	1.317,5	1.301,8	1.269,3	1.208,6	1.141,3	1.118,5
Renta distribuida (-)	857,6	925,7	986,3	1.027,4	1.023,1	1.016,4	988,4	959,2
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	149,1	189,8	212,1	212,8	195,4	188,6	167,9	146,8
Cotizaciones sociales, recursos (+)	72,8	74,9	64,3	64,9	65,5	65,6	66,2	66,7
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,7	60,6	61,7	62,7	63,0	63,0	63,2	63,3
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	61,4	65,8	55,9	58,9	59,3	59,5	60,5	62,4
= <b>Ahorro neto</b>	91,5	61,1	65,7	4,8	-6,0	-53,3	-72,5	-46,6
<b>Inversión, financiación y ahorro</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	255,1	315,1	367,1	373,7	360,2	305,4	223,3	162,6
Formación bruta de capital fijo (+)	915,8	990,6	1.078,9	1.114,5	1.098,7	1.063,9	1.013,5	975,8
Consumo de capital fijo (-)	669,8	701,4	738,4	765,2	773,7	780,5	785,0	788,6
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	9,1	25,9	26,6	24,4	35,3	22,0	-5,2	-24,6
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	128,9	159,0	156,7	86,5	41,7	-17,6	19,4	57,0
Efectivo y depósitos	113,7	146,3	154,4	89,4	15,6	-5,3	9,8	37,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	8,3	2,5	-19,1	6,6	30,6	27,7	33,0	43,3
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	6,9	10,1	21,4	-9,6	-4,5	-40,0	-23,4	-23,5
Activos a largo plazo	400,5	525,9	718,3	677,4	671,3	671,7	555,6	429,3
Depósitos	30,8	31,0	11,3	14,7	9,2	19,2	29,5	18,5
Valores distintos de acciones	-34,9	4,8	-38,5	-50,6	-35,5	8,7	-39,2	-57,4
Acciones y otras participaciones	241,3	288,9	428,8	396,3	380,7	385,6	342,4	304,7
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	163,3	201,3	316,7	317,1	316,9	258,2	222,9	163,4
Otros activos netos (+)	103,0	120,8	156,3	20,6	9,1	-119,2	-99,9	-99,5
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	454,8	741,8	808,0	791,8	729,1	560,9	409,3	220,1
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	271,7	456,3	557,8	501,6	405,6	278,1	120,5	-26,3
de la cual: valores distintos de acciones	12,4	41,3	42,6	41,7	49,7	63,9	79,9	87,9
Acciones y otras participaciones	280,6	245,5	455,7	283,0	281,3	253,5	284,0	298,8
Acciones cotizadas	104,5	41,5	70,3	-2,5	2,6	13,2	45,5	56,8
Acciones no cotizadas y otras participaciones	176,1	204,0	385,4	285,5	278,7	240,4	238,5	242,0
Transferencias netas de capital, recursos (-)	60,5	72,3	69,0	78,6	77,9	79,1	77,6	77,1
= <b>Ahorro neto</b>	91,5	61,1	65,7	4,8	-6,0	-53,3	-72,5	-46,6
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.507,3	1.671,5	1.808,0	1.844,4	1.861,1	1.841,9	1.877,6	1.911,7
Efectivo y depósitos	1.229,3	1.367,2	1.507,6	1.536,6	1.540,9	1.510,4	1.550,5	1.579,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	176,5	184,8	161,0	182,8	187,8	210,5	213,7	224,4
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	101,5	119,5	139,4	125,0	132,4	121,0	113,4	108,3
Activos a largo plazo	8.790,3	10.140,7	10.942,8	9.971,7	9.299,4	9.057,0	9.492,3	10.143,2
Depósitos	116,5	151,6	184,2	174,9	186,5	183,6	182,1	180,6
Valores distintos de acciones	283,1	287,7	238,2	168,2	192,5	173,9	122,5	131,4
Acciones y otras participaciones	6.426,6	7.562,3	8.082,9	6.951,5	6.168,2	5.880,3	6.346,3	6.982,3
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	1.964,1	2.139,1	2.437,4	2.677,1	2.752,3	2.819,2	2.841,3	2.848,9
Otros activos netos (+)	278,2	326,9	400,4	410,7	389,4	339,3	345,8	367,0
Pasivos								
Deuda	7.196,3	7.868,7	8.642,6	9.220,2	9.379,3	9.468,8	9.512,7	9.475,6
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	3.529,2	3.984,9	4.530,9	4.863,9	4.929,5	4.911,1	4.886,3	4.810,9
de la cual: valores distintos de acciones	684,4	703,6	706,8	736,5	757,2	776,0	805,5	834,5
Acciones y otras participaciones	11.177,7	13.131,7	14.219,3	11.697,1	10.606,5	9.947,1	10.694,2	11.878,2
Acciones cotizadas	3.673,4	4.438,5	4.902,6	3.385,1	2.823,8	2.480,6	2.802,8	3.269,2
Acciones no cotizadas y otras participaciones	7.504,3	8.693,2	9.316,7	8.312,0	7.782,7	7.466,5	7.891,4	8.609,1

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

### 3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	2005	2006	2007	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III
<b>Cuenta financiera, operaciones financieras</b>								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	25,5	67,5	92,2	90,7	106,7	54,9	38,6	21,1
Efectivo y depósitos	7,2	10,6	6,4	32,4	57,0	18,2	12,5	0,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	-0,5	3,6	3,1	21,7	20,3	16,8	9,4	6,6
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	18,8	53,3	82,7	36,6	29,5	19,9	16,8	14,6
Activos a largo plazo	282,5	310,8	201,3	133,6	108,9	96,5	133,6	185,2
Depósitos	17,5	72,8	49,6	6,2	2,2	9,2	9,3	17,8
Valores distintos de acciones	132,1	128,9	77,5	81,2	64,1	78,9	42,0	51,8
Préstamos	-4,7	-2,0	-14,2	16,0	25,1	-1,5	12,1	11,6
Acciones cotizadas	31,1	-2,7	-1,8	-10,8	-15,7	-13,2	-16,5	-85,4
Acciones no cotizadas y otras participaciones	18,8	27,4	27,0	27,3	28,7	22,0	14,7	1,6
Participaciones en fondos de inversión	87,6	86,5	63,2	13,7	4,4	1,2	72,2	187,7
Otros activos netos (+)	-5,9	4,7	-22,7	13,6	39,0	17,5	33,0	14,2
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	-0,4	5,7	3,9	5,4	9,3	9,9	7,0	7,3
Préstamos	10,2	43,2	3,9	-12,3	22,4	0,1	13,0	9,9
Acciones y otras participaciones	10,4	9,6	1,8	-9,4	-0,6	2,9	2,8	5,3
Reservas técnicas de seguro	335,3	324,4	290,7	238,5	182,1	165,2	177,4	190,4
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	291,6	318,1	286,9	221,1	174,1	160,1	171,9	186,6
Reservas para primas y para siniestros	43,8	6,2	3,9	17,4	8,0	5,0	5,6	3,8
<b>= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones</b>	<b>-53,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-29,5</b>	<b>15,7</b>	<b>41,3</b>	<b>-9,2</b>	<b>5,0</b>	<b>7,5</b>
<b>Cuenta de otras variaciones</b>								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	188,8	174,5	8,7	-413,8	-542,3	-427,6	-284,9	-66,2
Otros activos netos	75,5	-36,3	-54,7	-15,9	23,3	-9,8	52,5	78,5
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	122,8	39,6	-36,3	-145,2	-185,6	-190,4	-124,1	-52,6
Reservas técnicas de seguro	141,8	51,2	22,5	-186,8	-247,4	-194,9	-98,5	50,5
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	150,8	47,7	22,6	-179,9	-247,4	-190,7	-95,2	52,1
Reservas para primas y para siniestros	-9,1	3,5	0,0	-6,9	0,0	-4,2	-3,3	-1,6
<b>= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto</b>	<b>-0,4</b>	<b>47,4</b>	<b>-32,2</b>	<b>-97,6</b>	<b>-86,1</b>	<b>-52,1</b>	<b>-9,9</b>	<b>14,4</b>
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	435,3	511,0	596,3	668,0	707,8	717,3	705,6	692,0
Efectivo y depósitos	146,6	156,6	163,1	188,4	222,9	214,7	198,5	192,7
Participaciones en fondos del mercado monetario	75,6	81,6	82,5	99,0	100,2	113,0	103,7	104,9
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	213,1	272,7	350,6	380,6	384,6	389,6	403,5	394,4
Activos a largo plazo	4.702,8	5.126,3	5.288,1	5.047,0	4.865,5	4.814,1	4.986,4	5.208,5
Depósitos	514,8	589,9	634,3	637,6	637,4	646,3	647,9	652,4
Valores distintos de acciones	1.784,6	1.855,2	1.885,3	1.965,2	1.956,6	1.992,7	1.995,1	2.063,1
Préstamos	413,3	407,8	395,9	414,8	421,3	420,5	425,0	425,0
Acciones cotizadas	631,1	713,8	707,4	516,9	405,6	370,4	426,0	403,6
Acciones no cotizadas y otras participaciones	431,5	503,1	539,4	484,1	462,5	435,5	434,0	455,6
Participaciones en fondos de inversión	927,6	1.056,4	1.125,8	1.028,5	982,1	948,7	1.058,4	1.208,8
Otros activos netos (+)	179,2	206,8	176,7	190,8	226,3	228,5	238,1	237,0
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	21,4	35,9	35,2	36,7	43,2	42,2	40,2	41,0
Préstamos	196,5	236,5	237,2	247,7	263,9	263,6	267,5	259,6
Acciones y otras participaciones	627,6	676,8	642,3	524,8	456,1	397,1	423,6	477,5
Reservas técnicas de seguro	4.583,0	4.958,6	5.271,9	5.271,5	5.206,5	5.222,9	5.353,9	5.512,4
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.896,9	4.262,7	4.572,2	4.559,9	4.498,9	4.513,6	4.641,3	4.798,7
Reservas para primas y para siniestros	686,1	695,9	699,7	711,5	707,6	709,3	712,6	713,7
<b>= Riqueza financiera neta</b>	<b>-111,1</b>	<b>-63,7</b>	<b>-125,4</b>	<b>-174,9</b>	<b>-170,2</b>	<b>-165,9</b>	<b>-155,0</b>	<b>-153,0</b>

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

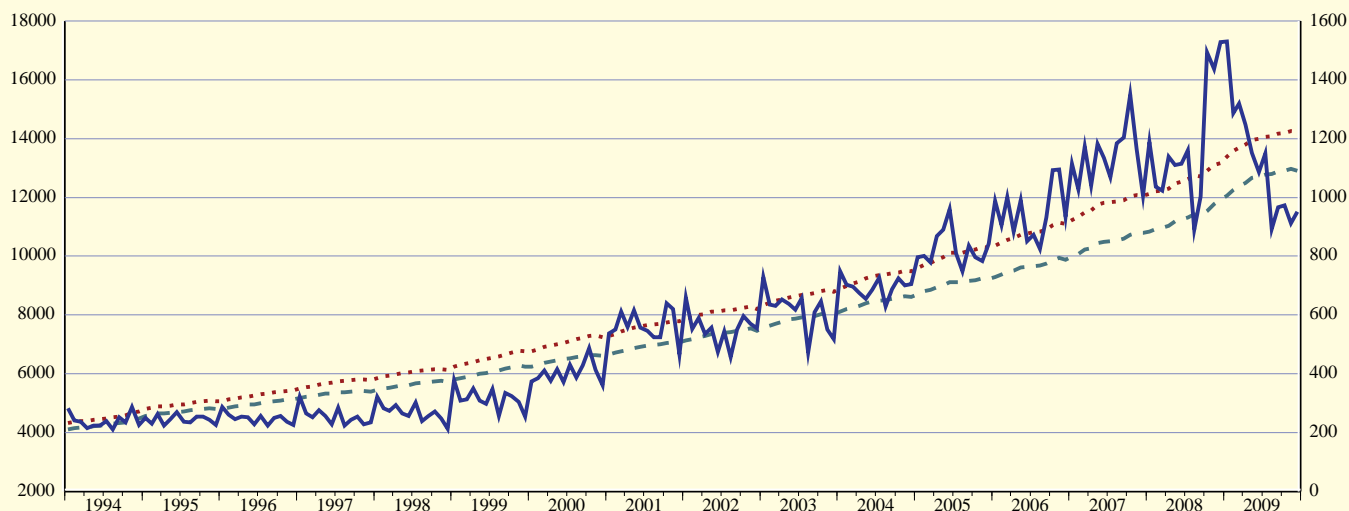
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>			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 <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
	<b>Total</b>											
2008 Dic	14.144,7	1.538,9	189,7	11.921,8	1.450,3	156,7	13.175,3	1.527,6	143,5	9,5	229,7	13,1
2009 Ene	14.243,3	1.500,6	94,0	12.061,1	1.451,4	135,7	13.376,1	1.530,1	145,1	10,1	103,1	13,0
Feb	14.436,5	1.260,2	190,8	12.248,2	1.200,9	184,9	13.580,5	1.286,4	204,4	11,0	157,1	13,1
Mar	14.608,6	1.318,1	170,6	12.384,4	1.229,9	134,7	13.686,2	1.318,7	150,1	11,9	134,6	15,2
Abr	14.685,5	1.233,7	79,5	12.484,1	1.167,4	102,4	13.797,6	1.247,9	109,0	12,0	91,1	14,6
May	14.893,7	1.160,0	208,1	12.658,3	1.070,7	174,2	13.940,6	1.151,2	173,1	12,1	113,2	13,1
Jun	14.983,3	1.088,9	89,1	12.718,2	1.006,8	59,1	14.005,4	1.087,0	68,8	11,9	87,4	10,6
Jul	15.012,0	1.124,3	31,5	12.771,1	1.069,6	55,7	14.068,9	1.148,8	67,3	11,7	101,1	10,5
Ago	15.061,4	883,2	48,4	12.801,6	827,4	29,6	14.089,8	893,4	22,9	11,0	61,0	8,9
Sep	15.168,8	965,5	106,3	12.882,1	882,3	79,3	14.161,7	966,1	83,5	12,0	144,9	9,0
Oct	15.163,4	950,5	-4,7	12.905,4	900,9	24,0	14.185,2	972,3	26,8	10,9	1,1	7,5
Nov	15.219,2	888,4	56,1	12.963,5	846,1	58,2	14.247,2	911,9	67,1	9,7	43,2	6,4
Dic	15.169,6	929,5	-51,2	12.914,8	876,0	-50,3	14.227,0	951,1	-46,6	8,1	32,9	5,6
	<b>A largo plazo</b>											
2008 Dic	12.576,8	363,6	180,2	10.500,5	329,1	173,2	11.584,7	340,9	154,2	7,3	165,9	9,7
2009 Ene	12.653,1	291,6	74,1	10.590,0	276,8	88,3	11.718,9	300,3	88,9	8,1	115,4	10,5
Feb	12.823,4	301,5	169,2	10.752,3	270,5	161,4	11.892,3	297,6	173,5	9,2	136,3	10,6
Mar	13.003,8	319,9	150,6	10.922,7	280,3	140,6	12.027,1	301,9	141,8	10,3	139,1	13,2
Abr	13.079,8	292,3	79,2	10.990,7	257,5	71,3	12.105,0	276,4	74,7	10,3	71,4	14,0
May	13.283,0	339,2	204,3	11.160,9	281,4	171,4	12.256,0	301,8	175,6	10,6	112,9	13,3
Jun	13.403,6	313,2	119,0	11.269,6	274,6	106,7	12.383,8	308,5	126,9	10,8	99,7	11,9
Jul	13.427,1	269,3	25,8	11.299,5	247,9	32,4	12.422,1	272,8	41,3	10,8	82,5	11,2
Ago	13.484,2	131,6	56,9	11.341,5	109,0	41,8	12.462,6	121,9	46,0	10,5	94,2	10,3
Sep	13.558,6	223,6	72,1	11.418,3	197,0	74,4	12.528,1	222,6	74,7	11,5	120,2	9,9
Oct	13.620,4	244,4	60,2	11.476,0	215,9	56,2	12.582,3	235,3	58,0	11,7	55,2	9,6
Nov	13.707,9	199,5	86,5	11.559,4	178,8	82,3	12.662,5	193,9	85,4	10,8	51,7	8,4
Dic	13.678,6	156,3	-29,4	11.539,1	140,8	-20,4	12.658,1	153,5	-23,9	9,2	-20,2	6,3

### 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 <sup>1)</sup>						
	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	13.175	5.272	1.924	701	4.937	340	1.177	816	75	100	162	24
2009	14.227	5.376	2.185	797	5.496	373	1.122	738	56	85	221	22
2009 I	13.686	5.396	2.032	723	5.191	343	1.378	922	78	92	250	35
II	14.005	5.437	2.111	757	5.348	351	1.162	749	62	90	241	20
III	14.162	5.431	2.136	785	5.452	358	1.003	652	43	84	212	12
IV	14.227	5.376	2.185	797	5.496	373	945	629	42	72	182	20
2009 Sep	14.162	5.431	2.136	785	5.452	358	966	610	30	83	230	14
Oct	14.185	5.382	2.148	793	5.498	363	972	599	44	79	229	21
Nov	14.247	5.389	2.159	796	5.537	366	912	590	37	69	197	20
Dic	14.227	5.376	2.185	797	5.496	373	951	700	46	68	119	18
	A corto plazo											
2008	1.591	822	62	116	566	25	961	722	27	92	101	19
2009	1.569	733	32	70	713	21	873	639	13	68	137	15
2009 I	1.659	839	42	98	663	18	1.078	806	17	74	154	27
II	1.622	785	37	85	699	16	866	631	14	69	139	13
III	1.634	751	31	82	752	19	797	569	10	71	139	8
IV	1.569	733	32	70	713	21	751	552	10	60	116	13
2009 Sep	1.634	751	31	82	752	19	744	525	11	63	134	11
Oct	1.603	710	35	79	760	18	737	513	14	62	134	13
Nov	1.585	706	34	74	751	19	718	515	9	58	121	15
Dic	1.569	733	32	70	713	21	798	627	8	59	91	12
	A largo plazo <sup>2)</sup>											
2008	11.585	4.451	1.862	585	4.371	316	216	95	48	8	61	4
2009	12.658	4.643	2.152	726	4.784	353	249	99	43	16	84	6
2009 I	12.027	4.558	1.991	625	4.529	325	300	116	61	18	96	8
II	12.384	4.652	2.074	673	4.650	335	296	119	48	21	102	7
III	12.528	4.680	2.105	703	4.700	339	206	83	33	14	72	4
IV	12.658	4.643	2.152	726	4.784	353	194	77	32	12	66	6
2009 Sep	12.528	4.680	2.105	703	4.700	339	223	85	19	20	95	2
Oct	12.582	4.672	2.113	714	4.739	345	235	85	29	17	95	8
Nov	12.662	4.683	2.125	721	4.786	348	194	75	28	11	76	5
Dic	12.658	4.643	2.152	726	4.784	353	154	72	38	9	28	6
	del cual: a tipo fijo											
2008	7.615	2.327	635	448	3.955	250	120	49	9	6	53	3
2009	8.533	2.549	780	595	4.338	271	172	60	18	16	74	4
2009 I	7.934	2.395	701	491	4.094	253	208	72	27	18	86	5
II	8.249	2.493	747	539	4.211	260	210	72	23	20	90	5
III	8.376	2.528	768	569	4.251	259	139	49	14	13	61	3
IV	8.533	2.549	780	595	4.338	271	131	45	10	12	59	5
2009 Sep	8.376	2.528	768	569	4.251	259	174	55	13	20	86	1
Oct	8.437	2.536	768	581	4.289	264	169	56	8	17	83	5
Nov	8.508	2.550	774	589	4.329	265	142	47	13	11	68	2
Dic	8.533	2.549	780	595	4.338	271	82	33	7	8	27	6
	del cual: a tipo variable											
2008	3.477	1.725	1.198	127	363	64	81	36	38	1	5	1
2009	3.601	1.678	1.347	121	374	81	61	27	24	1	6	2
2009 I	3.586	1.758	1.264	124	369	70	75	32	34	0	5	3
II	3.615	1.741	1.301	124	374	74	65	30	24	1	7	2
III	3.612	1.726	1.312	123	372	79	49	21	18	0	7	1
IV	3.601	1.678	1.347	121	374	81	54	26	22	1	5	2
2009 Sep	3.612	1.726	1.312	123	372	79	27	16	5	1	5	1
Oct	3.602	1.711	1.319	123	369	80	57	24	21	1	8	3
Nov	3.609	1.708	1.325	122	373	81	42	21	14	0	5	2
Dic	3.601	1.678	1.347	121	374	81	64	32	30	1	1	0

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

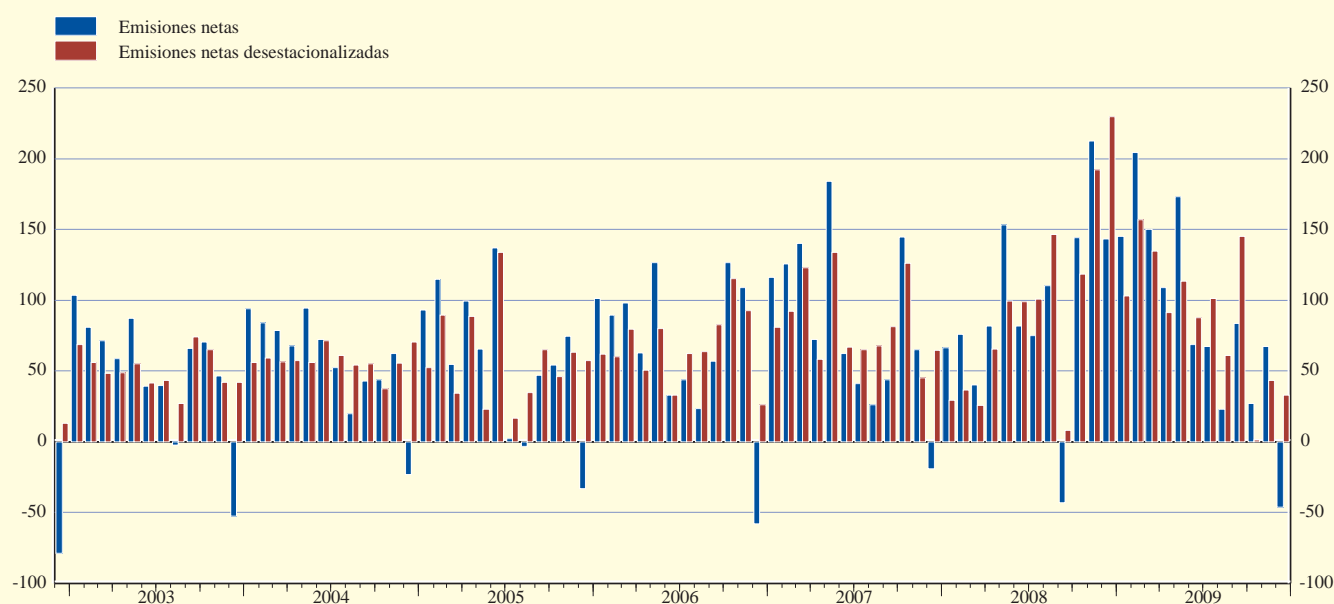
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

### 2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar <sup>1)</sup>						Desestacionalizadas <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2008	95,1	23,1	34,9	4,3	31,7	1,1	95,8	23,3	34,1	4,4	33,1	1,0
2009	89,3	9,9	21,8	8,0	46,8	2,8	89,2	9,7	21,3	7,7	47,7	2,8
2009 I	166,5	39,8	35,0	7,0	83,9	0,9	131,6	20,3	45,0	5,2	58,7	2,4
II	117,0	21,8	27,1	11,5	53,8	2,8	97,2	21,2	26,8	7,4	39,0	2,8
III	57,9	0,4	9,7	10,1	35,4	2,3	102,3	9,9	29,0	12,8	47,1	3,5
IV	15,8	-22,4	15,5	3,4	14,2	5,1	25,7	-12,7	-15,6	5,4	46,1	2,5
2009 Sep	83,5	-7,6	-1,7	18,2	71,0	3,7	144,9	16,1	30,8	21,9	70,3	5,7
Oct	26,8	-47,8	12,9	8,9	47,3	5,5	1,1	-73,0	-8,0	7,0	71,3	3,9
Nov	67,1	8,8	12,7	3,0	39,7	2,8	43,2	11,5	3,5	2,6	25,2	0,4
Dic	-46,6	-28,3	20,9	-1,9	-44,4	7,1	32,9	23,5	-42,2	6,6	41,8	3,2
	A largo plazo											
2008	65,7	16,2	32,8	2,8	13,3	0,6	65,0	16,3	32,0	2,9	13,2	0,5
2009	88,6	14,9	24,3	11,8	34,5	3,1	88,2	14,9	23,8	11,8	34,6	3,1
2009 I	134,7	25,0	41,8	12,9	52,0	3,0	130,2	16,3	51,9	14,4	44,7	2,9
II	125,7	36,2	28,6	15,9	41,3	3,7	94,7	25,5	27,7	12,3	25,7	3,5
III	54,0	12,3	11,8	11,1	17,4	1,4	99,0	22,5	31,3	12,9	29,8	2,5
IV	39,8	-14,1	15,0	7,2	27,4	4,4	28,9	-4,5	-15,9	7,7	38,2	3,4
2009 Sep	74,7	-8,1	1,1	19,9	61,0	0,7	120,2	7,1	31,4	21,9	57,2	2,6
Oct	58,0	-6,1	8,3	11,1	39,2	5,6	55,2	-9,0	-12,9	11,2	61,4	4,4
Nov	85,4	12,9	13,7	8,3	47,8	2,7	51,7	17,4	4,3	7,7	22,1	0,2
Dic	-23,9	-49,2	23,0	2,1	-4,8	4,9	-20,2	-22,1	-39,1	4,1	31,1	5,7

#### 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.

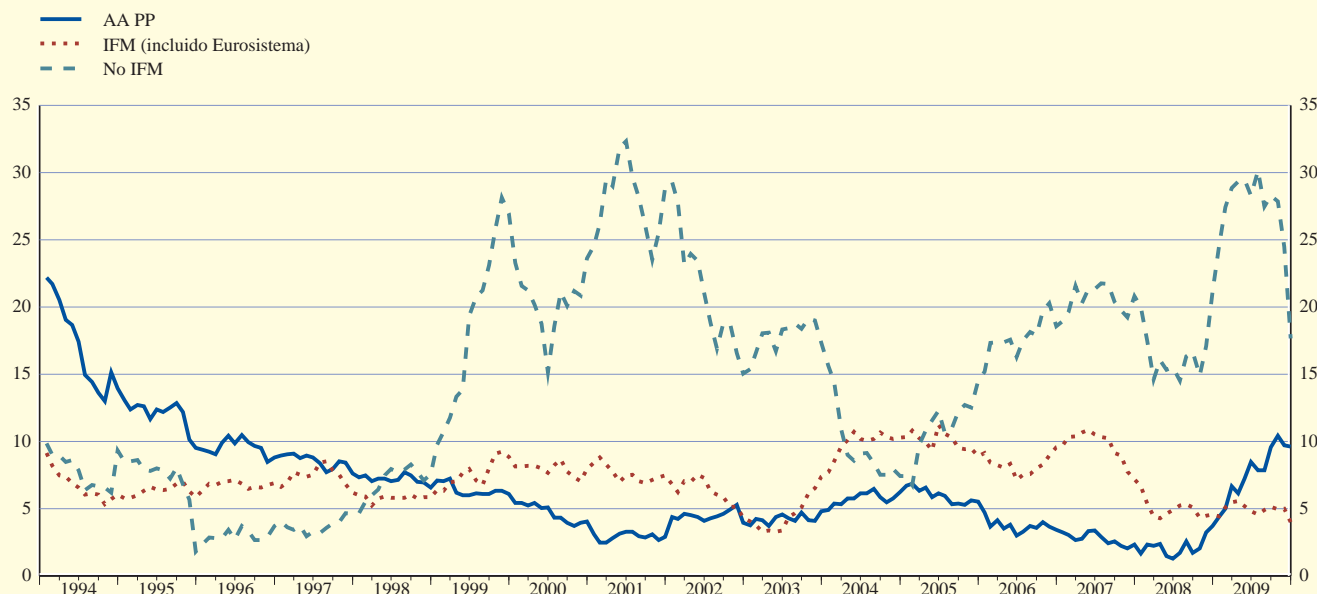
#### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

(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											
2008 Dic	9,5	5,5	27,8	7,8	8,4	4,1	13,1	4,8	35,4	12,9	15,5	9,8
2009 Ene	10,1	5,3	30,0	7,2	9,6	5,5	13,0	3,6	37,9	12,4	16,0	8,6
Feb	11,0	6,3	32,0	8,2	10,1	6,5	13,1	3,8	36,3	13,4	16,0	7,2
Mar	11,9	6,4	33,2	9,1	11,6	7,9	15,2	4,8	38,0	13,1	19,8	10,0
Abr	12,0	6,3	33,3	10,2	11,7	10,6	14,6	6,0	41,5	15,4	15,1	11,3
May	12,1	5,5	32,8	10,2	12,8	9,5	13,1	5,8	35,2	15,9	13,0	11,9
Jun	11,9	4,8	29,7	11,8	13,7	9,6	10,6	4,7	24,1	10,8	12,0	9,6
Jul	11,7	4,2	30,7	13,3	13,5	9,4	10,5	4,8	24,1	14,3	11,0	10,3
Ago	11,0	3,5	26,9	12,9	13,4	9,0	8,9	3,2	18,5	12,5	10,7	10,8
Sep	12,0	4,2	27,1	15,3	14,9	10,6	9,0	3,5	17,3	17,3	10,2	11,3
Oct	10,9	3,0	26,0	16,2	13,6	10,4	7,5	0,1	12,2	17,2	12,1	9,4
Nov	9,7	2,5	21,5	15,9	12,1	10,6	6,4	-0,7	9,4	15,9	11,3	9,3
Dic	8,1	2,2	13,6	13,6	11,4	9,7	5,6	-0,3	3,9	15,1	10,8	10,4
	A largo plazo											
2008 Dic	7,3	4,6	26,8	6,2	3,8	2,2	9,7	3,9	35,5	9,8	7,1	4,6
2009 Ene	8,1	4,4	30,7	8,3	4,4	3,4	10,5	3,0	42,2	16,1	7,1	4,2
Feb	9,2	5,1	33,9	10,6	5,1	3,9	10,6	3,0	40,9	19,5	7,4	3,0
Mar	10,3	5,4	34,8	13,1	6,7	5,8	13,2	3,9	42,9	21,1	11,8	7,3
Abr	10,3	5,6	34,7	14,8	6,0	8,7	14,0	5,2	46,7	26,1	10,0	11,8
May	10,6	5,2	34,3	16,4	7,2	8,5	13,3	5,7	39,5	30,6	9,1	14,2
Jun	10,8	4,8	31,6	19,1	8,4	8,4	11,9	5,6	27,8	29,1	9,8	12,6
Jul	10,8	4,6	33,3	21,3	7,8	8,0	11,2	6,1	25,3	26,6	8,6	12,0
Ago	10,5	4,9	29,8	20,8	7,8	8,0	10,3	6,8	19,7	22,1	8,3	13,2
Sep	11,5	5,1	30,1	23,3	9,6	9,3	9,9	6,4	18,7	25,4	7,5	11,4
Oct	11,7	4,9	28,8	25,3	10,4	10,4	9,6	4,7	13,0	24,6	11,0	9,0
Nov	10,8	5,0	23,9	26,3	9,6	10,8	8,4	4,3	10,1	22,2	10,1	7,6
Dic	9,2	4,0	15,6	24,1	9,5	11,8	6,3	2,3	4,5	19,4	9,1	10,9

#### 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 <sup>1)</sup> (cont.)

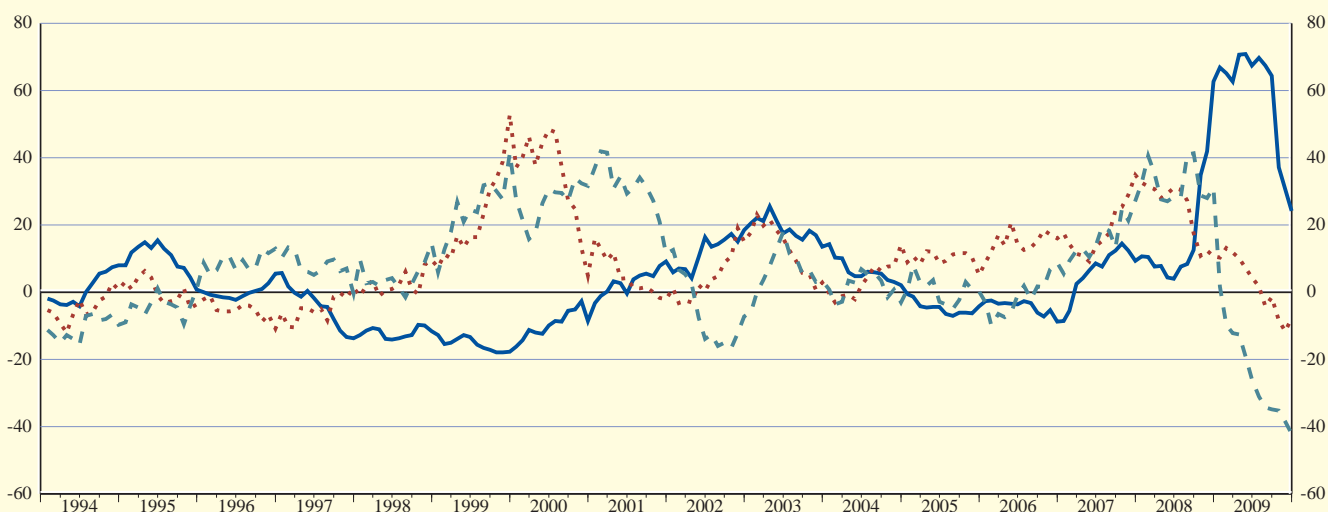
(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2008	3,1	4,9	5,7	4,9	1,5	1,4	12,8	5,6	33,4	7,1	7,6	3,2
2009	9,6	7,0	20,8	24,2	8,0	4,2	12,4	2,0	37,1	-2,0	0,1	20,7
2009 I	6,1	4,9	12,9	12,5	5,3	1,6	15,8	5,3	44,8	0,8	0,8	11,1
II	9,0	6,8	20,3	21,2	7,5	4,8	14,6	3,3	44,0	-1,1	-0,6	19,9
III	10,6	7,2	24,6	28,4	9,0	3,9	11,6	1,0	36,5	-3,2	-1,6	25,1
IV	12,4	9,0	25,2	34,0	10,3	6,6	7,8	-1,6	25,7	-4,4	2,0	26,2
2009 Jul	10,4	6,7	25,8	28,6	8,6	3,9	12,4	1,5	39,2	-3,0	-2,3	23,7
Ago	10,5	7,4	24,6	28,2	8,7	3,5	10,6	1,0	34,0	-3,7	-3,8	25,9
Sep	11,7	8,2	24,5	31,8	10,0	4,4	11,2	0,2	34,5	-4,7	2,9	28,2
Oct	12,7	8,5	26,0	34,3	11,1	6,4	9,5	-1,1	31,5	-4,3	1,3	26,1
Nov	12,5	9,4	25,6	35,3	10,1	7,1	7,1	-1,8	23,7	-4,2	1,7	25,8
Dic	12,1	9,6	23,3	32,8	9,7	8,3	2,8	-4,1	12,3	-4,8	3,0	25,2
En euros												
2008	2,9	4,7	6,1	3,0	1,7	1,3	14,3	6,6	35,1	7,2	7,9	2,0
2009	10,1	8,9	23,1	22,6	8,2	3,6	14,7	3,9	39,4	-2,5	-0,4	21,8
2009 I	6,5	6,1	16,3	9,8	5,6	0,9	18,7	7,9	47,7	0,7	0,9	10,9
II	9,6	8,7	23,3	19,5	7,7	4,2	17,3	5,3	47,1	-1,8	-0,7	21,7
III	11,3	9,4	26,5	27,4	9,2	3,3	13,8	2,9	38,9	-3,8	-2,4	27,4
IV	12,9	11,2	25,8	33,5	10,4	6,1	9,4	-0,2	26,9	-5,2	0,7	26,8
2009 Jul	11,0	8,8	27,8	27,4	8,9	3,3	14,8	3,4	41,8	-3,5	-3,0	25,9
Ago	11,2	9,6	26,7	27,5	9,0	2,8	12,6	2,7	36,1	-4,2	-4,9	28,3
Sep	12,3	10,7	25,8	30,6	10,1	3,7	13,3	2,0	36,4	-5,7	1,7	30,5
Oct	13,3	11,0	27,2	33,6	11,2	5,7	11,4	0,6	32,9	-5,2	0,0	26,9
Nov	13,0	11,8	26,0	34,8	10,2	6,8	8,5	-0,6	24,8	-4,9	0,4	25,9
Dic	12,3	11,1	22,9	33,3	9,8	8,0	3,6	-3,3	12,9	-5,3	1,7	25,1

### C18 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)

- AA PP
- IFM (incluido Eurosistema)
- - - No IFM



Fuente: BCE.

1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período. Para más detalle, véanse las Notas Técnicas.

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

(mm de euros, salvo indicación en contrario; valores de mercado)

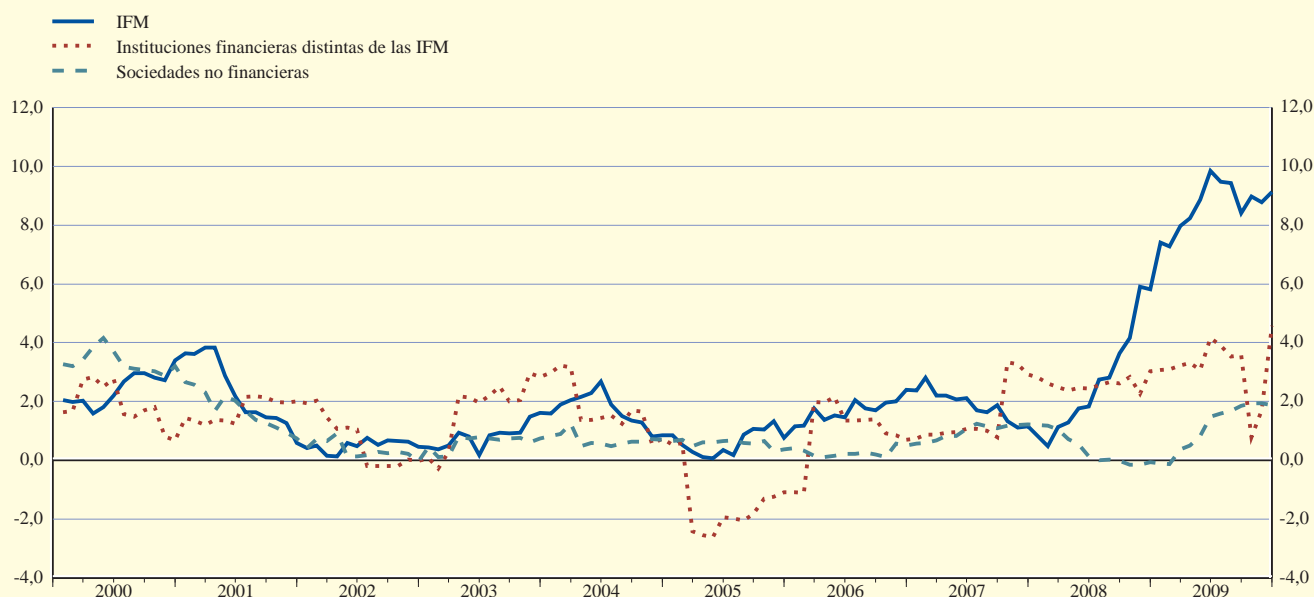
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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	7	7	8	9
2007 Dic	6.588,7	104,4	1,4	1.019,0	1,2	578,4	2,9	4.991,3	1,2
2008 Ene	5.766,2	104,4	1,3	889,8	0,8	497,0	2,8	4.379,4	1,2
Feb	5.820,8	104,5	1,2	860,1	0,5	492,0	2,6	4.468,7	1,2
Mar	5.567,1	104,5	1,2	860,5	1,1	501,0	2,5	4.205,6	1,1
Abr	5.748,0	104,4	1,0	837,2	1,3	519,1	2,4	4.391,7	0,7
May	5.729,4	104,5	0,9	771,0	1,8	496,7	2,5	4.461,7	0,6
Jun	5.081,0	104,5	0,6	665,3	1,8	435,5	2,4	3.980,3	0,1
Jul	4.972,7	104,6	0,6	691,6	2,8	427,9	2,5	3.853,2	0,0
Ago	4.999,3	104,6	0,6	665,5	2,8	438,0	2,7	3.895,7	0,0
Sep	4.430,0	104,7	0,7	612,2	3,6	381,8	2,6	3.436,1	0,0
Oct	3.743,8	105,0	0,7	451,9	4,2	280,2	2,8	3.011,8	-0,1
Nov	3.489,3	105,2	0,9	394,5	5,9	265,1	2,3	2.829,7	-0,2
Dic	3.482,6	105,4	1,0	377,0	5,8	269,1	3,0	2.836,5	-0,1
2009 Ene	3.286,9	105,6	1,1	342,8	7,4	243,9	3,1	2.700,3	-0,1
Feb	2.922,2	105,6	1,1	275,0	7,3	192,4	3,1	2.454,8	-0,1
Mar	3.010,5	106,1	1,5	314,5	8,0	209,7	3,2	2.486,4	0,4
Abr	3.435,6	106,2	1,7	412,8	8,2	256,4	3,3	2.766,4	0,5
May	3.580,6	106,5	2,0	453,2	8,9	262,3	3,1	2.865,1	0,8
Jun	3.530,7	107,3	2,7	448,5	9,8	257,9	4,2	2.824,3	1,5
Jul	3.815,2	107,5	2,7	509,4	9,5	278,3	3,9	3.027,5	1,6
Ago	4.015,3	107,5	2,7	572,4	9,4	301,0	3,5	3.141,9	1,7
Sep	4.181,4	107,6	2,8	593,0	8,4	327,6	3,6	3.260,7	1,9
Oct	4.058,9	107,8	2,7	568,1	9,0	322,1	0,8	3.168,8	1,9
Nov	4.072,5	108,1	2,7	567,6	8,8	313,5	1,7	3.191,3	1,9
Dic	4.297,0	108,5	2,9	570,7	9,1	341,0	4,6	3.385,2	1,9

#### 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 <sup>1)</sup>

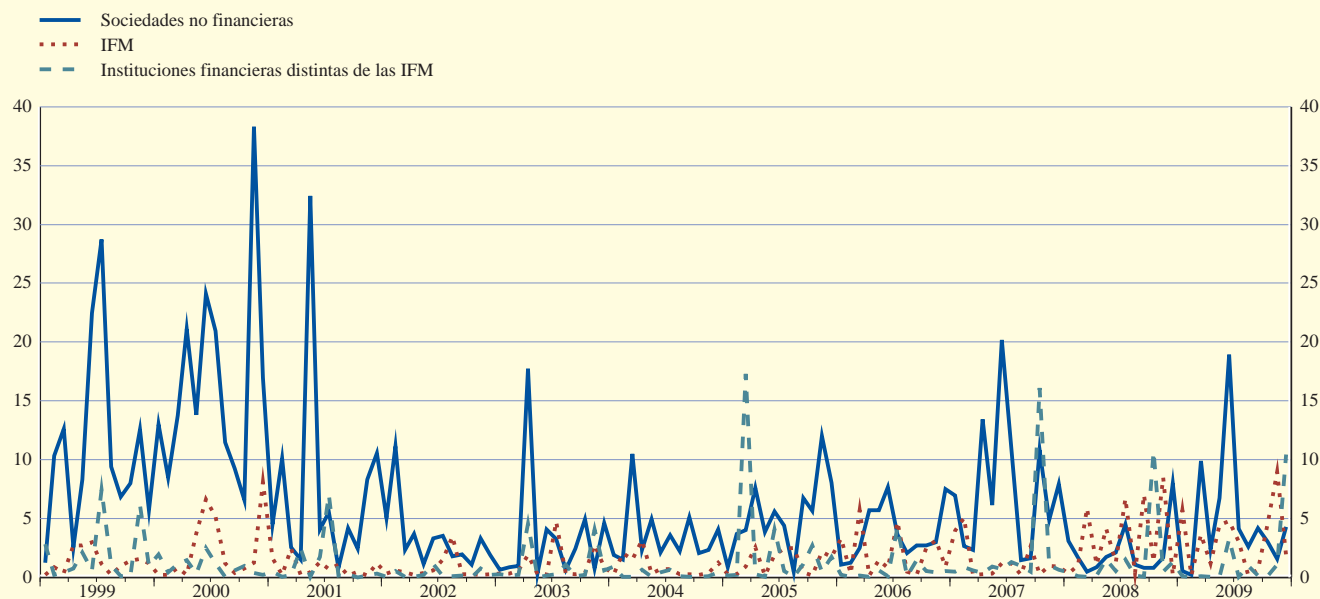
(mm de euros; valores de mercado)

### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2007 Dic	9,5	4,6	4,9	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	7,9	2,5	5,5
2008 Ene	3,6	1,4	2,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,2	3,1	0,7	2,4
Feb	2,8	1,9	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,7	1,6	0,1
Mar	6,4	6,0	0,3	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,4	5,6	-5,1
Abr	2,0	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7
May	7,3	6,0	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
Jun	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
Jul	12,7	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,6
Ago	1,5	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	12,8	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	9,3	2,6	6,8	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,2	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	13,6	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,1	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	11,2	0,3	10,9	4,4	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0	6,7	0,3	6,5
Jun	27,0	2,0	25,0	4,8	0,0	4,8	3,3	0,3	3,0	18,9	1,8	17,2
Jul	7,2	0,2	7,0	3,0	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	4,1	0,2	3,9
Ago	3,6	3,3	0,2	0,0	0,0	0,0	1,0	1,9	-0,9	2,6	1,4	1,2
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	7,6	0,3	7,4	4,5	0,0	4,5	0,1	0,0	0,1	3,0	0,2	2,8
Nov	11,6	0,2	11,3	9,0	0,0	9,0	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,3
Dic	16,6	0,2	16,4	1,9	0,0	1,9	10,5	0,1	10,4	4,3	0,1	4,1

### 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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>2),3)</sup>		A la vista <sup>2)</sup>	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 Feb	0,90	2,62	3,38	3,23	2,49	3,98	1,10	1,61	3,21	3,89	1,55
Mar	0,80	2,24	2,94	3,07	2,31	3,87	0,93	1,36	2,96	3,30	1,23
Abr	0,66	2,01	2,69	2,87	2,22	3,75	0,77	1,15	2,64	3,06	1,12
May	0,61	1,89	2,39	2,71	1,99	3,62	0,73	1,08	2,38	3,11	1,02
Jun	0,56	1,86	2,38	2,57	1,95	3,52	0,63	1,04	2,17	2,58	0,93
Jul	0,52	1,86	2,41	2,61	1,86	3,38	0,57	0,82	2,41	2,93	0,68
Ago	0,50	1,72	2,32	2,64	1,64	3,23	0,55	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	1,99	2,53	0,64
2010 Ene	0,43	1,74	2,30	2,53	1,47	2,23	0,45	0,72	1,93	2,51	0,53

##### 2. Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta <sup>2)</sup>	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	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 Feb	10,15	8,06	6,65	8,49	8,35	3,97	4,54	4,80	4,89	4,60	4,08	5,03	5,16
Mar	9,94	7,51	6,51	8,31	8,05	3,65	4,34	4,61	4,72	4,38	3,83	4,72	5,05
Abr	9,71	7,43	6,50	8,27	8,05	3,38	4,21	4,55	4,68	4,22	3,54	4,69	4,90
May	9,62	7,87	6,44	8,17	8,08	3,22	4,15	4,50	4,58	4,12	3,60	4,71	4,90
Jun	9,55	7,30	6,36	8,03	7,83	3,12	4,12	4,51	4,58	4,07	3,54	4,76	4,95
Jul	9,31	7,67	6,49	8,04	8,02	3,03	4,09	4,54	4,54	4,02	3,35	4,77	4,91
Ago	9,26	7,96	6,54	7,96	8,17	3,00	4,10	4,54	4,45	4,06	3,21	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	8,95	6,81	6,43	8,04	7,85	2,70	3,93	4,38	4,26	3,80	3,12	4,45	4,40

##### 3. Tipos de interés aplicados a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta <sup>2)</sup>	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
2009 Feb	5,38	4,32	5,24	4,96	3,12	3,51	4,23
Mar	5,08	4,03	5,06	4,74	2,85	3,22	3,87
Abr	4,72	3,82	5,00	4,60	2,54	3,34	4,01
May	4,64	3,73	5,00	4,52	2,48	3,21	3,98
Jun	4,55	3,64	4,85	4,49	2,57	3,08	3,71
Jul	4,34	3,56	4,78	4,32	2,37	2,89	3,90
Ago	4,24	3,42	4,67	4,24	2,31	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	4,05	3,28	4,22	3,96	2,19	3,15	3,58
2010 Ene	4,05	3,23	4,20	3,99	2,03	2,88	3,65

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.
- Para esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se asignan al sector hogares, ya que, para el conjunto de todos los Estados miembros participantes, el saldo vivo de las sociedades no financieras es insignificante, en comparación con el del sector hogares.
- La tasa anual equivalente es igual al coste total de un préstamo. El coste total comprende no solo un componente de tipos de interés, sino también un componente por los costes relacionados, como costes de información, de administración, de preparación de documentos y de avales.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>2),3)</sup>		A la vista <sup>2)</sup>	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 Feb	0,90	3,98	3,17	2,49	3,98	1,10	3,17	4,00	2,68
Mar	0,80	3,78	3,06	2,31	3,87	0,93	2,80	3,87	2,29
Abr	0,66	3,54	3,11	2,22	3,75	0,77	2,50	3,84	1,95
May	0,61	3,38	3,04	1,99	3,62	0,73	2,35	3,70	1,79
Jun	0,56	3,25	3,07	1,95	3,52	0,63	2,19	3,65	1,63
Jul	0,52	3,07	3,03	1,86	3,38	0,57	1,97	3,52	1,53
Ago	0,50	2,94	3,01	1,64	3,23	0,55	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	2,21	2,81	1,47	2,23	0,45	1,46	3,27	1,20

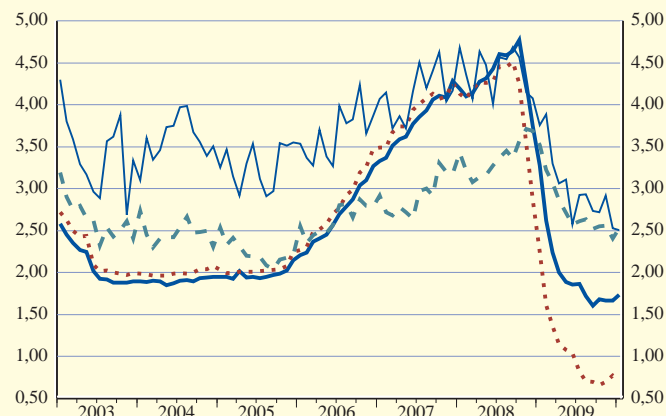
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	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 Feb	5,14	4,75	4,91	8,61	7,27	6,21	4,75	4,59	4,74
Mar	4,92	4,63	4,78	8,43	7,08	6,07	4,40	4,28	4,48
Abr	4,70	4,49	4,65	8,19	7,00	5,92	4,10	3,97	4,25
May	4,59	4,45	4,56	8,09	6,92	5,84	4,00	3,84	4,12
Jun	4,50	4,40	4,46	7,97	6,91	5,79	3,91	3,72	4,00
Jul	4,31	4,31	4,36	7,82	6,79	5,70	3,72	3,59	3,81
Ago	4,23	4,25	4,28	7,81	6,74	5,65	3,65	3,50	3,73
Sep	4,18	4,26	4,25	7,80	6,72	5,64	3,62	3,43	3,68
Oct	4,05	4,19	4,18	7,69	6,66	5,54	3,56	3,37	3,60
Nov	4,01	4,15	4,12	7,56	6,66	5,51	3,53	3,36	3,57
Dic	4,08	4,11	4,07	7,55	6,58	5,43	3,47	3,35	3,50
2010 Ene	4,00	4,05	4,00	7,50	6,52	5,36	3,48	3,33	3,45

C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

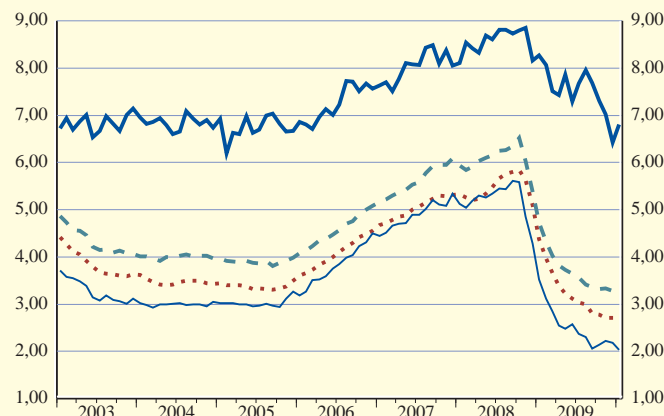
- De los hogares, hasta 1 año
- ... De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - De los hogares, más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



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.

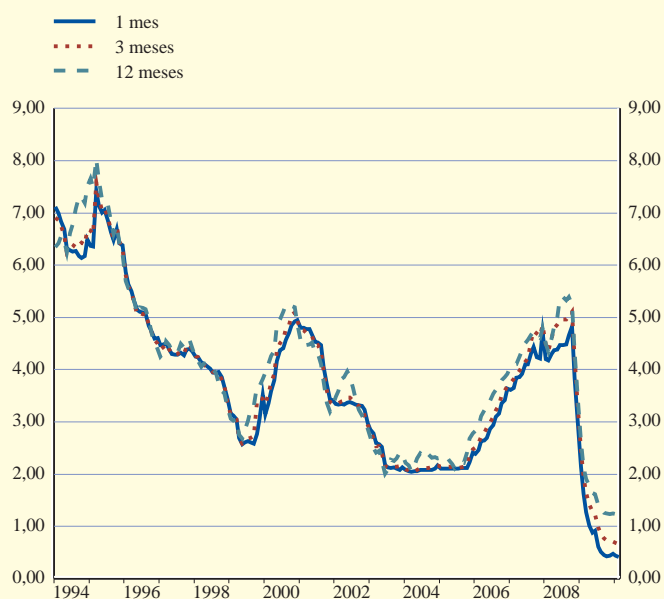
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>(1,2)</sup>					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
2008 IV	3,17	3,92	4,24	4,31	4,38	2,77	0,96
2009 I	1,37	1,67	2,01	2,11	2,22	1,24	0,67
II	0,77	0,94	1,31	1,51	1,67	0,84	0,53
III	0,36	0,53	0,87	1,13	1,34	0,41	0,40
IV	0,36	0,45	0,72	1,00	1,24	0,27	0,31
2009 Feb	1,26	1,63	1,94	2,03	2,14	1,24	0,64
Mar	1,06	1,27	1,64	1,77	1,91	1,27	0,62
Abr	0,84	1,01	1,42	1,61	1,77	1,11	0,57
May	0,78	0,88	1,28	1,48	1,64	0,82	0,53
Jun	0,70	0,91	1,23	1,44	1,61	0,62	0,49
Jul	0,36	0,61	0,97	1,21	1,41	0,52	0,43
Ago	0,35	0,51	0,86	1,12	1,33	0,42	0,40
Sep	0,36	0,46	0,77	1,04	1,26	0,30	0,36
Oct	0,36	0,43	0,74	1,02	1,24	0,28	0,33
Nov	0,36	0,44	0,72	0,99	1,23	0,27	0,31
Dic	0,35	0,48	0,71	1,00	1,24	0,25	0,28
2010 Ene	0,34	0,44	0,68	0,98	1,23	0,25	0,26
Feb	0,34	0,42	0,66	0,96	1,23	0,25	0,25

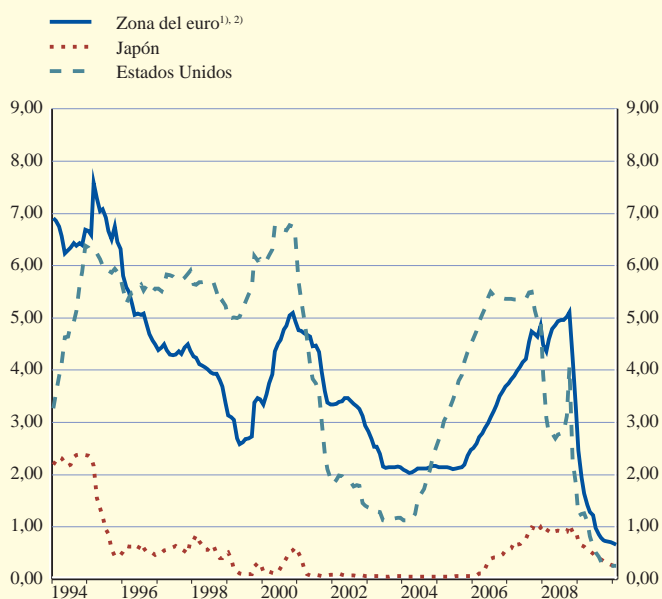
#### C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro<sup>(1,2)</sup>

(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 <sup>1)</sup>

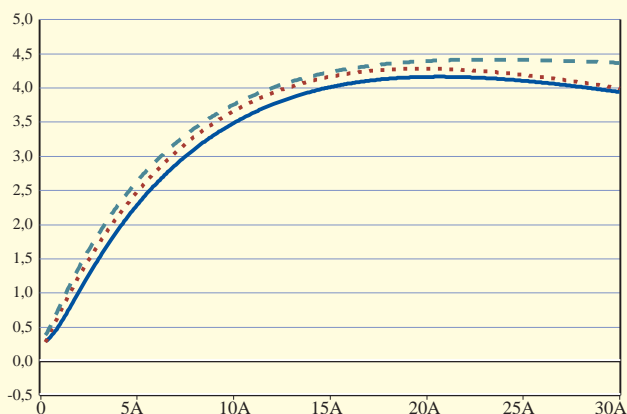
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	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
2008 IV	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 I	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
II	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
III	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96
IV	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2009 Feb	0,93	1,01	1,56	2,79	3,31	3,85	2,93	2,30	1,48	2,64	4,32	5,25
Mar	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
Abr	0,74	0,96	1,53	2,72	3,25	3,79	3,05	2,26	1,52	2,58	4,24	5,19
May	0,79	0,93	1,53	3,00	3,60	4,18	3,39	2,65	1,43	2,77	4,81	5,61
Jun	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
Jul	0,49	0,74	1,43	2,68	3,21	3,74	3,26	2,31	1,49	2,62	4,21	5,13
Ago	0,44	0,74	1,46	2,69	3,19	3,68	3,24	2,22	1,55	2,66	4,16	4,95
Sep	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96
Oct	0,50	0,81	1,43	2,61	3,13	3,68	3,18	2,25	1,49	2,50	4,12	5,11
Nov	0,44	0,80	1,34	2,49	3,01	3,57	3,13	2,23	1,38	2,32	4,00	5,04
Dic	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010 Ene	0,28	0,71	1,25	2,48	3,06	3,66	3,38	2,42	1,28	2,25	4,15	5,23
Feb	0,30	0,54	1,02	2,29	2,88	3,49	3,19	2,46	0,98	2,01	3,99	5,08

#### C25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)

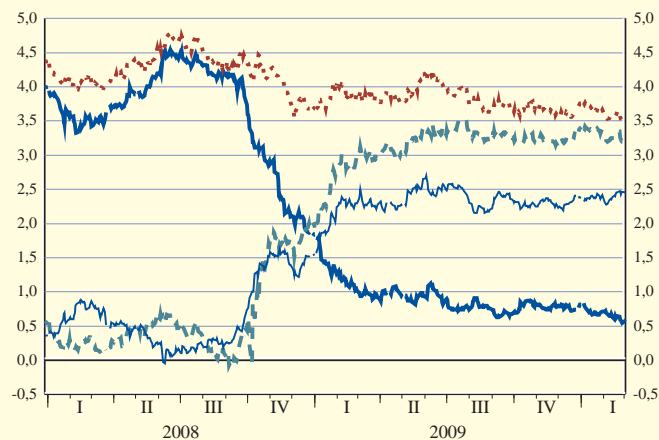
- Febrero 2010
- ... Enero 2010
- - Diciembre 2009



#### 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.



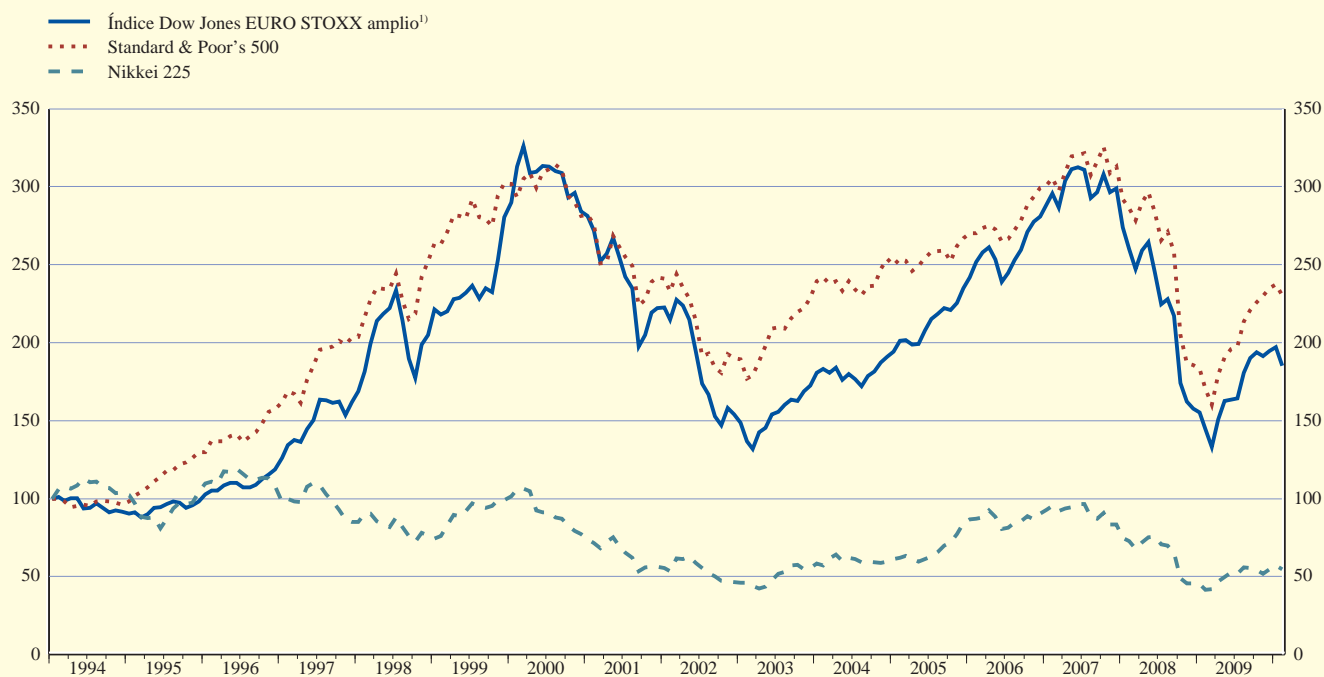
## 4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX <sup>1)</sup>												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
2008 IV	228,7	2.497,7	320,7	136,5	236,9	287,6	169,3	238,1	200,0	384,7	387,0	358,1	910,9	8.700,4
2009 I	200,2	2.166,4	293,6	131,6	207,9	272,5	126,3	223,0	175,7	340,6	367,2	345,7	810,1	7.968,8
II	220,5	2.376,6	326,9	136,6	229,5	287,3	158,6	251,0	201,1	337,7	351,5	343,8	892,0	9.274,8
III	247,2	2.660,6	369,0	142,0	257,1	296,8	192,7	286,0	211,3	361,1	386,0	365,1	994,2	10.117,3
IV	268,1	2.872,7	422,1	151,5	282,8	316,9	209,7	317,7	214,1	375,3	416,5	399,3	1.088,7	9.969,2
2009 Feb	200,4	2.159,8	299,2	132,7	208,0	280,9	123,3	226,1	175,7	341,0	361,7	354,1	806,3	7.707,3
Mar	184,6	1.993,9	272,5	125,3	194,9	256,9	111,8	206,8	163,5	304,2	355,2	319,1	757,1	7.772,8
Abr	209,3	2.256,3	308,4	134,6	219,0	268,1	145,0	237,9	196,0	323,2	356,8	327,7	848,5	8.755,5
May	225,7	2.426,7	331,6	140,1	233,8	296,0	164,5	259,8	203,1	346,3	348,0	346,7	901,7	9.257,7
Jun	226,7	2.449,0	341,0	135,3	235,9	298,3	166,8	255,5	204,3	343,8	349,6	357,0	926,1	9.810,3
Jul	228,0	2.462,1	337,9	134,8	243,7	288,6	170,6	256,8	198,8	334,7	364,8	352,9	934,1	9.678,3
Ago	250,7	2.702,7	377,6	142,1	261,8	293,2	198,6	290,3	208,5	365,7	387,2	364,1	1.009,7	10.430,4
Sep	264,0	2.827,9	393,3	149,5	266,5	308,7	210,2	312,5	227,2	384,4	407,0	378,8	1.044,6	10.302,9
Oct	268,7	2.865,5	403,7	150,1	277,5	314,2	216,0	318,4	221,3	375,4	415,0	393,6	1.067,7	10.066,2
Nov	265,4	2.843,8	415,4	149,5	280,0	315,3	208,7	313,6	209,9	369,8	414,5	391,5	1.088,1	9.641,0
Dic	270,1	2.907,6	447,0	155,0	290,9	321,1	204,3	321,0	211,0	380,5	419,8	412,4	1.110,4	10.169,0
2010 Ene	273,5	2.922,7	449,4	158,9	295,7	329,8	204,6	331,6	223,1	384,1	407,4	425,5	1.123,6	10.661,6
Feb	257,0	2.727,5	427,9	154,3	285,3	309,8	183,9	312,3	222,7	360,9	386,8	415,0	1.089,2	10.175,1

## 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 <sup>1)</sup>

% del total <sup>3)</sup>	Total					Total (d.; variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados <sup>2)</sup>	
	Índice: 2005 = 100	Total	Total, excl. alimentos no elaborados y energía	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
	100,0	100,0	83,1	58,0	42,0	100,0	11,9	7,3	29,3	9,6	42,0	88,6	11,4
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	1,8
2008 IV	108,2	2,3	2,2	2,1	2,6	-0,6	0,3	0,3	0,3	-8,7	0,5	2,2	3,0
2009 I	107,4	1,0	1,6	0,1	2,2	-0,3	-0,1	0,3	0,1	-4,9	0,4	0,7	3,0
II	108,3	0,2	1,5	-1,2	2,2	0,2	0,1	-0,9	0,1	0,7	0,4	-0,1	1,9
III	108,0	-0,4	1,2	-1,9	1,8	0,2	0,4	-0,9	0,0	0,8	0,4	-0,6	1,3
IV	108,6	0,4	1,0	-0,4	1,7	0,2	0,1	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	1,0
2009 Sep	108,2	-0,3	1,1	-1,8	1,8	-0,1	0,0	0,1	0,0	-1,2	0,1	-0,5	1,2
Oct	108,4	-0,1	1,0	-1,4	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,3	1,0
Nov	108,5	0,5	1,0	-0,3	1,6	0,2	0,2	0,2	0,0	1,4	0,1	0,4	1,0
Dic	108,9	0,9	1,0	0,5	1,6	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,5	0,1	0,9	0,9
2010 Ene	108,1	1,0	0,9	0,7	1,4	0,2	-0,1	0,3	-0,1	2,1	0,0	1,1	0,4
Feb <sup>4)</sup>	.	0,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

% del total <sup>3)</sup>	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						Alquileres
	19,2	11,9	7,3	38,9	29,3	9,6	10,2	6,0	6,6	3,3	14,8	7,1
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2008 IV	3,8	4,3	3,0	1,2	0,9	2,1	2,2	1,9	4,5	-2,0	3,3	2,2
2009 I	2,4	2,1	2,8	-1,1	0,7	-6,1	2,0	1,7	3,6	-1,7	2,7	2,1
II	1,0	1,1	0,8	-2,3	0,7	-10,7	2,1	1,8	3,1	-1,2	2,7	2,0
III	-0,1	0,6	-1,2	-2,8	0,5	-11,9	2,0	1,8	2,5	-0,6	1,8	2,1
IV	-0,2	0,5	-1,5	-0,5	0,3	-3,2	1,9	1,7	2,5	-0,6	1,4	2,2
2009 Ago	-0,1	0,6	-1,2	-2,3	0,6	-10,2	2,0	1,8	2,5	-0,7	1,8	2,0
Sep	-0,2	0,5	-1,3	-2,6	0,5	-11,0	2,0	1,8	2,3	-0,3	1,7	2,1
Oct	-0,4	0,3	-1,6	-2,0	0,3	-8,5	1,9	1,6	2,6	-0,3	1,6	2,1
Nov	-0,1	0,5	-1,3	-0,4	0,2	-2,4	1,9	1,7	2,4	-0,7	1,3	2,2
Dic	-0,2	0,7	-1,6	0,8	0,4	1,8	1,9	1,7	2,5	-0,8	1,2	2,2
2010 Ene	-0,1	0,6	-1,3	1,1	0,1	4,0	1,9	1,7	2,6	-0,9	1,0	1,6

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 <sup>1)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>
	Total (índice: 2005 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía										
		Total	Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo			Energía		
							Total	Duradero	No duradero			
% del total <sup>3)</sup>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	100,0	100,0	83,0	75,8	30,1	21,9	23,7	2,7	21,0	24,2		
2006	105,1	5,1	3,5	2,7	4,6	1,6	1,5	1,5	1,4	13,5	4,6	6,5
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,4	2,2	1,2	4,1	4,4
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,1	3,8	1,8
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,8	-5,3	0,4	-2,0	1,2	-2,4	-11,5	.	.
2008 IV	113,7	3,4	0,7	2,4	2,5	2,5	2,0	2,6	1,9	6,4	3,4	0,8 <sup>4)</sup>
2009 I	109,8	-2,0	-4,3	-1,1	-2,7	1,8	-1,0	1,9	-1,4	-4,4	2,6	.
II	108,3	-5,7	-6,8	-3,0	-5,8	0,7	-2,0	1,5	-2,5	-13,4	-0,2	-2,5 <sup>4)</sup>
III	108,0	-7,8	-7,3	-4,1	-7,5	-0,1	-2,6	1,0	-3,1	-18,0	-1,6	.
IV	108,4	-4,6	-3,0	-3,1	-5,0	-0,6	-2,4	0,5	-2,8	-9,5	.	.
2009 Ago	108,3	-7,5	-7,0	-4,1	-7,5	-0,1	-2,5	1,1	-3,1	-16,8	.	.
Sep	108,0	-7,6	-6,9	-4,2	-7,4	-0,4	-2,7	0,8	-3,2	-17,4	.	.
Oct	108,3	-6,6	-5,2	-3,9	-6,5	-0,6	-2,8	0,5	-3,3	-14,3	.	.
Nov	108,4	-4,4	-2,8	-3,0	-4,9	-0,6	-2,4	0,5	-2,8	-8,7	.	.
Dic	108,5	-2,9	-0,9	-2,3	-3,4	-0,6	-1,9	0,5	-2,3	-5,1	.	.
2010 Ene	109,2	-1,0	0,9	-1,0	-1,5	-0,6	-0,7	0,4	-0,8	-1,7	.	.

### 3. Precios de las materias primas y deflatores del producto interior bruto<sup>1)</sup>

	Precios del petróleo <sup>5)</sup> (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (d.: índice: 2000 = 100)	Total	Deflatores del PIB				Expor- taciones <sup>8)</sup>	Impor- taciones <sup>8)</sup>
		Ponderados <sup>6)</sup> por las importaciones			Ponderados <sup>7)</sup> 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		
% del total	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0								
2006	52,9	27,5	5,8	37,6	24,4	5,9	38,1	113,8	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,6	3,8
2007	52,8	7,5	14,3	5,0	5,1	9,4	2,7	116,4	2,4	2,3	2,3	1,7	2,6	1,6	1,4
2008	65,9	2,1	18,5	-4,3	-1,7	9,7	-8,5	119,0	2,2	2,7	2,9	2,8	2,4	2,5	3,7
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,2	-18,1	-11,5	-22,8	120,3	1,1	-0,1	-0,1	1,9	-0,6	-2,8	-5,6
2008 IV	43,5	-9,9	-7,2	-11,2	-14,5	-12,9	-15,8	120,1	2,4	1,6	2,0	2,2	1,8	2,2	0,2
2009 I	35,1	-29,2	-15,0	-36,0	-28,7	-17,7	-36,8	120,2	1,9	0,9	0,4	2,6	0,7	-1,7	-4,3
II	43,8	-24,5	-11,2	-31,0	-22,5	-10,0	-31,4	120,2	1,1	-0,3	-0,2	1,4	-0,7	-3,2	-6,7
III	48,1	-18,8	-12,7	-21,8	-18,9	-15,3	-21,5	120,4	1,0	-0,7	-0,7	2,2	-1,4	-3,9	-7,9
IV	51,2	2,8	5,8	1,4	2,4	-0,9	4,9	120,5	0,4	-0,1	0,3	1,3	-1,0	-2,4	-3,4
2009 Sep	46,9	-17,1	-11,6	-19,6	-17,5	-15,4	-18,9	.	.	.	.	.	.	.	.
Oct	49,8	-7,3	-1,2	-10,1	-9,3	-10,3	-8,6	.	.	.	.	.	.	.	.
Nov	52,1	-0,9	3,0	-2,8	-1,0	-2,9	0,5	.	.	.	.	.	.	.	.
Dic	51,6	19,0	16,2	20,5	19,7	11,0	27,1	.	.	.	.	.	.	.	.
2010 Ene	54,0	27,0	8,5	38,7	25,6	7,7	42,9	.	.	.	.	.	.	.	.
Feb	54,5	28,8	14,6	38,0	27,5	12,3	42,1	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 7 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 8-15 del cuadro 3 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream (columna 1 del cuadro 3 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 2-7 del cuadro 3 de la sección 5.1).

1) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.

2) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más detalles, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

3) En el año 2005.

4) Los datos trimestrales para el segundo y cuarto trimestre se refieren a las medidas semestrales de la primera y segunda mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales solo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semestrales es menor que la de los datos anuales.

5) Brent (para entrega en un mes).

6) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.

7) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la demanda interna de la zona del euro (producción interna más importaciones menos exportaciones) en el período 2004-2006. Datos experimentales (para más detalles, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

8) Los deflatores de las importaciones y de las exportaciones se refieren a bienes y servicios e incluyen el comercio dentro de la zona del euro.

### 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 4. Costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad del trabajo

(datos desestacionalizados)

	Total (índice: 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			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
<b>Costes laborales unitarios<sup>1)</sup></b>								
2005	109,0	1,2	8,6	-0,6	3,2	0,7	2,1	2,1
2006	110,0	1,0	1,4	-0,5	3,4	0,7	2,2	2,0
2007	111,7	1,5	2,5	0,8	4,2	0,6	2,3	1,7
2008	115,4	3,3	-0,1	3,6	2,8	3,3	3,1	3,1
2008 III	115,8	3,6	-1,0	4,1	3,1	4,5	3,6	2,5
IV	118,2	4,8	-0,7	9,9	2,7	5,4	2,4	3,2
2009 I	120,3	6,0	0,6	16,6	2,4	7,0	0,5	3,6
II	120,4	4,9	1,4	15,0	0,8	5,8	1,2	2,2
III	119,9	3,6	0,0	9,3	-0,4	3,7	0,3	3,6
<b>Remuneración por asalariado</b>								
2005	112,3	2,0	2,6	1,9	2,2	1,9	2,3	1,9
2006	114,9	2,3	3,2	3,4	3,5	1,7	2,3	1,7
2007	117,8	2,5	4,1	2,8	2,7	2,1	2,5	2,5
2008	121,6	3,2	3,3	3,1	4,5	2,7	2,5	3,7
2008 III	122,1	3,6	3,5	3,2	5,0	3,9	3,0	3,5
IV	122,8	3,0	3,0	2,9	4,4	2,9	2,0	3,5
2009 I	122,7	1,9	3,2	0,3	3,4	2,2	0,7	3,2
II	123,2	1,6	3,6	0,0	3,8	1,9	1,9	1,9
III	123,9	1,4	2,8	0,3	3,1	0,6	1,4	2,9
<b>Productividad del trabajo<sup>2)</sup></b>								
2005	103,1	0,7	-5,5	2,5	-1,0	1,2	0,2	-0,2
2006	104,5	1,3	1,8	4,0	0,1	1,0	0,1	-0,4
2007	105,5	1,0	1,5	2,0	-1,5	1,5	0,3	0,7
2008	105,4	-0,1	3,3	-0,5	1,6	-0,5	-0,6	0,6
2008 III	105,5	-0,1	4,6	-0,9	1,9	-0,6	-0,6	1,0
IV	103,9	-1,7	3,7	-6,4	1,6	-2,4	-0,4	0,3
2009 I	102,0	-3,8	2,5	-14,0	1,0	-4,4	0,3	-0,4
II	102,4	-3,1	2,2	-13,0	2,9	-3,6	0,8	-0,3
III	103,3	-2,1	2,8	-8,2	3,4	-3,0	1,0	-0,7

#### 5. Costes laborales por hora <sup>3)</sup>

	Total (d.; índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados <sup>4)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total <sup>5)</sup>	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	8
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	94,3	2,3	2,3	2,2	3,4	1,4	1,8	2,3
2007	96,6	2,5	2,8	1,5	2,2	2,7	2,6	2,1
2008	99,9	3,4	3,5	3,3	3,8	4,2	3,1	3,2
2009	.	.	.	.	.	.	.	2,6
2008 IV	101,7	4,4	4,3	4,9	6,2	5,1	3,3	3,6
2009 I	102,3	3,8	3,7	4,5	6,2	3,4	2,6	3,2
II	103,3	4,3	4,2	4,6	6,1	3,8	3,5	2,8
III	103,8	3,2	3,1	3,6	5,4	2,9	2,0	2,3
IV	.	.	.	.	.	.	.	2,1

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1 y columna 7 del cuadro 5 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5 de la sección 5.1).

1) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por el valor añadido (en términos reales) por ocupado.

2) Valor añadido (en términos reales) por ocupado.

3) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, puede que las estimaciones de los datos de los componentes no concuerden con el total.

4) Datos experimentales (para más detalles, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5) En el año 2008.

## 5.2 Producto y demanda

### 1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	<i>Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)</i>								
2006	8.557,5	8.460,3	4.869,8	1.733,4	1.832,3	24,8	97,2	3.451,5	3.354,3
2007	9.005,5	8.864,3	5.062,1	1.803,6	1.970,4	28,2	141,2	3.732,9	3.591,7
2008	9.259,0	9.161,6	5.228,6	1.892,4	2.003,7	36,9	97,4	3.859,5	3.762,1
2009	8.985,1	8.860,3	5.173,2	1.971,5	1.773,8	-58,3	124,8	3.257,8	3.133,1
2008 IV	2.295,3	2.275,2	1.304,4	480,3	481,9	8,6	20,1	905,4	885,3
2009 I	2.239,9	2.222,8	1.287,2	486,9	453,9	-5,1	17,1	808,8	791,7
II	2.238,0	2.207,0	1.291,8	491,7	444,6	-21,1	31,0	793,1	762,1
III	2.251,6	2.216,9	1.293,3	497,6	439,5	-13,5	34,7	818,1	783,4
IV	2.255,6	2.213,6	1.301,0	495,4	435,8	-18,5	42,0	837,9	795,9
	<i>porcentaje del PIB</i>								
2009	100,0	98,6	57,6	21,9	19,7	-0,6	1,4	-	-
	<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior; desestacionalizados)<sup>3)</sup></i>								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2008 IV	-1,9	-0,9	-0,6	0,6	-4,1	-	-	-7,3	-4,9
2009 I	-2,5	-2,2	-0,5	0,6	-5,4	-	-	-8,3	-7,6
II	-0,1	-0,8	0,1	0,6	-1,7	-	-	-1,1	-2,9
III	0,4	0,4	-0,2	0,8	-0,9	-	-	2,9	2,8
IV	0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,8	-	-	1,7	0,9
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2006	3,0	2,9	2,0	2,1	5,4	-	-	8,5	8,5
2007	2,8	2,4	1,6	2,3	4,8	-	-	6,3	5,5
2008	0,6	0,7	0,4	2,1	-0,4	-	-	1,0	1,0
2009	-4,1	-3,4	-1,1	2,2	-11,1	-	-	-13,4	-12,0
2008 IV	-1,8	-0,5	-0,7	2,3	-5,9	-	-	-7,0	-4,0
2009 I	-5,1	-3,5	-1,4	2,4	-11,6	-	-	-16,4	-13,1
II	-4,9	-3,7	-1,0	2,2	-11,9	-	-	-17,0	-14,7
III	-4,1	-3,5	-1,1	2,5	-11,6	-	-	-13,5	-12,3
IV	-2,1	-2,8	-0,6	1,8	-8,7	-	-	-5,2	-6,9
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>								
2008 IV	-1,9	-0,8	-0,3	0,1	-0,9	0,2	-1,1	-	-
2009 I	-2,5	-2,2	-0,3	0,1	-1,1	-0,9	-0,3	-	-
II	-0,1	-0,8	0,0	0,1	-0,4	-0,6	0,7	-	-
III	0,4	0,4	-0,1	0,2	-0,2	0,5	0,0	-	-
IV	0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,3	-	-
	<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	0,7	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
2009	-4,1	-3,3	-0,6	0,4	-2,4	-0,8	-0,7	-	-
2008 IV	-1,8	-0,5	-0,4	0,5	-1,3	0,7	-1,3	-	-
2009 I	-5,1	-3,5	-0,8	0,5	-2,5	-0,6	-1,6	-	-
II	-4,9	-3,6	-0,6	0,5	-2,6	-1,0	-1,2	-	-
III	-4,1	-3,4	-0,6	0,5	-2,5	-0,8	-0,7	-	-
IV	-2,1	-2,8	-0,3	0,4	-1,8	-1,0	0,7	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no se corresponden totalmente con la sección 3.1; el cuadro 1 de la sección 7.1; el cuadro 3 de la sección 7.2; o los cuadros 1 o 3 de la sección 7.5.
- 2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.
- 3) Los datos anuales no están ajustados por días laborables.

## 5.2 Producto y demanda

### 2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)								
2006	7.643,6	140,7	1.564,5	477,3	1.594,0	2.136,0	1.731,1	913,9
2007	8.046,5	150,9	1.640,2	510,2	1.669,1	2.273,1	1.803,0	959,0
2008	8.313,0	146,0	1.660,5	534,0	1.723,3	2.367,0	1.882,2	946,0
2009	8.089,2	132,0	1.438,2	514,7	1.671,9	2.372,2	1.960,2	895,9
2008 IV	2.064,6	34,8	396,3	132,1	427,8	595,3	478,3	230,7
2009 I	2.015,7	34,3	359,8	130,2	416,7	590,0	484,6	224,2
II	2.014,9	33,2	353,9	128,9	417,2	592,5	489,2	223,1
III	2.027,6	32,1	361,0	128,2	419,3	594,2	492,8	224,0
IV	2.031,0	32,5	363,4	127,3	418,7	595,6	493,6	224,6
<i>porcentaje del valor añadido</i>								
2009	100,0	1,6	17,8	6,4	20,7	29,3	24,2	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior; desestacionalizados) <sup>1)</sup>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2008 IV	-1,9	0,5	-6,4	-1,9	-2,0	-0,6	0,3	-1,9
2009 I	-2,5	-0,6	-8,4	-1,0	-2,9	-0,7	-0,2	-2,3
II	-0,2	-0,3	-1,5	-0,7	-0,2	0,0	0,7	0,4
III	0,4	0,5	2,3	-1,0	0,2	-0,2	0,2	0,9
IV	0,1	1,2	0,3	-1,1	-0,1	0,0	0,4	0,6
<i>tasas de variación interanual</i>								
2006	2,9	0,0	3,6	2,8	2,7	4,1	1,4	3,3
2007	3,0	0,0	2,3	2,2	3,5	4,3	2,0	0,9
2008	0,9	1,9	-0,6	-0,6	0,8	1,7	1,6	-1,2
2009	-4,2	-0,3	-13,9	-4,8	-4,7	-1,3	1,1	-3,1
2008 IV	-1,8	2,5	-7,6	-3,6	-2,1	0,2	1,5	-2,4
2009 I	-5,0	0,1	-16,7	-6,1	-5,7	-1,1	1,1	-5,2
II	-5,0	0,0	-17,1	-4,8	-5,4	-1,4	1,3	-3,8
III	-4,2	0,1	-13,6	-4,4	-4,8	-1,6	1,0	-2,9
IV	-2,3	0,8	-7,5	-3,7	-3,0	-1,0	1,1	-0,5
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2008 IV	-1,9	0,0	-1,3	-0,1	-0,4	-0,2	0,1	-
2009 I	-2,5	0,0	-1,6	-0,1	-0,6	-0,2	0,0	-
II	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	-
III	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-
IV	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	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	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,5	0,4	-
2009	-4,2	0,0	-2,8	-0,3	-1,0	-0,4	0,3	-
2008 IV	-1,8	0,0	-1,6	-0,2	-0,4	0,1	0,3	-
2009 I	-5,0	0,0	-3,4	-0,4	-1,2	-0,3	0,2	-
II	-5,0	0,0	-3,5	-0,3	-1,1	-0,4	0,3	-
III	-4,2	0,0	-2,7	-0,3	-1,0	-0,4	0,2	-
IV	-2,3	0,0	-1,4	-0,2	-0,6	-0,3	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 <sup>1)</sup>	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	108,2	3,7	4,2	4,3	3,7	6,7	2,3	1,4	2,5	-0,9	1,2
2008	-2,3	106,3	-1,7	-1,8	-1,9	-3,3	-0,1	-2,0	-5,7	-1,4	0,3	-4,4
2009	-13,8	90,5	-15,0	-15,9	-16,4	-19,3	-21,0	-4,9	-17,4	-3,0	-5,9	-8,3
2009 I	-16,9	90,5	-18,4	-20,2	-20,6	-25,3	-23,9	-7,4	-19,8	-5,5	-4,3	-9,9
II	-16,7	89,2	-18,6	-19,4	-19,9	-24,3	-24,2	-5,9	-21,2	-3,3	-8,9	-7,4
III	-13,8	91,0	-14,5	-15,3	-15,8	-18,4	-21,1	-4,0	-18,3	-1,9	-6,3	-9,2
IV	-7,7	91,2	-7,7	-8,1	-8,6	-6,9	-14,5	-2,3	-9,7	-1,2	-4,7	-6,6
2009 Jul	-15,0	90,2	-15,8	-16,8	-17,7	-20,3	-23,4	-4,0	-20,4	-1,4	-5,5	-9,8
Ago	-14,6	91,2	-15,1	-16,1	-16,1	-19,4	-22,0	-5,4	-19,6	-3,8	-6,1	-10,5
Sep	-11,9	91,5	-12,7	-13,1	-13,7	-15,8	-18,2	-2,8	-15,5	-0,8	-7,3	-7,7
Oct	-10,5	90,8	-11,0	-11,7	-12,3	-12,3	-17,2	-4,5	-14,1	-2,8	-5,3	-7,2
Nov	-7,3	92,1	-6,8	-7,0	-7,4	-5,9	-12,9	-1,8	-8,0	-0,8	-5,7	-7,8
Dic	-4,8	90,6	-4,8	-5,1	-5,5	-0,6	-13,2	-0,4	-6,1	0,4	-3,3	-4,5
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>												
2009 Jul	-0,2	-	0,1	0,2	-0,2	0,7	-1,2	0,4	1,1	0,3	0,7	-1,5
Ago	0,6	-	1,1	1,3	1,1	0,5	1,5	-0,3	6,1	-1,0	0,1	0,0
Sep	0,5	-	0,3	0,5	0,0	0,5	1,6	0,3	-4,9	0,9	-1,6	-0,7
Oct	-0,6	-	-0,7	-0,8	-0,4	0,7	-0,7	-1,3	-0,7	-1,3	1,2	-0,5
Nov	1,0	-	1,4	1,7	1,2	1,7	1,5	1,1	2,4	0,8	-2,6	-0,8
Dic	-1,6	-	-1,6	-2,3	-0,8	-2,6	-1,4	0,7	0,9	0,7	2,1	0,3

### 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 <sup>2)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.; miles) <sup>3)</sup>	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 <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	42,9	57,1	9,9	13,9	12	13	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007	120,0	8,7	115,0	6,5	2,6	104,3	1,8	0,0	3,1	4,0	3,1	968	-0,6
2008	113,4	-5,2	116,9	1,9	1,7	103,4	-0,8	-1,8	-0,1	-1,7	-1,9	896	-7,0
2009	87,7	-22,9	95,6	-18,4	-2,6	101,7	-1,8	-1,8	-1,7	-1,2	-3,6	923	2,8
2009 I	83,1	-31,8	95,0	-21,6	-2,9	101,9	-2,8	-3,6	-2,2	-0,7	-6,3	831	-12,6
II	84,6	-30,6	94,1	-23,2	-2,9	101,7	-2,0	-1,5	-2,2	-2,1	-5,3	932	-0,3
III	91,0	-21,5	96,1	-18,8	-3,2	101,5	-1,8	-1,4	-2,2	-2,8	-2,9	958	9,6
IV	92,0	-2,9	97,4	-9,1	-1,5	101,6	-0,7	-0,8	-0,6	0,5	-0,4	969	20,5
2009 Ago	90,4	-23,4	97,0	-18,8	-3,2	101,6	-1,7	-0,9	-2,4	-4,0	-2,7	929	14,5
Sep	92,4	-16,4	96,3	-17,0	-3,8	101,2	-2,5	-1,8	-3,0	-4,9	-2,8	970	9,6
Oct	90,2	-14,5	96,7	-16,4	-1,6	101,7	-0,4	-1,1	-0,1	2,5	-0,4	979	10,8
Nov	92,8	-0,5	98,1	-6,5	-2,5	101,3	-1,6	-1,5	-1,5	-3,5	-1,3	972	34,0
Dic	93,0	9,2	97,5	-3,0	-0,7	101,8	-0,1	0,1	-0,2	1,9	0,3	957	19,5
2010 Ene	.	.	.	.	-0,3	101,3	-1,0	0,2	-1,5	.	.	875	8,3
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>													
2009 Sep	-	2,2	-	-0,8	-0,4	-	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	0,0	-	4,4
Oct	-	-2,3	-	0,4	0,5	-	0,5	0,0	0,7	2,2	0,7	-	1,0
Nov	-	2,8	-	1,5	-0,4	-	-0,4	0,0	-0,6	-2,6	-0,4	-	-0,8
Dic	-	0,2	-	-0,6	0,7	-	0,5	0,4	0,5	2,0	0,9	-	-1,6
2010 Ene	-	.	-	.	0,1	-	-0,5	-0,1	-0,6	.	.	-	-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 <sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) <sup>3)</sup>	Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial					Total <sup>4)</sup>	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 <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006	107,2	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	109,2	5	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2008	93,5	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	24	-14
2009	80,8	-28	-56	14	-15	71,0	-25	-7	-26	56	-10
2008 IV	80,0	-25	-36	18	-22	78,0	-27	-11	-34	49	-14
2009 I	71,5	-36	-56	20	-31	72,4	-33	-11	-41	64	-14
II	75,6	-33	-62	18	-20	69,9	-28	-9	-34	59	-11
III	84,1	-26	-58	12	-9	70,3	-21	-5	-20	51	-9
IV	91,9	-19	-50	7	1	71,5	-17	-3	-11	48	-7
2009 Sep	86,7	-24	-56	10	-7	-	-19	-4	-15	48	-10
Oct	89,6	-21	-53	8	-2	71,0	-18	-3	-12	48	-8
Nov	91,9	-19	-51	7	2	-	-17	-3	-10	50	-7
Dic	94,1	-16	-47	5	3	-	-16	-3	-10	46	-5
2010 Ene	96,0	-14	-44	3	5	72,0	-16	-3	-9	46	-6
Feb	95,9	-13	-42	4	7	-	-17	-4	-12	47	-7

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas de creación de empleo	Total <sup>4)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>4)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
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
2008 IV	-23	-31	-16	-15	-16	17	-13	-12	-20	-9	-6
2009 I	-31	-36	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18
II	-33	-42	-24	-17	-23	9	-19	-22	-29	-23	-15
III	-31	-41	-22	-14	-19	10	-13	-12	-18	-13	-5
IV	-28	-40	-16	-12	-19	10	-7	-4	-8	-8	3
2009 Sep	-30	-42	-19	-15	-21	11	-14	-9	-15	-10	-2
Oct	-29	-42	-16	-15	-24	10	-12	-7	-10	-10	0
Nov	-26	-39	-14	-11	-19	10	-4	-4	-7	-8	4
Dic	-28	-40	-17	-10	-15	9	-6	-3	-7	-6	5
2010 Ene	-29	-38	-20	-5	-6	8	-2	-1	-6	-2	5
Feb	-29	-39	-19	-9	-12	9	-5	1	-2	-2	7

Fuente: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 2) 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.
- 3) 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.
- 4) 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 <sup>1)</sup>

### 1. Ocupados

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total Millones (d.)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total <sup>2)</sup>	100,0	100,0	85,2	14,8	3,9	17,1	7,5	25,6	16,0	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	141,875	1,0	1,0	0,4	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,5	1,5
2006	144,168	1,6	1,8	0,8	-1,8	-0,3	2,7	1,6	4,0	1,8
2007	146,728	1,8	1,9	0,8	-1,5	0,3	3,8	2,0	4,0	1,2
2008	147,816	0,7	0,9	-0,3	-1,4	-0,1	-2,2	1,3	2,3	1,0
2008 III	147,796	0,5	0,8	-0,9	-1,7	-0,1	-2,7	0,9	2,0	0,8
IV	147,261	0,0	0,1	-0,8	-1,1	-1,2	-5,0	0,4	0,7	1,3
2009 I	146,200	-1,2	-1,0	-2,3	-2,3	-3,0	-7,2	-1,2	-1,2	1,6
II	145,496	-1,8	-1,7	-2,2	-2,3	-4,7	-7,5	-1,8	-2,1	1,7
III	144,759	-2,1	-2,0	-2,4	-2,7	-6,1	-7,8	-1,8	-2,5	1,7
	<i>tasa de variación intertrimestral (d.)</i>									
2008 III	-0,348	-0,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,5	-1,9	-0,1	0,0	0,2
IV	-0,535	-0,4	-0,3	-0,5	0,1	-1,1	-2,2	-0,4	-0,5	0,6
2009 I	-1,061	-0,7	-0,7	-0,9	-0,8	-1,5	-2,3	-0,8	-0,9	0,2
II	-0,704	-0,5	-0,5	-0,5	-0,9	-1,8	-1,4	-0,4	-0,7	0,6
III	-0,737	-0,5	-0,5	-0,7	-1,1	-1,7	-2,0	-0,2	-0,5	0,3

### 2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total <sup>2)</sup>	100,0		78,2		21,8		53,7		46,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2006	12,877	8,3	10,053	7,3	2,824	16,4	6,388	7,5	6,489	9,4
2007	11,672	7,5	9,123	6,6	2,549	14,9	5,736	6,7	5,936	8,5
2008	11,889	7,6	9,264	6,6	2,625	15,4	5,996	6,9	5,893	8,3
2009	14,853	9,4	11,621	8,2	3,232	19,4	7,986	9,2	6,868	9,6
2008 IV	12,668	8,0	9,856	7,0	2,812	16,6	6,549	7,6	6,119	8,6
2009 I	13,901	8,8	10,803	7,7	3,098	18,4	7,374	8,5	6,528	9,2
II	14,723	9,3	11,491	8,1	3,232	19,3	7,917	9,1	6,806	9,5
III	15,210	9,6	11,937	8,4	3,273	19,8	8,208	9,5	7,001	9,8
IV	15,579	9,9	12,252	8,7	3,326	20,2	8,443	9,8	7,135	10,0
2009 Ago	15,181	9,6	11,915	8,4	3,267	19,8	8,178	9,5	7,003	9,8
Sep	15,400	9,8	12,094	8,6	3,306	20,0	8,341	9,7	7,059	9,9
Oct	15,515	9,8	12,183	8,6	3,332	20,2	8,394	9,7	7,121	9,9
Nov	15,575	9,9	12,251	8,7	3,324	20,2	8,453	9,8	7,122	10,0
Dic	15,645	9,9	12,323	8,7	3,322	20,2	8,482	9,8	7,163	10,0
2010 Ene	15,683	9,9	12,372	8,7	3,310	20,2	8,527	9,9	7,155	10,0

Fuente: Eurostat.

1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

2) En el año 2009.

3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.

## FINANZAS PÚBLICAS

### 6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit <sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro – Recursos

	Total		Recursos corrientes									Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE		Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital	
							3	4						
2000	46,5	46,2	12,6	9,6	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,7	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,0	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,7
2005	44,8	44,4	11,5	8,8	2,6	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,3	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,5	45,2	12,4	9,1	3,1	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	2,7	13,3	0,3	15,3	8,1	4,4	2,1	0,2	0,3	41,0

#### 2. Zona del euro – Empleos

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios <sup>3)</sup>		
	1	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales		Subvenciones	Inversión	Transf. de capital		Pagadas por instituciones de la UE	
							2	3						4
2000	46,6	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,6	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,7
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,0	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2006	46,7	42,8	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	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,4	21,6	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	46,9	43,0	10,1	5,1	3,0	24,8	22,0	1,6	0,4	3,9	2,5	1,3	0,0	43,9

#### 3. Zona del euro – Déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público <sup>4)</sup>							
	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
2000	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,5	3,8	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
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	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-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	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,4	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

#### 4. Países de la zona del euro – Déficit (-)/superávit (+) <sup>5)</sup>

	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
2005	-2,7	-3,3	1,7	-5,2	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	0,0	-2,9	-0,3	-1,6	-6,1	-1,4	-2,8	2,8
2006	0,3	-1,6	3,0	-2,9	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,3	-2,6	0,5	-1,6	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	0,2	0,3	-3,7	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,7	-2,2	0,2	-0,6	-2,6	0,0	-1,9	5,2
2008	-1,2	0,0	-7,2	-7,7	-4,1	-3,4	-2,7	0,9	2,5	-4,7	0,7	-0,4	-2,7	-1,8	-2,3	4,5

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

- Los datos se refieren al Euro-16. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las Administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

## 6.2 Deuda <sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				Otros acreedores <sup>3)</sup>
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>			Resto de sectores	
						Total	IFM	Otras sociedades financieras		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1999	72,0	2,9	14,5	4,3	50,4	48,7	25,4	13,7	9,7	23,3
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	44,0	22,1	12,3	9,6	25,2
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	41,8	20,6	11,0	10,2	26,4
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	40,0	19,4	10,6	10,0	28,0
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,3	19,6	11,0	8,6	29,8
2004	69,5	2,2	12,0	5,0	50,3	37,5	18,5	10,7	8,3	31,9
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,2	35,5	17,2	11,1	7,1	34,6
2006	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2	33,8	17,4	9,4	7,0	34,4
2007	65,9	2,2	10,8	4,2	48,8	32,1	16,8	8,6	6,7	33,9
2008	69,3	2,3	10,9	6,7	49,4	32,5	17,2	8,2	7,1	36,8

### 2. Zona del euro – Por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitado por <sup>4)</sup>				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
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,6	7,0	13,5	27,8	30,6	69,9	2,0
2000	69,2	58,1	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,2	13,4	27,8	28,1	67,4	1,8
2001	68,2	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,7	1,5
2002	68,0	56,7	6,2	4,7	0,4	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,7	1,3
2003	69,1	57,0	6,5	5,0	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,5	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,0	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,2	4,6	14,8	25,6	29,7	69,1	1,0
2006	68,2	55,9	6,5	5,3	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,7	0,6
2007	65,9	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,5	4,3	14,2	22,7	29,1	65,4	0,5
2008	69,3	57,1	6,6	5,2	0,4	10,2	59,1	4,5	17,8	22,2	29,3	68,6	0,7

### 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
2005	92,1	68,0	27,6	100,0	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	70,2	51,8	63,9	63,6	27,0	34,2	41,8
2006	88,1	67,6	25,0	97,1	39,6	63,7	106,5	64,6	6,6	63,6	47,4	62,2	64,7	26,7	30,5	39,3
2007	84,2	65,0	25,1	95,6	36,1	63,8	103,5	58,3	6,6	62,0	45,5	59,5	63,6	23,3	29,3	35,2
2008	89,8	65,9	44,1	99,2	39,7	67,4	105,8	48,4	13,5	63,8	58,2	62,6	66,3	22,5	27,7	34,1

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	Efectos de valoración <sup>3)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>5)</sup>	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores <sup>6)</sup>
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2000	1,1	1,2	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,2
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	1,5	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,4	-0,5	-0,1	2,5
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,6
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,3	0,1	3,3
2005	3,1	3,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,7	-0,6	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	1,0	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	0,0	0,2	-0,3	1,1
2008	5,2	5,1	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	2,0	1,3	0,9	-0,2	3,8

#### 2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-)/superávit (+) <sup>7)</sup>	Ajuste entre déficit y deuda <sup>8)</sup>											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros <sup>9)</sup>
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones <sup>10)</sup>	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	1,1	-0,1	1,0	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
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	-0,1	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	0,1	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	0,5	0,6	0,3	0,0	0,3	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,2	-2,0	3,2	3,1	0,8	0,7	0,7	0,8	-0,1	0,7	0,1	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 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 <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003 III	42,7	42,2	10,8	12,6	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
IV	49,2	48,2	13,1	14,1	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,7
2004 I	41,4	40,9	9,6	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,1
II	44,8	44,0	12,0	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,7
III	42,8	42,3	10,6	12,8	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
IV	49,0	48,0	12,9	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,7
2005 I	42,0	41,5	9,9	13,0	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,5
II	44,4	43,8	11,7	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,2
III	43,4	42,7	11,0	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,5
IV	49,0	48,3	13,4	14,2	16,1	2,9	0,8	0,7	0,3	43,9
2006 I	42,4	42,0	10,2	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	38,9
II	45,5	45,0	12,4	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,2
III	43,7	43,2	11,5	13,0	15,2	2,0	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	49,3	48,7	14,0	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,4
2007 I	42,2	41,8	10,3	13,5	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
II	45,8	45,3	12,8	13,4	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	41,5
III	43,7	43,2	12,0	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	49,7	49,2	14,4	14,2	15,8	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	38,7
II	45,1	44,7	12,8	12,8	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	40,9
III	43,1	42,7	11,8	12,4	15,1	1,9	0,8	0,4	0,3	39,5
IV	48,8	48,3	13,6	13,6	16,2	3,0	1,0	0,5	0,3	43,6
2009 I	42,3	42,1	10,5	12,5	15,5	1,8	1,0	0,2	0,2	38,7
II	44,6	44,0	11,7	12,5	15,6	2,0	1,5	0,6	0,5	40,2
III	42,5	42,2	10,7	12,4	15,6	2,0	0,8	0,3	0,3	39,0

### 2. Zona del euro – Empleos y déficit/superávit (datos trimestrales)

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital				
	1	2	3	4	5					6	7	8	9
2003 III	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,4	-1,1
IV	51,0	46,2	11,1	5,7	3,1	26,4	22,8	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,4	43,0	10,3	4,6	3,2	24,9	21,3	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
II	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,7	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,5
III	46,1	42,7	9,9	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,3	-0,1
IV	50,8	45,6	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 I	46,8	43,1	10,3	4,6	3,1	25,1	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,7
II	46,1	42,7	10,2	4,9	3,2	24,4	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,5
III	45,8	42,3	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,4	0,6
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	1,3
2006 I	45,3	42,2	10,0	4,6	2,9	24,7	21,1	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
II	45,4	42,2	10,2	4,9	3,1	24,0	21,0	1,1	3,2	2,3	1,0	0,1	3,1
III	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,4	1,0	-1,6	1,3
IV	50,3	45,0	10,7	5,7	2,7	25,8	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-1,0	1,7
2007 I	44,3	41,2	9,8	4,5	2,9	23,9	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
II	44,6	41,4	9,9	4,8	3,2	23,5	20,5	1,1	3,2	2,3	0,8	1,2	4,3
III	44,6	41,2	9,6	4,7	3,0	23,9	20,7	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,9	2,0
IV	50,3	45,2	10,7	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,4	1,8	-0,6	2,2
2008 I	44,7	41,5	9,8	4,6	2,9	24,2	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,5	0,5
II	45,3	41,9	10,1	4,9	3,1	23,7	20,6	1,1	3,4	2,3	1,1	-0,2	3,0
III	45,4	41,9	9,7	4,8	3,0	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,1	-2,3	0,7
IV	51,7	46,7	11,0	6,0	2,8	26,9	23,0	1,4	5,1	3,4	1,7	-3,0	-0,2
2009 I	48,3	44,9	10,5	5,2	2,9	26,2	22,4	1,3	3,4	2,1	1,2	-6,0	-3,1
II	49,8	46,0	10,9	5,5	3,1	26,5	23,0	1,3	3,9	2,7	1,2	-5,3	-2,1
III	48,8	45,1	10,3	5,2	2,7	26,9	23,3	1,4	3,7	2,6	1,1	-6,3	-3,5

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 <sup>1)</sup>

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2006 IV	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2
2007 I	68,4	2,4	11,5	4,7	49,9
II	68,6	2,2	11,2	5,1	50,2
III	67,6	2,1	11,0	5,1	49,4
IV	65,9	2,2	10,8	4,2	48,8
2008 I	66,9	2,1	11,1	5,0	48,7
II	67,2	2,1	11,0	4,9	49,1
III	67,1	2,1	10,8	5,5	48,6
IV	69,3	2,3	10,9	6,7	49,4
2009 I	72,7	2,3	11,0	7,9	51,6
II	75,9	2,4	11,5	8,4	53,6
III	77,6	2,3	11,6	9,2	54,5

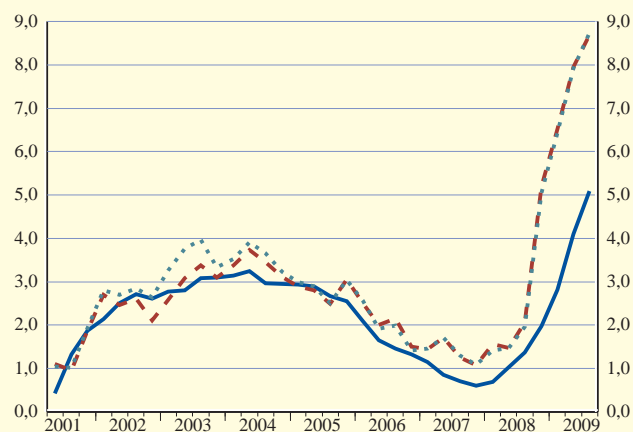
### 2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	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			
2006 IV	-2,9	-1,0	-3,9	-2,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-1,3	-2,8
2007 I	4,5	-2,1	2,3	2,0	1,0	0,0	0,6	0,2	-0,7	1,1	5,2
II	4,2	1,2	5,3	5,0	4,1	0,0	0,6	0,4	0,6	-0,3	3,5
III	-0,6	-0,9	-1,5	-1,5	-2,1	0,1	0,4	0,0	0,1	-0,1	-0,7
IV	-3,4	-0,6	-4,0	-2,9	-1,9	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	-1,1	-3,4
2008 I	6,3	-2,5	3,8	3,1	1,9	0,0	0,9	0,3	-0,1	0,7	6,3
II	3,7	-0,2	3,5	3,4	1,8	0,3	1,1	0,1	0,0	0,0	3,7
III	1,9	-2,3	-0,4	-0,9	-1,6	0,0	0,1	0,6	0,5	0,0	1,4
IV	8,8	-3,0	5,9	6,5	1,1	2,6	0,8	2,0	0,1	-0,7	8,7
2009 I	11,9	-6,0	5,9	5,4	4,9	-0,1	-0,2	0,9	-0,3	0,7	12,2
II	9,4	-5,3	4,1	3,5	1,9	-0,7	1,0	1,3	-0,2	0,8	9,6
III	4,7	-6,3	-1,6	-2,9	-3,2	0,8	-0,1	-0,4	0,2	1,1	4,5

#### C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

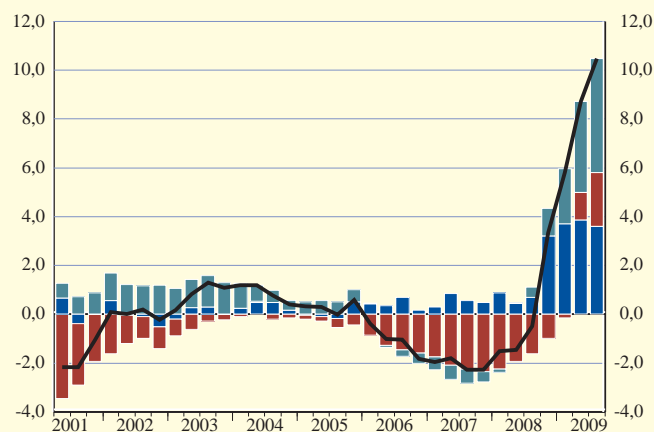
- Déficit
- - - Variaciones de la deuda
- ... Necesidad de financiación



#### 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

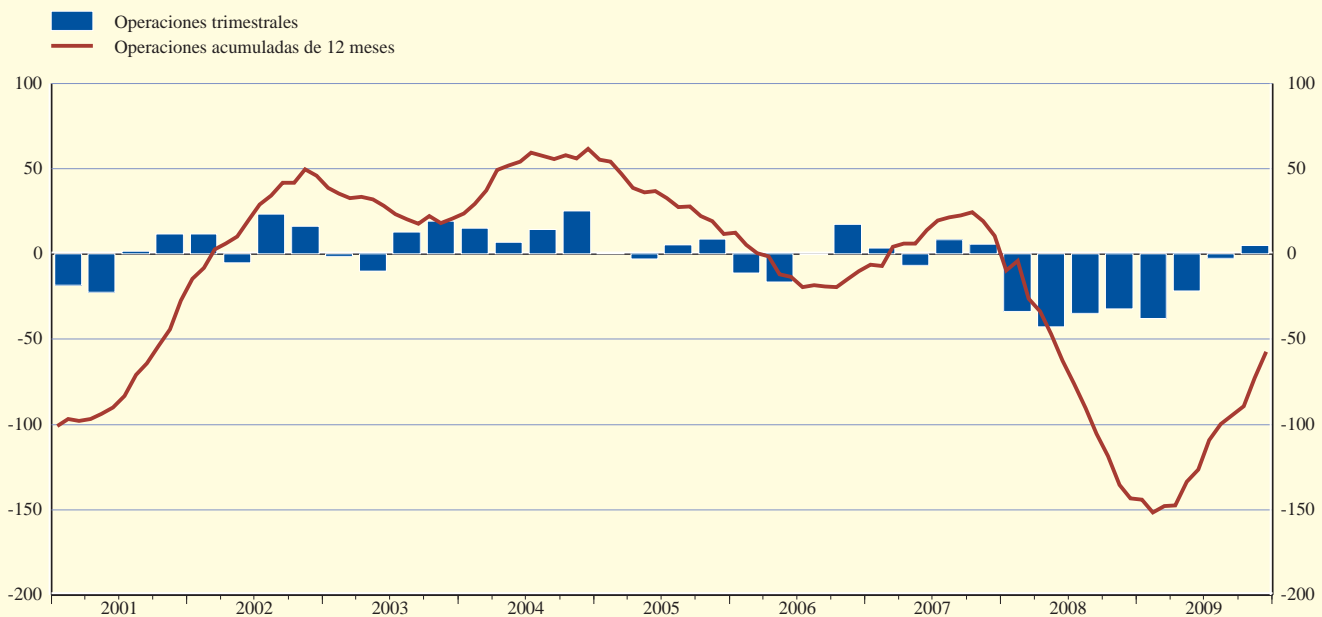
### 7.1 Resumen de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

(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	10,6	46,0	48,3	2,8	-86,4	5,0	15,7	-1,2	-72,9	151,3	-64,6	-9,9	-5,1	-14,4
2008	-143,3	-11,4	40,6	-74,4	-98,1	10,0	-133,3	163,9	-189,0	350,5	-65,7	72,1	-3,9	-30,7
2009	-57,5	36,1	30,7	-32,8	-91,5	7,6	-49,9	81,8	-90,9	342,1	13,0	-185,0	2,7	-32,0
2008 IV	-32,2	-1,9	7,1	-11,7	-25,7	1,7	-30,5	41,5	-61,1	152,7	-13,3	-36,1	-0,5	-11,0
2009 I	-38,0	-7,7	0,5	-2,3	-28,4	1,4	-36,6	55,8	-58,8	129,9	-5,3	-15,7	5,7	-19,1
II	-21,7	13,1	7,3	-25,1	-16,9	2,2	-19,5	13,9	-4,3	82,8	18,8	-81,0	-2,4	5,5
III	-2,7	13,3	12,8	-5,8	-22,9	1,5	-1,2	14,0	-24,3	83,4	-4,2	-41,3	0,3	-12,8
IV	4,8	17,5	10,2	0,4	-23,3	2,5	7,4	-1,8	-3,6	46,1	3,6	-47,1	-0,9	-5,6
2008 Dic	-5,7	-0,2	3,8	-3,8	-5,5	-0,1	-5,7	16,1	-2,8	1,4	-3,7	13,4	7,9	-10,3
2009 Ene	-24,0	-10,6	0,2	-3,2	-10,4	0,2	-23,8	31,8	-22,8	-6,4	3,4	52,4	5,3	-8,0
Feb	-5,4	-0,1	0,4	0,0	-5,6	0,5	-4,9	11,2	-11,7	67,3	-1,3	-44,3	1,2	-6,3
Mar	-8,6	3,0	-0,2	0,9	-12,3	0,7	-7,9	12,7	-24,3	69,0	-7,3	-23,8	-0,8	-4,9
Abr	-10,8	4,1	1,7	-7,9	-8,7	1,7	-9,1	12,4	6,6	-0,6	9,1	-2,9	0,1	-3,3
May	-13,7	2,2	3,0	-12,2	-6,7	0,3	-13,5	13,0	10,9	37,9	9,2	-42,8	-2,2	0,5
Jun	2,9	6,9	2,6	-5,0	-1,6	0,3	3,2	-11,5	-21,8	45,5	0,6	-35,3	-0,4	8,4
Jul	9,1	13,6	5,1	-2,6	-7,0	0,9	10,1	-13,0	0,9	-22,9	6,5	6,2	-3,7	3,0
Ago	-6,0	-1,8	3,9	0,2	-8,3	0,6	-5,4	-6,0	4,8	26,5	-9,3	-28,7	0,8	11,3
Sep	-5,9	1,4	3,8	-3,4	-7,7	0,0	-5,9	33,0	-29,9	79,8	-1,4	-18,9	3,3	-27,1
Oct	-3,9	6,2	4,0	0,5	-14,6	0,3	-3,6	4,5	-2,0	17,1	0,9	-11,0	-0,6	-0,8
Nov	-0,6	6,0	2,0	-1,4	-7,2	1,2	0,5	-0,6	0,7	-16,9	-0,2	15,3	0,3	0,1
Dic	9,4	5,3	4,3	1,3	-1,5	1,1	10,5	-5,7	-2,4	45,9	2,8	-51,4	-0,6	-4,8
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2009 Dic	-57,5	36,1	30,7	-32,8	-91,5	7,6	-49,9	81,8	-90,9	342,1	13,0	-185,0	2,7	-32,0

### C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

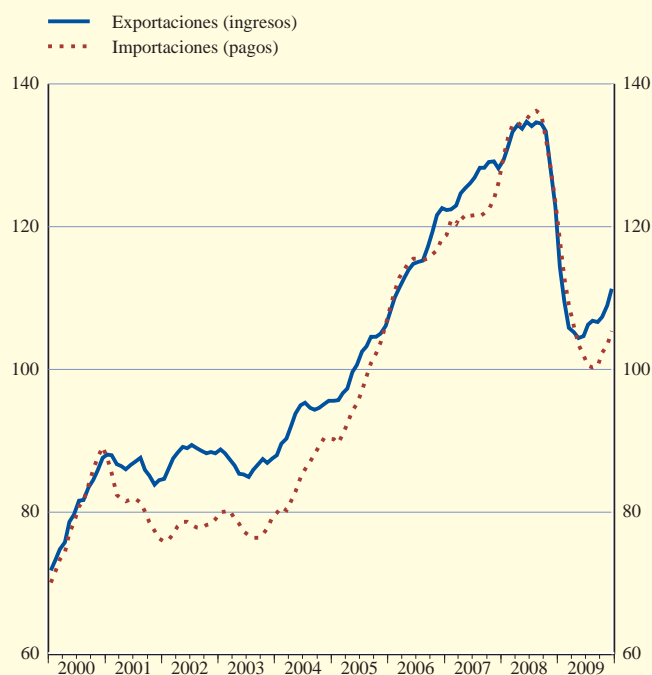
(mm de euros; operaciones)

### 1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes			Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos			Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Remesas de trabajadores	12	Remesas de trabajadores	13	14
2007	2.697,0	2.686,3	10,6	1.516,5	1.470,5	491,8	443,5	597,4	594,7	91,3	6,4	177,7	20,6	25,7	20,7
2008	2.744,9	2.888,1	-143,3	1.581,0	1.592,4	509,9	469,2	565,1	639,6	88,8	6,7	186,9	21,4	24,2	14,2
2009	2.275,6	2.333,1	-57,5	1.288,8	1.252,7	466,1	435,4	434,0	466,8	86,7	.	178,3	.	18,4	10,7
2008 IV	674,0	706,2	-32,2	379,5	381,3	128,0	120,9	139,6	151,3	27,0	1,8	52,7	5,6	5,3	3,7
2009 I	561,1	599,1	-38,0	307,8	315,6	108,8	108,3	118,8	121,1	25,7	1,4	54,1	5,0	4,1	2,7
II	559,5	581,1	-21,7	312,1	299,0	113,2	106,0	113,1	138,2	21,1	1,5	38,0	5,4	5,0	2,8
III	559,8	562,5	-2,7	322,9	309,7	124,0	111,2	98,3	104,1	14,6	1,6	37,6	5,5	3,8	2,3
IV	595,3	590,4	4,8	346,0	328,5	120,2	109,9	103,9	103,4	25,3	.	48,6	.	5,5	3,0
2009 Oct	194,8	198,7	-3,9	117,6	111,4	40,2	36,2	33,0	32,5	4,0	.	18,6	.	1,1	0,8
Nov	191,3	192,0	-0,6	114,8	108,8	36,7	34,8	32,1	33,5	7,7	.	14,9	.	2,0	0,9
Dic	209,2	199,8	9,4	113,6	108,3	43,2	38,9	38,7	37,5	13,6	.	15,1	.	2,4	1,3
Datos desestacionalizados															
2008 IV	650,5	693,2	-42,8	368,4	370,2	125,7	118,1	134,7	156,5	21,7	.	48,4	.	.	.
2009 I	581,5	618,9	-37,4	317,6	327,2	119,4	113,7	123,1	132,2	21,5	.	45,8	.	.	.
II	564,1	578,3	-14,1	314,0	305,7	115,0	109,5	111,8	117,8	23,4	.	45,2	.	.	.
III	555,6	559,9	-4,2	319,8	301,3	114,4	105,7	100,0	110,7	21,4	.	42,2	.	.	.
IV	572,0	575,3	-3,2	333,7	316,0	117,2	106,5	99,5	106,6	21,6	.	46,1	.	.	.
2009 Jul	187,9	184,2	3,7	108,7	98,3	38,5	34,8	33,9	37,6	6,8	.	13,5	.	.	.
Ago	184,5	186,5	-2,0	105,4	100,7	37,8	34,8	34,1	36,4	7,1	.	14,6	.	.	.
Sep	183,2	189,1	-5,9	105,7	102,3	38,1	36,1	32,0	36,7	7,5	.	14,1	.	.	.
Oct	188,4	193,0	-4,6	110,9	103,8	38,5	34,8	33,3	35,4	5,6	.	19,0	.	.	.
Nov	191,6	192,2	-0,5	110,3	104,1	38,6	36,1	32,7	36,1	10,0	.	15,8	.	.	.
Dic	192,0	190,1	1,9	112,5	108,1	40,0	35,6	33,5	35,2	6,1	.	11,3	.	.	.

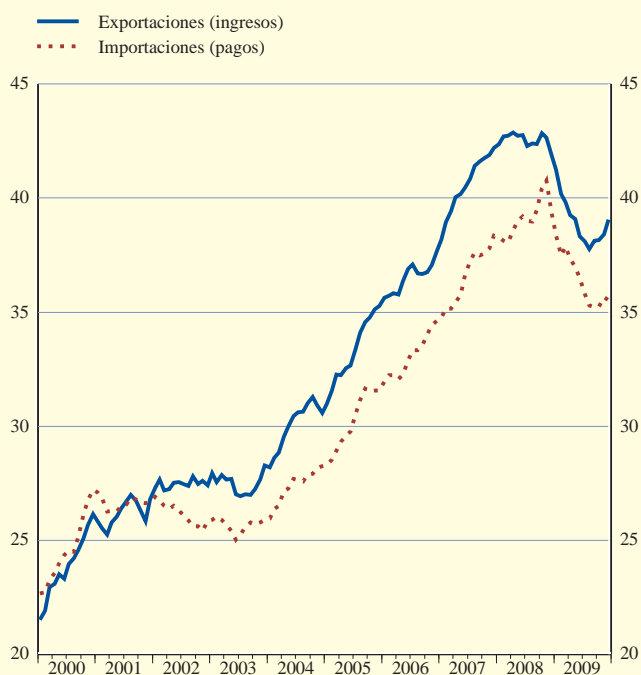
### C31 Bienes

(mm de euros; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



### C32 Servicios

(mm de euros; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



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 dist. de acc.			Acciones y participaciones		Valores dist. de acc.		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	
2006	17,4	9,8	482,5	472,8	184,3	40,3	114,5	37,5	20,6	20,2	39,2	96,3	103,6	91,5	134,9	150,4
2007	18,8	10,2	578,6	584,5	208,8	72,7	139,1	46,1	26,4	24,9	45,4	113,2	118,8	110,9	179,3	196,4
2008	19,1	10,5	546,0	629,1	163,6	30,5	153,8	58,2	30,3	25,5	42,9	120,5	123,9	127,8	185,3	201,4
2008 III	4,6	3,1	133,5	147,8	39,0	10,7	37,7	20,3	7,1	6,2	10,2	23,2	32,1	31,0	45,1	49,8
IV	4,9	2,7	134,7	148,6	38,4	2,9	38,4	12,8	8,7	6,4	8,3	20,2	30,8	33,6	48,4	50,0
2009 I	4,7	2,0	114,1	119,1	37,9	12,1	28,4	17,2	5,5	5,9	6,5	13,0	25,8	36,3	38,3	35,6
II	4,6	2,6	108,4	135,6	35,2	4,4	27,5	5,3	5,9	6,1	8,7	36,6	24,2	35,6	34,4	29,6
III	4,6	3,0	93,7	101,1	31,3	9,5	27,7	11,9	4,4	4,7	6,6	13,4	24,7	33,9	26,7	21,4

### 3. Desagregación geográfica

(operaciones acumuladas)

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
IV 2008 a III 2009	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>Ingresos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	2.354,4	833,8	49,3	68,5	417,2	238,8	60,0	34,4	31,3	82,6	27,8	48,8	75,7	171,6	331,1	717,4
Bienes	1.322,3	441,1	29,4	41,9	188,7	181,0	0,1	18,7	16,1	65,2	20,6	29,7	55,1	84,8	160,1	430,9
Servicios	474,0	158,1	11,3	12,4	101,7	27,4	5,3	7,0	6,5	13,5	5,6	10,3	12,7	47,9	72,7	139,7
Renta	469,7	170,3	7,9	12,7	115,1	27,4	7,2	8,5	7,9	3,6	1,5	8,5	7,5	32,3	92,7	136,9
Rentas de la inversión	450,9	163,8	7,8	12,6	113,4	26,7	3,2	8,5	7,9	3,6	1,5	8,5	7,5	25,3	90,9	133,6
Transferencias corrientes	88,4	64,3	0,7	1,4	11,7	3,0	47,5	0,2	0,7	0,3	0,1	0,3	0,4	6,6	5,6	9,9
<b>Cuenta de capital</b>	18,2	15,5	0,0	0,0	1,0	0,1	14,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5	1,6	
<b>Pagos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	2.448,9	781,7	42,5	70,8	361,0	208,1	99,3	-	26,0	-	-	87,6	-	161,8	349,5	-
Bienes	1.305,5	367,8	27,3	39,1	142,2	159,3	0,0	22,2	11,2	162,3	18,5	44,3	78,8	74,4	127,2	398,7
Servicios	446,4	137,3	7,6	11,0	85,4	33,0	0,2	5,4	5,8	10,6	4,5	7,7	7,7	38,0	96,9	132,5
Renta	514,7	166,7	6,7	19,6	121,8	11,3	7,3	-	7,3	-	-	35,1	-	43,5	119,6	-
Rentas de la inversión	504,3	160,6	6,6	19,5	120,3	6,9	7,2	-	7,2	-	-	35,0	-	43,0	118,8	-
Transferencias corrientes	182,4	110,0	0,9	1,1	11,6	4,5	91,9	1,4	1,7	2,8	0,7	0,5	0,5	5,8	5,7	53,1
<b>Cuenta de capital</b>	11,4	2,3	0,0	0,1	1,0	0,2	1,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,8	7,1
<b>Neto</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	-94,6	52,0	6,9	-2,3	56,2	30,7	-39,3	-	5,2	-	-	-38,8	-	9,9	-18,5	-
Bienes	16,7	73,3	2,1	2,9	46,5	21,7	0,1	-3,5	4,9	-97,1	2,1	-14,6	-23,7	10,5	32,8	32,2
Servicios	27,6	20,8	3,7	1,4	16,3	-5,7	5,1	1,6	0,7	2,8	1,1	2,6	5,0	9,9	-24,2	7,2
Renta	-44,9	3,6	1,2	-6,9	-6,8	16,1	-0,1	-	0,6	-	-	-26,6	-	-11,3	-27,0	-
Rentas de la inversión	-53,4	3,2	1,2	-7,0	-6,8	19,8	-4,0	-	0,7	-	-	-26,5	-	-17,7	-27,9	-
Transferencias corrientes	-93,9	-45,6	-0,1	0,3	0,1	-1,5	-44,4	-1,2	-1,0	-2,6	-0,6	-0,2	-0,1	0,8	-0,1	-43,3
<b>Cuenta de capital</b>	6,8	13,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	13,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-5,4

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 <sup>1)</sup>			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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2005	10.838,5	11.554,1	-715,6	133,0	141,8	-8,8	2.790,8	2.444,3	3.887,5	5.057,8	-21,4	3.861,5	4.052,0	320,1
2006	12.384,0	13.399,8	-1.015,8	144,8	156,7	-11,9	3.153,4	2.729,4	4.372,1	5.950,0	-20,8	4.553,4	4.720,4	325,8
2007	13.906,9	15.155,8	-1.248,9	154,5	168,4	-13,9	3.572,8	3.130,7	4.631,6	6.556,5	-26,0	5.381,3	5.468,6	347,2
2008	13.312,5	14.949,2	-1.636,7	143,7	161,4	-17,7	3.744,4	3.217,0	3.763,9	6.078,6	-36,2	5.466,1	5.653,6	374,2
2009 II	13.314,9	14.831,4	-1.516,5	146,5	163,2	-16,7	4.011,7	3.296,7	3.896,2	6.299,9	-58,2	5.083,7	5.234,7	381,5
III	13.412,7	14.971,0	-1.558,2	148,7	166,0	-17,3	4.063,9	3.356,6	4.052,1	6.611,2	-60,5	4.926,4	5.003,1	430,9
<b>Variaciones de los saldos vivos</b>														
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	1.545,5	1.845,7	-300,2	18,1	21,6	-3,5	362,6	285,1	484,6	892,2	0,6	691,9	668,4	5,7
2007	1.522,9	1.756,0	-233,1	16,9	19,5	-2,6	419,4	401,3	259,5	606,5	-5,2	827,9	748,1	21,4
2008	-594,4	-206,6	-387,8	-6,4	-2,2	-4,2	171,7	86,3	-867,7	-478,0	-10,2	84,8	185,1	27,0
2009 II	204,5	68,1	136,3	9,1	3,0	6,1	174,1	59,0	257,8	284,3	-7,5	-205,7	-275,1	-14,2
III	97,8	139,6	-41,8	4,4	6,3	-1,9	52,2	59,9	155,9	311,3	-2,3	-157,3	-231,6	49,4
<b>Operaciones</b>														
2006	1.728,3	1.719,1	9,1	20,2	20,1	0,1	417,6	257,4	519,8	708,5	0,6	788,9	753,2	1,3
2007	1.940,9	1.939,7	1,2	21,6	21,5	0,0	481,2	408,3	436,7	587,9	64,6	953,4	943,4	5,1
2008	480,6	644,5	-163,9	5,2	7,0	-1,8	326,5	137,5	-9,0	341,5	65,7	93,4	165,5	3,9
2009	-195,8	-114,1	-81,7	-2,2	-1,3	-0,9	299,4	208,5	50,0	392,0	-13,0	-529,5	-714,6	-2,7
2009 II	-2,1	11,8	-13,9	-0,1	0,5	-0,6	97,5	93,2	62,2	145,0	-18,8	-145,4	-226,4	2,4
III	-9,9	4,1	-14,0	-0,4	0,2	-0,6	59,2	35,0	42,0	125,3	4,2	-115,0	-156,3	-0,3
IV	20,4	18,6	1,8	0,9	0,8	0,1	42,6	39,0	17,0	63,1	-3,6	-36,4	-83,5	0,9
2009 Ago	31,0	25,0	6,0	.	.	.	15,0	19,8	45,8	72,3	9,3	-38,3	-67,0	-0,8
Sep	-20,6	12,4	-33,0	.	.	.	30,2	0,3	-24,8	55,1	1,4	-24,1	-42,9	-3,3
Oct	87,5	91,9	-4,5	.	.	.	27,9	26,0	15,7	32,8	-0,9	44,1	33,1	0,6
Nov	28,4	27,8	0,6	.	.	.	9,0	9,7	10,9	-6,0	0,2	8,7	24,1	-0,3
Dic	-95,5	-101,1	5,7	.	.	.	5,7	3,3	-9,6	36,3	-2,8	-89,3	-140,7	0,6
<b>Otros flujos</b>														
2005	851,4	749,6	101,7	10,5	9,2	1,2	163,7	56,5	426,3	487,7	-1,4	205,7	205,4	57,1
2006	-182,7	126,6	-309,3	-2,1	1,5	-3,6	-55,0	27,7	-35,2	183,7	0,0	-97,0	-84,8	4,4
2007	-418,0	-183,7	-234,3	-4,6	-2,0	-2,6	-61,8	-7,0	-177,2	18,6	-69,8	-125,5	-195,3	16,3
2008	-1.075,0	-851,1	-223,9	-11,6	-9,2	-2,4	-154,9	-51,2	-858,7	-819,5	-75,9	-8,6	19,6	23,1
<b>Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio</b>														
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	-227,3	-116,0	-4,0	-2,7	-1,4	-72,1	-4,2	-151,7	-99,9	.	-105,7	-123,2	-13,9
2007	-533,1	-293,0	-240,1	-5,9	-3,3	-2,7	-113,3	-5,9	-221,2	-107,5	.	-185,0	-179,5	-13,7
2008	-43,6	64,7	-108,2	-0,5	0,7	-1,2	-17,3	-0,2	-1,5	47,4	.	-34,0	17,5	9,2
<b>Otros flujos debidos a variaciones de los precios</b>														
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
<b>Otros flujos debidos a otros ajustes</b>														
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	-128,0	55,5	-183,5	-1,5	0,6	-2,1	-28,3	-1,6	-109,6	18,6	.	8,7	38,4	1,2
2007	32,7	-15,4	48,1	0,4	-0,2	0,5	5,0	-13,6	-31,0	13,9	.	59,5	-15,7	-0,8
2008	-17,6	186,3	-203,9	-0,2	2,0	-2,2	18,0	87,4	-53,6	96,8	.	25,4	2,1	-7,3
<b>Tasas de crecimiento de los saldos vivos</b>														
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	14,4	-	.	.	.	15,3	14,9	10,0	9,8	.	21,0	20,0	1,6
2008	3,4	4,3	-	.	.	.	9,2	4,4	-0,5	5,4	.	1,7	3,1	1,1
2009 II	-2,9	-1,5	-	.	.	.	9,4	6,1	-5,6	3,9	.	-9,0	-11,2	-1,2
III	-3,9	-2,8	-	.	.	.	8,2	4,8	-3,0	5,2	.	-12,6	-15,0	-0,9
IV	-1,5	-0,8	-	.	.	.	8,0	6,5	1,3	6,5	.	-9,7	-12,5	-0,8

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)

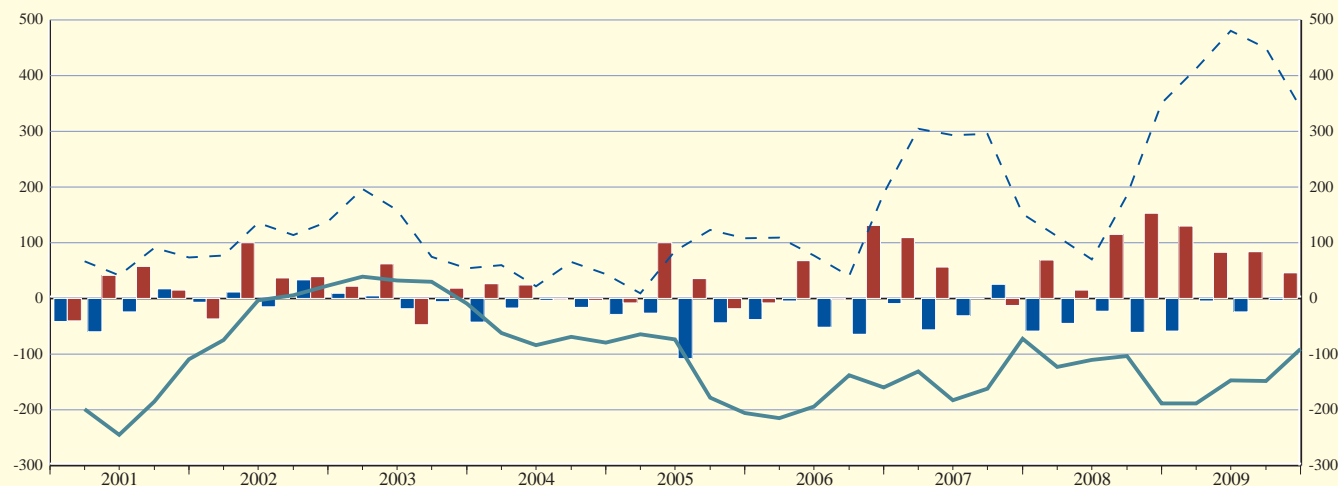
### 2. Inversiones directas

	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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
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 II	4.011,7	3.147,3	265,1	2.882,2	864,4	10,4	854,0	3.296,7	2.478,5	70,7	2.407,8	818,3	16,6	801,6
III	4.063,9	3.177,5	262,8	2.914,7	886,4	10,4	876,1	3.356,6	2.537,7	74,5	2.463,2	819,0	15,3	803,6
<b>Operaciones</b>														
2008	326,5	198,1	2,2	195,9	128,4	-0,2	128,6	137,5	91,3	-1,0	92,2	46,2	1,6	44,6
2009	299,4	208,8	27,5	181,2	90,7	2,3	88,4	208,5	196,0	6,0	190,0	12,5	-0,5	13,0
2009 II	97,5	78,2	8,9	69,3	19,3	0,6	18,7	93,2	76,7	1,3	75,3	16,5	0,4	16,1
III	59,2	32,4	0,3	32,1	26,8	0,2	26,6	35,0	36,7	2,4	34,3	-1,7	-1,1	-0,6
IV	42,6	42,6	-2,0	44,6	0,0	0,6	-0,6	39,0	38,7	1,1	37,6	0,3	0,0	0,3
2009 Ago	15,0	10,9	1,6	9,3	4,2	0,3	3,9	19,8	15,7	0,4	15,3	4,1	-0,6	4,6
Sep	30,2	15,3	-3,7	19,0	14,9	0,0	14,9	0,3	6,4	0,9	5,5	-6,1	-0,1	-6,0
Oct	27,9	24,3	-0,6	24,9	3,6	0,3	3,3	26,0	16,6	0,3	16,3	9,4	0,1	9,3
Nov	9,0	9,7	0,6	9,1	-0,8	0,2	-1,0	9,7	7,9	0,5	7,4	1,8	-0,1	1,9
Dic	5,7	8,5	-2,1	10,6	-2,8	0,0	-2,9	3,3	14,2	0,4	13,9	-10,9	0,0	-10,8
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2007	15,3	14,6	11,3	14,9	18,5	-55,0	18,7	14,9	14,8	8,3	15,0	15,3	6,3	15,5
2008	9,2	6,9	0,8	7,5	18,8	-1,6	19,1	4,4	3,8	-1,4	4,0	6,4	9,9	6,3
2009 II	9,4	8,0	7,6	8,0	14,8	5,7	14,8	6,1	7,7	4,6	7,8	1,6	4,9	1,5
III	8,2	6,6	11,9	6,1	14,2	14,0	14,2	4,8	7,5	6,9	7,5	-2,7	-4,3	-2,7
IV	8,0	7,0	11,7	6,6	11,3	24,4	11,2	6,5	8,2	8,4	8,2	1,5	-3,3	1,6

## C33 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)

- Inversiones directas (operaciones trimestrales)
- Inversiones de cartera (operaciones trimestrales)
- Inversiones directas (operaciones acumuladas de 12 meses)
- - - Inversiones de cartera (operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 3. Inversiones de cartera: Activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		Instrumentos del mercado monetario						
				Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP	Total	IFM	No IFM				
												Euro-sistema	AAPP	Total	IFM	AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>																
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 II	3.896,2	1.216,2	66,4	3,0	1.149,8	29,2	2.251,1	929,3	17,3	1.321,8	38,7	429,0	351,3	55,3	77,7	1,5
III	4.052,1	1.361,9	74,6	3,1	1.287,3	31,4	2.269,9	927,4	16,8	1.342,6	37,7	420,2	341,8	45,0	78,4	1,4
<b>Operaciones</b>																
2008	-9,0	-101,8	-37,9	0,6	-63,9	0,1	95,4	43,9	3,3	51,5	2,6	-2,5	26,8	15,1	-29,4	0,4
2009	50,0	31,8	1,1	-0,2	30,7	.	27,7	-95,5	-2,7	123,2	.	-9,5	-4,2	-14,2	-5,2	.
2009 II	62,2	9,3	-0,3	0,0	9,5	0,3	32,9	-33,7	0,1	66,6	20,8	20,1	12,5	-1,8	7,5	-0,3
III	42,0	36,7	3,4	0,0	33,3	-0,4	27,4	-7,0	-0,5	34,4	-2,0	-22,2	-10,3	-11,8	-11,9	-0,2
IV	17,0	23,9	3,6	-0,2	20,3	.	23,4	-5,6	0,1	29,1	.	-30,4	-28,1	-0,2	-2,3	.
2009 Ago	45,8	12,3	0,9	0,0	11,3	.	37,3	14,3	0,0	23,0	.	-3,8	-3,0	-5,7	-0,8	.
Sep	-24,8	8,1	0,5	0,0	7,6	.	-22,7	-12,7	-1,1	-10,0	.	-10,2	0,8	-4,3	-11,0	.
Oct	15,7	8,0	1,8	0,0	6,2	.	4,2	-3,9	0,6	8,1	.	3,5	2,3	3,3	1,1	.
Nov	10,9	8,7	-0,8	-0,2	9,4	.	20,0	2,8	0,3	17,2	.	-17,8	-16,9	1,6	-0,8	.
Dic	-9,6	7,3	2,5	0,1	4,7	.	-0,8	-4,6	-0,7	3,7	.	-16,1	-13,5	-5,1	-2,6	.
<b>Tasas de crecimiento</b>																
2007	10,0	3,3	22,2	-0,5	2,0	21,3	14,0	16,7	38,9	12,0	23,3	23,1	23,7	272,7	25,8	277,4
2008	-0,5	-6,1	-29,7	24,6	-4,4	0,2	4,3	4,5	20,4	4,0	15,6	-0,5	9,1	41,9	-32,1	70,8
2009 II	-5,6	-8,5	-15,3	14,9	-8,1	-0,9	-3,0	-10,3	-12,8	2,9	110,0	-10,4	-7,0	-18,6	-24,2	39,2
III	-3,0	-3,1	-8,5	12,4	-2,8	-3,5	-2,5	-10,6	-18,6	4,0	89,3	-6,9	0,0	-30,8	-32,5	49,3
IV	1,3	2,3	0,6	-7,1	2,4	.	1,2	-9,7	-13,3	10,0	.	-2,9	-2,2	-24,6	-7,0	.

#### 4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones								
		Total	IFM	No IFM	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario					
					Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>													
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 II	6.299,9	2.282,7	679,0	1.603,7	3.511,9	1.197,2	2.314,7	1.425,6	505,3	79,2	426,1	359,3	
III	6.611,2	2.528,8	713,7	1.815,1	3.523,8	1.179,0	2.344,8	1.448,9	558,6	78,2	480,4	421,7	
<b>Operaciones</b>													
2008	341,5	-124,8	93,4	-218,2	250,0	31,5	218,6	199,2	216,3	-2,5	218,9	185,7	
2009	392,1	89,2	-0,7	89,9	167,7	-10,7	178,4	.	135,3	25,9	109,4	.	
2009 II	145,0	47,8	3,4	44,4	44,6	-2,2	46,8	56,8	52,6	-2,6	55,2	54,1	
III	125,3	78,6	12,3	66,3	-12,9	-7,6	-5,3	-5,9	59,6	13,9	45,7	60,5	
IV	63,1	14,0	-12,0	26,0	45,5	10,1	35,5	.	3,6	26,0	-22,4	.	
2009 Ago	72,3	57,5	11,4	46,1	4,2	9,1	-4,8	.	10,5	-0,2	10,7	.	
Sep	55,1	-18,1	-5,4	-12,8	44,5	-13,2	57,7	.	28,6	20,5	8,2	.	
Oct	32,8	-26,1	-0,5	-25,6	37,0	12,5	24,5	.	21,9	2,3	19,7	.	
Nov	-6,0	-3,0	-2,4	-0,6	10,4	-4,1	14,4	.	-13,3	2,1	-15,4	.	
Dic	36,3	43,1	-9,0	52,2	-1,8	1,7	-3,5	.	-5,1	21,7	-26,8	.	
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2007	9,8	5,2	4,4	5,3	13,5	15,9	12,2	14,2	31,2	54,5	13,7	33,2	
2008	5,4	-5,4	16,0	-10,5	8,3	2,8	11,5	17,8	88,3	-2,0	202,0	246,5	
2009 II	3,9	-7,1	-0,4	-9,0	4,8	-4,6	10,4	17,7	99,3	-20,1	233,3	300,3	
III	5,2	-0,6	4,2	-1,9	2,8	-5,3	7,5	12,0	67,6	-5,9	113,9	177,6	
IV	6,5	4,0	-0,1	5,8	4,9	-0,8	8,1	.	30,6	36,2	32,1	.	

Fuente: BCE.

## 7.3 Cuenta financiera

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

### 5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos		
	1	2	3	4	5	6	7							8	9
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2007	5.381,3	36,9	35,6	1,4	3.354,4	3.283,2	71,2	107,8	12,7	48,8	13,7	1.882,1	196,2	1.518,5	476,5
2008	5.466,1	28,8	27,7	1,0	3.280,7	3.221,6	59,1	101,0	12,1	40,9	7,2	2.055,6	186,1	1.644,9	474,5
2009 II	5.083,7	27,9	27,7	0,3	2.966,4	2.930,5	35,9	103,2	12,1	42,0	11,2	1.986,1	188,9	1.559,3	414,1
III	4.926,4	22,8	22,5	0,3	2.823,3	2.790,0	33,2	109,1	11,9	48,4	8,6	1.971,3	190,5	1.544,3	446,2
Operaciones															
2008	93,4	-9,4	-9,4	0,0	-50,2	-65,5	15,3	-6,6	-1,1	-6,8	-5,8	159,6	2,5	97,6	-31,9
2009	-529,5	-1,6	.	.	-413,4	.	.	4,4	.	.	1,2	-118,9	.	.	-2,0
2009 II	-145,4	7,0	7,0	0,0	-90,0	-76,0	-13,9	-3,8	0,0	-4,5	-5,1	-58,6	5,3	-68,0	-16,7
III	-115,0	-6,6	-6,6	0,0	-83,5	-81,2	-2,3	-5,1	-0,3	-4,9	-3,9	-19,8	0,1	-15,8	26,1
IV	-36,4	6,2	.	.	-3,6	.	.	6,8	.	.	1,1	-45,8	.	.	-12,5
2009 Ago	-38,3	-2,5	.	.	-24,9	.	.	1,3	.	.	2,3	-12,2	.	.	14,9
Sep	-24,1	-1,8	.	.	-21,3	.	.	-1,9	.	.	-1,8	1,0	.	.	6,4
Oct	44,1	1,9	.	.	13,8	.	.	-0,3	.	.	-0,5	28,7	.	.	3,7
Nov	8,7	0,2	.	.	16,8	.	.	3,7	.	.	1,5	-11,9	.	.	-6,0
Dic	-89,3	4,1	.	.	-34,2	.	.	3,5	.	.	0,1	-62,7	.	.	-10,2
Tasas de crecimiento															
2007	21,0	157,3	173,7	-1,7	18,6	18,8	11,4	-6,4	-9,8	-12,4	-28,6	26,6	7,5	28,8	14,0
2008	1,7	-26,2	-26,9	5,0	-1,5	-2,0	21,6	-6,2	-8,9	-14,0	-44,4	8,6	1,2	6,5	-6,9
2009 II	-9,0	-28,7	-30,3	5,6	-14,1	-14,1	-17,1	-4,9	-3,3	-13,2	-35,7	0,1	-4,8	-0,8	-3,3
III	-12,6	-42,4	-43,8	6,0	-18,3	-18,4	-22,4	-2,3	-4,7	-6,6	-20,3	-2,6	-4,1	-2,7	3,3
IV	-9,7	-8,1	.	.	-12,6	.	.	3,7	.	.	14,3	-5,8	.	.	-0,3

### 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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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 II	5.234,7	313,4	308,4	5,0	3.587,6	3.551,2	36,4	58,8	0,0	55,0	3,9	1.274,9	182,3	973,2	119,4
III	5.003,1	264,3	263,8	0,6	3.437,7	3.401,0	36,8	59,7	0,0	55,9	3,8	1.241,3	179,1	952,9	109,4
Operaciones															
2008	165,5	280,7	280,6	0,1	-181,0	-191,9	10,9	9,5	0,0	11,0	-1,5	56,3	10,5	46,1	-0,3
2009	-714,6	-231,6	.	.	-343,9	.	.	-8,5	.	.	.	-130,5	.	.	.
2009 II	-226,4	-89,3	-91,1	1,8	-81,1	-69,7	-11,4	-2,4	0,0	-3,1	0,7	-53,6	4,4	-57,3	-0,7
III	-156,3	-43,5	-43,7	0,3	-79,1	-79,7	0,6	1,4	0,0	1,9	-0,5	-35,1	1,3	-24,6	-11,7
IV	-83,5	-16,7	.	.	-71,1	.	.	-3,8	.	.	.	8,1	.	.	.
2009 Ago	-67,0	-9,1	.	.	-44,6	.	.	0,3	.	.	.	-13,7	.	.	.
Sep	-42,9	-20,3	.	.	-3,5	.	.	1,2	.	.	.	-20,4	.	.	.
Oct	33,1	-8,3	.	.	14,7	.	.	5,9	.	.	.	20,8	.	.	.
Nov	24,1	-1,3	.	.	16,4	.	.	0,9	.	.	.	8,1	.	.	.
Dic	-140,7	-7,1	.	.	-102,2	.	.	-10,6	.	.	.	-20,8	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2007	20,0	79,2	79,4	-6,9	18,0	18,2	9,5	-1,9	27,4	-4,1	20,7	20,7	6,8	26,2	0,5
2008	3,1	141,3	141,4	20,8	-4,6	-4,9	17,3	18,3	-20,1	23,6	-27,9	4,3	6,6	4,5	-0,8
2009 II	-11,2	19,1	17,3	1.123,2	-14,9	-15,1	-9,6	10,5	41,1	11,3	-1,2	-6,5	-3,5	-7,6	-1,7
III	-15,0	-27,7	-29,0	916,8	-16,3	-16,4	-13,4	8,1	234,7	9,4	-11,1	-8,3	-2,8	-9,3	-8,6
IV	-12,5	-47,8	.	.	-9,1	.	.	-13,6	.	.	.	-9,5	.	.	.

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	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>																	
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5	5,6
2007	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,3	-38,5	5,3
2008	374,2	217,0	349,190	4,7	7,3	145,1	7,6	8,0	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,1	262,8	-245,7	5,5
2008 IV	374,2	217,0	349,190	4,7	7,3	145,1	7,6	8,0	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,1	262,8	-245,7	5,5
2009 I	395,7	240,4	349,059	4,8	8,4	142,1	8,4	3,7	129,9	0,6	108,6	20,7	0,1	0,1	155,4	-141,4	5,6
II	381,5	229,8	347,546	4,2	11,3	136,2	9,5	6,6	119,9	0,5	99,3	20,0	0,2	0,0	77,6	-65,6	5,4
III	430,9	236,1	347,200	49,8	11,7	133,2	12,7	7,1	113,2	0,5	89,8	22,9	0,2	0,0	56,7	-42,4	50,9
2009 Nov	464,2	271,7	347,166	49,6	10,3	132,6	11,8	8,4	112,2	-	-	-	0,2	0,0	39,5	-32,0	50,3
Dic	462,4	266,0	347,163	50,8	10,0	135,5	12,3	8,1	115,2	-	-	-	-0,1	0,0	32,1	-24,5	51,2
2010 Ene	468,7	268,1	347,162	52,0	10,2	138,4	10,3	10,0	118,4	-	-	-	-0,3	0,0	28,3	-20,0	52,5
<b>Operaciones</b>																	
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	3,9	-2,1	-	-0,1	3,8	2,3	5,0	-15,8	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,1	-	-	-
2009	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2009 II	2,4	0,1	-	-0,5	3,3	-0,4	-0,4	2,9	-3,2	0,0	-2,0	-1,2	0,2	0,0	-	-	-
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	-	-	-
IV	0,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tasas de crecimiento</b>																	
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	1,1	-1,0	-	-2,6	105,3	1,7	67,7	-69,1	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009 II	-1,2	-0,9	-	-6,6	174,2	-6,4	106,0	-80,7	2,1	2,6	0,0	15,5	-	-	-	-	-
III	-0,9	-0,9	-	-2,9	200,8	-6,2	60,3	-70,2	-2,7	1,3	-8,9	34,6	-	-	-	-	-
IV	-0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: BCE.

## 7.3 Cuenta financiera

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

### 8. 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
<b>2008</b>	<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
<b>Inversiones directas</b>	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
<b>Inversiones de cartera</b>	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
<b>Otras inversiones</b>	-187,5	-91,1	51,1	28,0	-110,4	108,8	-168,6	-6,2	-16,0	-10,2	-131,2	-286,3	2,1	1,8	349,6
Activos	5.466,1	2.419,7	100,9	83,3	2.020,2	201,8	13,4	25,7	34,0	109,4	276,5	852,5	640,7	58,7	1.048,8
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	2.055,6	673,5	16,4	24,6	597,5	33,3	1,8	8,9	17,7	30,3	111,9	430,2	271,7	0,5	510,9
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	699,1
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
<b>IV 2008 a III 2009</b>	<b>Operaciones acumuladas</b>														
<b>Inversiones directas</b>	148,5	54,1	1,2	7,4	34,5	11,0	0,0	-5,0	3,7	-10,0	-21,9	34,1	66,0	0,0	27,5
En el exterior	303,6	105,7	1,6	19,3	78,9	5,8	0,0	3,3	4,0	-1,3	-0,4	83,4	61,5	0,0	47,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	192,9	56,8	1,3	9,5	43,7	2,3	0,0	3,5	2,4	0,7	3,7	42,5	48,7	0,0	34,6
Otro capital	110,7	48,9	0,3	9,8	35,2	3,5	0,0	-0,2	1,6	-2,0	-4,1	41,0	12,8	0,0	12,8
En la zona del euro	155,1	51,5	0,4	11,9	44,4	-5,2	0,0	8,3	0,3	8,7	21,5	49,3	-4,5	0,0	19,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	177,6	52,6	0,5	12,4	37,6	2,0	0,0	8,5	0,2	2,8	13,0	63,6	8,7	0,0	28,3
Otro capital	-22,5	-1,0	-0,1	-0,5	6,8	-7,3	0,0	-0,1	0,1	5,9	8,5	-14,3	-13,2	0,0	-8,4
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	-133,1	41,0	5,7	11,6	7,6	-4,8	20,9	4,6	4,2	-47,0	8,2	-41,3	-113,4	-2,5	13,1
Acc. y participaciones	-46,2	-1,4	0,4	1,2	-2,4	-0,6	0,0	3,8	5,7	-5,7	6,6	-13,0	-49,3	0,0	7,1
Valores distintos de acciones	-86,9	42,4	5,3	10,3	10,1	-4,2	20,9	0,8	-1,5	-41,3	1,6	-28,3	-64,1	-2,5	6,0
Bonos y obligaciones	-58,5	49,8	4,8	16,2	15,4	-4,1	17,5	-2,9	-0,8	-28,5	0,3	-28,2	-48,8	-2,9	3,6
Instrum. mercado monetario	-28,4	-7,3	0,5	-5,9	-5,3	-0,1	3,5	3,7	-0,7	-12,8	1,3	-0,1	-15,3	0,4	2,4
<b>Otras inversiones</b>	174,1	-220,9	1,5	-9,4	-221,7	18,8	-10,1	-3,1	5,4	68,7	85,1	49,9	82,1	18,9	88,1
Activos	-722,3	-332,5	-15,8	-13,7	-319,6	15,1	1,5	-0,8	-10,3	-9,4	-53,8	-188,1	-43,1	-4,9	-79,4
AAPP	-2,3	-2,4	-0,3	-0,1	-2,0	-0,3	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	1,3	-1,2
IFM	-664,4	-326,2	-14,9	-13,4	-312,9	14,5	0,6	-1,3	-12,5	-7,2	-50,2	-108,3	-47,3	-6,1	-105,3
Otros sectores	-55,5	-3,9	-0,6	-0,1	-4,7	0,9	0,7	0,5	2,2	-2,2	-3,6	-79,9	4,2	0,0	27,2
Pasivos	-896,4	-111,6	-17,4	-4,3	-97,9	-3,7	11,7	2,3	-15,8	-78,0	-138,9	-238,0	-125,2	-23,8	-167,4
AAPP	4,3	2,2	0,0	-0,2	0,3	0,0	2,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,0	2,2	-0,2
IFM	-787,5	-95,6	-16,6	-1,4	-78,1	-0,6	1,2	1,1	-15,4	-79,6	-139,5	-142,6	-128,8	-25,9	-161,0
Otros sectores	-113,2	-18,2	-0,8	-2,6	-20,2	-3,1	8,4	1,2	-0,3	1,7	0,6	-95,6	3,7	-0,1	-6,2

Fuente: BCE.

### 7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

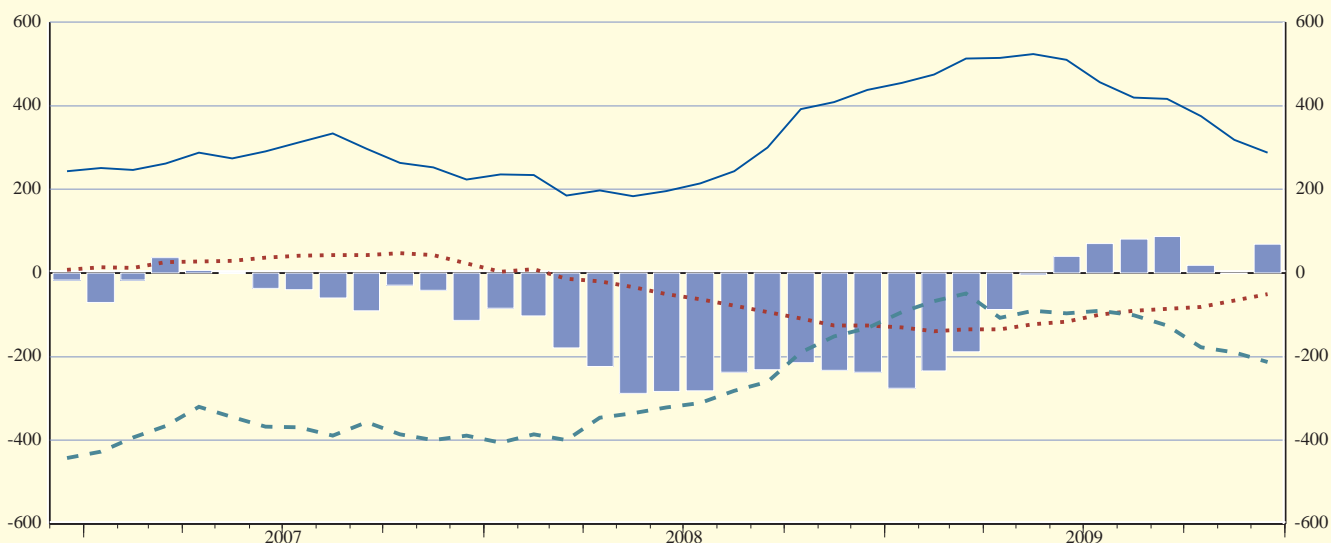
(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: Rúbricas que reflejan las operaciones netas de las IFM											Derivados financieros	Errores y omisiones	
	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de las no IFM								Activos			Pasivos
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones					
	1	2	Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos	9			10
					Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones						
3	4	5	6	7	8	9	10	11	12					
2007	-112,5	22,8	-457,6	401,0	-38,3	-160,9	134,4	223,0	-384,8	226,8	-64,8	-14,1		
2008	-237,6	-126,2	-325,0	136,6	63,8	-21,6	-218,5	438,0	-153,7	66,4	-65,6	-31,7		
2009	69,0	-49,9	-269,6	203,0	-30,7	-117,9	89,9	287,8	114,5	-139,0	13,0	-32,0		
2008 IV	52,7	-28,9	-48,9	-14,7	50,0	73,2	-111,9	140,8	-18,1	34,8	-13,2	-10,4		
2009 I	-41,7	-36,6	-78,8	40,0	32,4	5,6	-46,8	132,4	-11,8	-53,5	-5,3	-19,1		
II	77,4	-19,5	-88,0	91,4	-9,5	-74,2	44,4	102,0	62,5	-56,0	18,8	5,5		
III	-1,2	-1,2	-58,7	33,7	-33,3	-22,5	66,3	40,4	24,8	-33,7	-4,2	-12,8		
IV	34,5	7,4	-44,0	37,9	-20,3	-26,8	26,0	13,0	39,0	4,3	3,6	-5,6		
2008 Dic	-22,5	-5,1	-8,0	2,8	8,3	23,6	-37,2	-0,3	28,9	-20,9	-3,4	-11,2		
2009 Ene	-74,5	-23,8	-21,1	9,3	2,4	-5,6	-35,1	51,6	-3,7	-43,7	3,4	-8,0		
Feb	31,0	-4,9	-19,5	12,4	18,8	0,8	3,4	38,1	6,8	-17,3	-1,3	-6,3		
Mar	1,8	-7,9	-38,2	18,3	11,3	10,4	-15,2	42,7	-15,0	7,6	-7,3	-4,9		
Abr	21,4	-9,1	-59,8	73,2	5,2	-48,3	-24,1	48,9	-11,5	41,0	9,1	-3,3		
May	5,2	-13,5	-11,3	20,9	-1,9	-33,2	28,6	30,3	86,6	-110,8	9,2	0,5		
Jun	50,8	3,2	-16,9	-2,6	-12,9	7,4	39,9	22,7	-12,6	13,8	0,6	8,4		
Jul	-0,1	10,1	-11,7	14,3	-14,3	-21,4	33,0	-31,3	13,0	-1,2	6,5	3,0		
Ago	19,4	-5,4	-13,2	19,9	-11,3	-22,2	46,1	5,9	10,9	-13,3	-9,3	11,3		
Sep	-20,4	-5,9	-33,9	-0,5	-7,6	21,0	-12,8	65,9	0,9	-19,2	-1,4	-27,1		
Oct	-4,7	-3,6	-28,2	25,6	-6,2	-9,2	-25,6	44,2	-28,4	26,7	0,9	-0,8		
Nov	-8,5	0,5	-8,1	9,3	-9,4	-16,4	-0,6	-0,9	8,2	9,0	-0,2	0,1		
Dic	47,6	10,5	-7,7	3,0	-4,7	-1,2	52,2	-30,3	59,2	-31,4	2,8	-4,8		
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2009 Dic	69,0	-49,9	-269,6	203,0	-30,7	-117,9	89,9	287,8	114,5	-139,0	13,0	-32,0		

### C34 Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM <sup>1)</sup>

(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 <sup>1)</sup>

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)						
	Expór- ta- ciones	Impor- ta- ciones	Total				Pro memoria: Manufacturas	Total				Pro memoria:		
			3	Bienes intermedios 4	Bienes de equipo 5	Bienes de consumo 6		8	Bienes intermedios 9	Bienes de equipo 10	Bienes de consumo 11	Manufacturas 12	Petróleo 13	
1	2					7								
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2008	3,6	8,1	1.560,5	768,5	337,7	412,6	1.301,5	1.601,9	1.020,2	233,1	333,2	1.020,2	293,7	
2009	-18,1	-22,3	1.275,8	.	.	.	1.046,1	1.256,1	.	.	.	824,2	.	
2009 I	-20,9	-20,7	310,9	147,1	65,6	86,3	258,8	320,8	180,6	49,4	78,6	213,5	35,6	
II	-23,2	-27,2	309,3	150,4	63,5	85,0	254,5	306,7	170,4	47,5	76,3	202,5	41,4	
III	-19,4	-25,8	319,3	154,9	64,5	87,7	262,0	311,0	177,3	47,4	77,9	203,5	48,3	
IV	-8,4	-14,6	336,2	.	.	.	270,9	317,6	.	.	.	204,7	.	
2009 Jul	-18,1	-28,9	107,9	52,7	22,5	29,7	89,8	103,1	57,9	15,7	25,8	67,6	15,8	
Ago	-21,2	-25,7	103,4	49,6	20,1	28,7	84,0	102,4	58,5	15,6	25,8	67,1	16,2	
Sep	-19,3	-22,8	108,0	52,7	21,8	29,2	88,2	105,5	60,9	16,2	26,3	68,8	16,4	
Oct	-17,1	-22,4	110,9	52,8	22,1	29,2	89,7	104,7	60,5	15,2	25,6	68,0	16,1	
Nov	-5,5	-13,8	110,9	53,1	21,0	31,5	89,4	105,6	61,4	15,6	25,8	67,9	16,7	
Dic	-0,5	-5,9	114,4	.	.	.	91,8	107,3	.	.	.	68,9	.	
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2008	1,3	0,4	146,1	141,5	157,7	146,9	142,7	128,8	122,5	143,8	143,3	133,2	108,3	
2009	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2009 I	-20,8	-14,7	117,6	110,8	120,0	124,3	112,0	113,5	104,1	117,6	130,9	109,6	99,4	
II	-22,0	-19,3	118,4	115,4	117,2	122,6	111,7	109,5	98,2	114,0	130,8	106,5	97,2	
III	-17,5	-14,7	121,4	118,0	118,4	125,5	114,7	110,4	100,4	117,4	133,0	108,2	97,3	
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2009 Jul	-16,2	-18,2	122,8	120,7	123,8	126,6	117,6	109,1	98,0	115,3	131,3	106,9	98,2	
Ago	-19,4	-13,7	118,3	113,5	111,2	123,8	110,7	109,9	100,3	117,0	132,2	107,5	96,8	
Sep	-17,3	-12,2	123,1	119,8	120,2	126,2	115,8	112,1	102,9	120,0	135,3	110,2	96,9	
Oct	-14,5	-12,4	127,5	121,6	122,8	126,2	118,7	113,7	104,1	114,7	135,5	110,9	98,0	
Nov	-2,7	-6,3	127,2	120,9	117,0	137,8	118,3	112,6	102,6	118,9	135,7	110,5	95,9	
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	

### 2. Precios <sup>2)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (f.o.b.) <sup>3)</sup>							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
		1	Bienes intermedios 3	Bienes de capital 4	Bienes de consumo 5	Energía 6			8	Bienes intermedios 9	Bienes de capital 10	Bienes de consumo 11	Energía 12	
% 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	-26,6	-2,5	102,2	-9,4	-5,8	-0,8	0,2	-26,5	-3,8
2009 II	100,9	-2,8	-3,9	1,5	0,9	-36,4	-2,7	101,5	-12,4	-6,5	0,1	1,4	-35,3	-4,2
III	100,9	-4,0	-6,2	0,7	0,4	-34,0	-3,8	102,3	-13,0	-7,8	-1,0	-0,3	-33,8	-5,2
IV	100,6	-2,0	-5,2	-1,1	-0,5	6,6	-1,9	103,4	-3,2	-5,0	-2,0	-2,9	-2,9	-3,1
2009 Ago	101,2	-3,6	-6,1	0,8	0,6	-30,1	-3,5	103,3	-12,2	-7,6	-1,0	-0,4	-31,4	-4,8
Sep	100,6	-4,3	-6,7	0,0	0,0	-32,7	-4,2	102,0	-11,7	-7,9	-1,3	-1,3	-30,1	-5,3
Oct	100,4	-3,6	-6,5	-1,0	-1,1	-13,7	-3,5	102,8	-7,7	-7,2	-2,1	-3,1	-16,7	-4,8
Nov	100,7	-2,1	-5,4	-1,6	-0,7	10,6	-2,0	103,5	-3,5	-5,5	-2,4	-3,5	-2,3	-3,6
Dic	100,6	-0,3	-3,7	-0,6	0,3	32,5	-0,2	103,9	1,9	-2,1	-1,6	-2,0	15,1	-0,9
2010 Ene	101,6	0,3	-1,4	-1,0	0,8	.	0,4	.	.	.	.	.	.	.

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 comerciados. 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
<b>Exportaciones (f.o.b.)</b>															
2008	1.560,5	35,0	53,6	220,2	232,7	78,4	86,6	42,8	187,5	308,0	65,7	33,6	100,5	68,1	147,0
2009	1.275,8	.	.	.	.	49,4	78,8	34,3	150,9	282,0	67,9	28,6	91,9	54,0	.
2008 III	398,3	9,1	14,0	55,9	60,0	21,0	21,9	10,8	46,9	77,1	16,0	8,2	26,8	17,6	37,1
2008 IV	366,7	8,0	11,4	49,1	52,1	17,6	21,2	8,3	43,6	74,3	15,6	8,1	24,9	17,4	38,8
2009 I	310,9	7,4	10,0	42,3	43,9	12,5	19,9	7,7	39,9	65,2	15,4	7,0	23,4	12,8	25,8
2009 II	309,3	6,4	9,6	42,4	42,3	12,1	19,3	8,3	37,7	70,4	16,8	7,1	22,8	12,4	25,6
2009 III	319,3	6,9	10,5	44,7	44,9	12,1	19,4	9,1	35,8	71,3	17,3	7,2	22,5	14,1	28,1
2009 IV	336,2	.	.	.	.	12,6	20,2	9,2	37,5	75,0	18,3	7,3	23,3	14,6	.
2009 Jul	107,9	2,3	3,6	15,0	14,9	4,2	6,5	3,1	12,6	24,1	5,7	2,6	7,6	5,0	9,1
2009 Ago	103,4	2,3	3,4	14,3	14,7	3,8	6,4	3,0	11,4	23,5	5,7	2,2	7,4	4,4	8,9
2009 Sep	108,0	2,3	3,5	15,4	15,3	4,1	6,5	3,0	11,9	23,7	5,8	2,4	7,5	4,8	10,1
2009 Oct	110,9	2,2	3,6	14,9	15,3	4,1	6,5	3,0	12,6	24,2	6,0	2,4	7,6	4,6	12,3
2009 Nov	110,9	2,1	3,5	14,9	15,1	4,2	6,8	3,1	12,5	25,0	6,2	2,4	7,8	4,9	10,9
2009 Dic	114,4	.	.	.	.	4,4	6,9	3,1	12,3	25,8	6,1	2,6	7,9	5,0	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2009	100,0	.	.	.	.	3,9	6,2	2,7	11,8	22,1	5,3	2,2	7,2	4,2	.
<b>Importaciones (c.i.f.)</b>															
2008	1.601,9	30,6	52,2	164,2	184,7	122,0	69,9	32,4	137,7	481,6	184,5	56,9	141,0	81,8	103,6
2009	1.256,1	.	.	.	.	81,2	64,9	26,3	116,5	377,1	158,0	42,8	93,2	59,0	.
2008 III	414,7	7,9	13,4	41,6	47,5	34,3	17,9	8,2	35,5	124,7	48,1	14,0	38,1	21,2	24,5
2008 IV	372,7	7,3	11,5	36,2	43,0	24,8	17,4	7,0	33,7	113,4	46,6	13,4	30,7	19,8	27,7
2009 I	320,8	6,9	9,4	31,7	39,3	17,8	16,7	6,7	33,1	98,5	42,1	11,5	23,7	14,9	22,1
2009 II	306,7	6,3	8,9	30,4	38,5	18,1	16,1	6,3	28,4	92,7	39,7	10,4	23,1	14,2	23,7
2009 III	311,0	6,8	9,9	31,3	40,6	21,8	16,1	6,6	27,0	92,8	38,2	10,4	22,5	14,7	20,9
2009 IV	317,6	.	.	.	.	23,5	16,0	6,7	28,0	93,1	38,0	10,5	23,9	15,2	.
2009 Jul	103,1	2,3	3,4	10,4	13,2	6,8	5,4	2,2	9,1	30,6	12,6	3,5	7,6	5,0	7,2
2009 Ago	102,4	2,3	3,2	10,3	13,6	6,7	5,4	2,1	8,8	30,7	12,7	3,5	7,3	4,8	7,1
2009 Sep	105,5	2,2	3,3	10,6	13,8	8,3	5,3	2,2	9,1	31,4	12,9	3,5	7,6	4,9	6,6
2009 Oct	104,7	2,2	3,1	10,7	14,1	7,8	5,2	2,3	8,9	30,8	12,7	3,5	7,3	4,7	7,5
2009 Nov	105,6	2,1	3,1	10,2	14,0	7,9	5,3	2,3	9,3	30,9	12,6	3,5	7,4	4,7	6,8
2009 Dic	107,3	.	.	.	.	7,8	5,5	2,1	9,7	31,4	12,8	3,5	8,3	5,2	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2009	100,0	.	.	.	.	6,5	5,2	2,1	9,3	30,0	12,6	3,4	7,4	4,7	.
<b>Saldo</b>															
2008	-41,4	4,4	1,4	56,0	48,1	-43,6	16,7	10,4	49,8	-173,6	-118,8	-23,3	-40,6	-13,7	43,4
2009	19,7	.	.	.	.	-31,8	13,9	8,1	34,4	-95,1	-90,1	-14,2	-1,3	-5,0	.
2008 III	-16,5	1,2	0,6	14,3	12,5	-13,3	4,0	2,6	11,4	-47,6	-32,1	-5,8	-11,3	-3,6	12,6
2008 IV	-6,0	0,7	-0,1	12,9	9,0	-7,2	3,7	1,3	9,9	-39,2	-30,9	-5,3	-5,9	-2,4	11,1
2009 I	-9,9	0,5	0,6	10,6	4,6	-5,2	3,3	1,0	6,8	-33,3	-26,7	-4,4	-0,4	-2,0	3,7
2009 II	2,6	0,1	0,7	12,0	3,7	-6,0	3,2	2,0	9,3	-22,3	-22,9	-3,4	-0,3	-1,8	1,9
2009 III	8,3	0,1	0,6	13,4	4,3	-9,7	3,3	2,5	8,7	-21,4	-20,9	-3,2	0,0	-0,6	7,2
2009 IV	18,6	.	.	.	.	-10,9	4,2	2,5	9,5	-18,1	-19,7	-3,1	-0,7	-0,6	.
2009 Jul	4,8	0,0	0,2	4,6	1,7	-2,6	1,2	0,9	3,5	-6,5	-6,9	-0,9	0,0	0,0	1,9
2009 Ago	1,0	0,0	0,2	4,0	1,1	-2,9	1,0	0,8	2,5	-7,3	-6,9	-1,2	0,1	-0,4	1,8
2009 Sep	2,5	0,1	0,2	4,7	1,4	-4,2	1,2	0,8	2,7	-7,7	-7,1	-1,1	-0,1	-0,2	3,5
2009 Oct	6,3	0,0	0,5	4,3	1,2	-3,8	1,3	0,7	3,7	-6,6	-6,6	-1,1	0,3	-0,1	4,8
2009 Nov	5,3	0,0	0,4	4,6	1,1	-3,7	1,5	0,8	3,2	-5,9	-6,3	-1,2	-0,6	-0,3	4,1
2009 Dic	7,0	.	.	.	.	-3,4	1,3	1,0	2,6	-5,6	-6,7	-0,9	-0,4	-0,2	.

Fuente: Eurostat.

### 8.1 Tipos de cambio efectivos <sup>1)</sup>

(medias del período; índice: 1999 I = 100)

	TCE-21						TCE-41		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2007	106,3	106,8	105,2	102,7	107,0	100,6	113,0	104,2	
2008	110,5	110,1	107,4	105,7	112,8	104,3	118,0	107,1	
2009	111,7	110,6	105,9	.	.	.	120,6	107,9	
2008 IV	107,0	106,5	103,0	102,4	111,5	101,3	115,2	104,1	
2009 I	109,9	109,2	104,7	104,9	118,0	105,2	119,0	107,0	
II	111,1	110,2	105,4	106,3	121,2	106,5	119,8	107,5	
III	112,1	110,9	106,2	107,4	118,5	106,6	121,0	108,1	
IV	113,8	112,2	107,3	.	.	.	122,5	109,0	
2009 Feb	108,7	108,0	103,4	-	-	-	117,7	106,0	
Mar	111,1	110,3	105,5	-	-	-	120,4	108,1	
Abr	110,3	109,5	104,6	-	-	-	119,1	106,9	
May	110,8	109,9	105,2	-	-	-	119,5	107,2	
Jun	112,0	111,1	106,2	-	-	-	120,7	108,3	
Jul	111,6	110,5	105,8	-	-	-	120,5	107,7	
Ago	111,7	110,6	106,0	-	-	-	120,6	107,9	
Sep	112,9	111,6	106,9	-	-	-	122,0	108,8	
Oct	114,3	112,8	108,2	-	-	-	123,0	109,6	
Nov	114,0	112,5	107,6	-	-	-	122,9	109,3	
Dic	113,0	111,3	106,2	-	-	-	121,7	108,0	
2010 Ene	110,8	108,9	104,2	-	-	-	119,1	105,5	
Feb	108,0	106,1	101,6	-	-	-	116,2	102,8	
			% variación sobre el mes anterior						
2010 Feb	-2,5	-2,6	-2,5	-	-	-	-2,4	-2,6	
			% variación sobre el año anterior						
2010 Feb	-0,6	-1,8	-1,8	-	-	-	-1,3	-3,0	

### C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: 1999 I = 100)

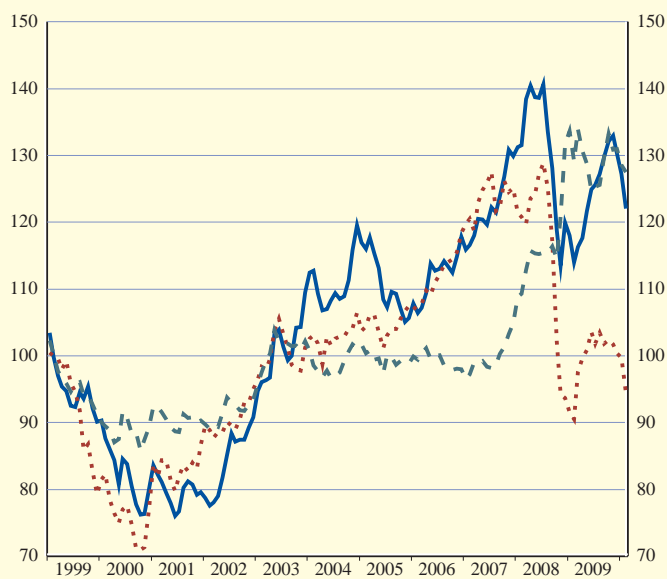
- TCE-21 nominal
- TCE-21 real deflactor por el IPC



### C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: 1999 I = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1.606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2009	7,4462	10,6191	0,89094	1,3948	130,34	1,5100	1.772,90	10,8114	2,0241	1,5850	8,7278	1,7727
2009 II	7,4471	10,7806	0,87883	1,3632	132,59	1,5138	1.747,10	10,5657	2,0050	1,5883	8,8431	1,7917
2009 III	7,4442	10,4241	0,87161	1,4303	133,82	1,5195	1.772,14	11,0854	2,0570	1,5704	8,7397	1,7169
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
2009 Ago	7,4440	10,2210	0,86265	1,4268	135,31	1,5236	1.768,99	11,0587	2,0577	1,5522	8,6602	1,7081
2009 Sep	7,4428	10,1976	0,89135	1,4562	133,14	1,5148	1.768,58	11,2858	2,0720	1,5752	8,5964	1,6903
2009 Oct	7,4438	10,3102	0,91557	1,4816	133,91	1,5138	1.739,94	11,4828	2,0714	1,5619	8,3596	1,6341
2009 Nov	7,4415	10,3331	0,89892	1,4914	132,97	1,5105	1.735,17	11,5588	2,0711	1,5805	8,4143	1,6223
2009 Dic	7,4419	10,4085	0,89972	1,4614	131,21	1,5021	1.703,03	11,3296	2,0392	1,5397	8,4066	1,6185
2010 Ene	7,4424	10,1939	0,88305	1,4272	130,34	1,4765	1.624,76	11,0783	1,9930	1,4879	8,1817	1,5624
2010 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
	% variación sobre el mes anterior											
2010 Feb	0,0	-2,4	-0,8	-4,1	-5,3	-0,6	-2,6	-4,0	-3,0	-2,9	-1,0	-1,2
	% variación sobre el año anterior											
2010 Feb	-0,1	-8,8	-1,2	7,0	4,4	-1,6	-14,2	7,2	-0,4	-9,3	-7,8	-21,7
	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca		
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865		
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064		
2009	26,435	15,6466	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	1,9558	4,2399	7,3400	2,1631		
2009 II	26,679	15,6466	0,7065	3,4528	285,71	4,4523	1,9558	4,1963	7,3528	2,1410		
2009 III	25,597	15,6466	0,7019	3,4528	271,35	4,1978	1,9558	4,2263	7,3232	2,1444		
2009 IV	25,923	15,6466	0,7084	3,4528	270,88	4,1745	1,9558	4,2680	7,2756	2,2029		
2009 Ago	25,646	15,6466	0,7013	3,4528	270,05	4,1311	1,9558	4,2183	7,3287	2,1236		
2009 Sep	25,346	15,6466	0,7039	3,4528	271,84	4,1584	1,9558	4,2420	7,3102	2,1711		
2009 Oct	25,861	15,6466	0,7088	3,4528	268,49	4,2146	1,9558	4,2871	7,2419	2,1823		
2009 Nov	25,812	15,6466	0,7088	3,4528	270,92	4,1646	1,9558	4,2896	7,2952	2,2262		
2009 Dic	26,089	15,6466	0,7077	3,4528	273,22	4,1439	1,9558	4,2284	7,2907	2,2013		
2010 Ene	26,133	15,6466	0,7088	3,4528	269,43	4,0703	1,9558	4,1383	7,2938	2,1028		
2010 Feb	25,979	15,6466	0,7090	3,4528	271,21	4,0144	1,9558	4,1196	7,3029	2,0756		
	% variación sobre el mes anterior											
2010 Feb	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,7	-1,4	0,0	-0,5	0,1	-1,3		
	% variación sobre el año anterior											
2010 Feb	-8,7	0,0	0,5	0,0	-9,1	-13,6	0,0	-3,9	-1,7	-2,5		
	Real brasileño <sup>1)</sup>	Yuan renminbi chino	Corona islandesa <sup>2)</sup>	Rupia india <sup>3)</sup>	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano <sup>1)</sup>	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2007	2,6594	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 II	2,8245	9,3107	-	66,3982	14.334,53	4,8340	18,1648	2,2565	65,097	43,7716	11,5242	47,294
2009 III	2,6699	9,7702	-	69,1909	14.285,93	5,0333	18,9695	2,1232	68,815	44,7703	11,1618	48,575
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
2009 Ago	2,6314	9,7485	-	68,9570	14.270,78	5,0185	18,5571	2,1097	68,803	45,1972	11,3415	48,543
2009 Sep	2,6520	9,9431	-	70,4154	14.346,84	5,0862	19,5255	2,0691	69,967	44,7624	10,9495	49,239
2009 Oct	2,5771	10,1152	-	69,2160	14.057,25	5,0425	19,5856	2,0065	69,419	43,6188	11,0938	49,504
2009 Nov	2,5777	10,1827	-	69,4421	14.115,45	5,0553	19,5478	2,0450	70,165	43,1835	11,2134	49,634
2009 Dic	2,5566	9,9777	-	68,0924	13.830,84	4,9859	18,7787	2,0383	67,706	43,9019	10,9261	48,544
2010 Ene	2,5383	9,7436	-	65,5361	13.263,60	4,8170	18,2820	1,9646	65,702	42,5749	10,6492	47,150
2010 Feb	2,5237	9,3462	-	63,4291	12.786,05	4,6743	17,7154	1,9615	63,317	41,2845	10,4964	45,360
	% variación sobre el mes anterior											
2010 Feb	-0,6	-4,1	-	-3,2	-3,6	-3,0	-3,1	-0,2	-3,6	-3,0	-1,4	-3,8
	% variación sobre el año anterior											
2010 Feb	-15,0	6,9	-	0,9	-16,1	0,6	-5,0	-21,1	4,1	-9,9	-18,0	0,5

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
<b>IAPC</b>											
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
2009	2,5	0,6	1,1	0,2	3,3	4,2	4,0	4,0	5,6	1,9	2,2
2009 III	0,8	-0,1	0,6	-0,9	1,2	2,4	4,9	4,3	5,0	1,7	1,5
IV	0,9	0,0	0,9	-2,0	-1,3	1,2	4,9	3,8	4,5	2,3	2,1
2009 Nov	0,9	0,2	0,9	-2,1	-1,4	1,3	5,2	3,8	4,6	2,4	1,9
Dic	1,6	0,5	1,2	-1,9	-1,4	1,2	5,4	3,8	4,7	2,8	2,9
2010 Ene	1,8	0,4	1,9	-1,0	-3,3	-0,3	6,2	3,9	5,2	2,7	3,5
<b>Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB</b>											
2006	3,0	-2,6	5,2	2,3	-0,5	-0,4	-9,3	-3,6	-2,2	2,5	-2,7
2007	0,1	-0,7	4,5	2,6	-0,3	-1,0	-5,0	-1,9	-2,5	3,8	-2,7
2008	1,8	-2,1	3,4	-2,7	-4,1	-3,2	-3,8	-3,6	-5,5	2,5	-5,0
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB</b>											
2006	22,7	29,4	31,3	4,5	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	45,9	43,2
2007	18,2	29,0	26,8	3,8	9,0	16,9	65,9	45,0	12,6	40,5	44,2
2008	14,1	30,0	33,5	4,6	19,5	15,6	72,9	47,2	13,6	38,0	52,0
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período</b>											
2009 Ago	7,77	5,09	3,60	-	12,81	14,50	8,40	6,08	11,46	3,45	3,45
Sep	7,45	5,01	3,65	-	13,27	14,50	7,91	6,17	11,00	3,38	3,42
Oct	7,08	4,50	3,60	-	13,51	14,50	7,45	6,15	9,13	3,25	3,34
Nov	6,53	4,19	3,62	-	13,75	14,50	7,37	6,14	8,24	3,27	3,46
Dic	6,61	3,98	3,53	-	13,75	9,10	7,69	6,22	8,66	3,24	3,60
2010 Ene	6,65	4,28	3,57	-	13,76	8,15	7,62	6,13	8,80	3,37	4,01
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período</b>											
2009 Ago	5,30	1,92	1,94	5,85	13,06	7,98	9,02	4,16	9,06	0,62	0,78
Sep	5,11	1,88	1,76	5,58	11,58	7,07	8,78	4,18	9,05	0,55	0,61
Oct	4,84	1,87	1,58	5,44	13,49	6,59	7,34	4,18	10,03	0,50	0,57
Nov	4,80	1,80	1,56	4,54	11,87	5,39	7,56	4,19	10,19	0,48	0,61
Dic	4,71	1,64	1,55	3,28	8,39	4,54	7,47	4,23	10,18	0,48	0,61
2010 Ene	4,44	1,55	1,46	2,74	4,77	3,07	6,90	4,24	8,56	0,48	0,61
<b>PIB real</b>											
2008	6,0	2,5	-0,9	-3,6	-4,6	2,8	0,6	5,0	7,4	-0,2	0,5
2009	.	.	-5,1	.	.	-15,0	-6,3	1,7	-6,9	-4,9	-5,0
2009 II	-4,9	-4,7	-7,1	-16,1	-17,3	-16,6	-6,8	1,5	-8,0	-5,8	-5,9
III	-5,4	-4,1	-5,7	-15,6	-19,3	-14,7	-7,1	1,3	-7,6	-5,4	-5,3
IV	.	.	-3,3	.	.	-13,2	-5,3	2,8	-6,9	-1,5	-3,3
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentajes del PIB</b>											
2008	-24,6	-2,2	2,2	-8,4	-11,5	-10,1	-6,0	-3,9	-11,1	6,1	-1,3
2009	-7,3	0,7	4,0	7,6	11,3	6,5	2,4	0,1	-3,7	7,0	-1,1
2009 II	-12,4	-2,6	4,4	7,9	16,7	3,6	4,4	-0,1	-5,3	9,2	-0,7
III	4,7	-1,6	5,7	9,6	11,8	6,8	4,7	-1,0	-2,3	7,0	-0,8
IV	.	.	4,5	.	.	10,6	.	-0,9	-4,3	4,4	.
<b>Deuda exterior bruta en % del PIB</b>											
2007	100,3	44,5	170,6	111,0	127,6	71,9	115,1	48,4	50,9	151,4	401,3
2008	108,4	47,6	179,0	118,5	128,5	71,6	152,4	56,7	55,8	175,3	431,4
2009 I	106,7	46,1	187,5	118,9	128,6	72,7	187,4	62,0	57,3	185,3	416,6
II	107,1	45,3	189,2	121,2	131,7	77,5	164,4	60,0	60,6	217,3	390,9
III	107,6	44,4	192,2	123,7	145,8	83,1	164,2	60,0	65,5	210,7	408,0
<b>Costes laborales unitarios</b>											
2008	16,2	5,1	6,5	14,1	21,1	9,3	4,5	6,9	.	2,8	2,8
2009	.	.	.	.	.	.	.	.	.	4,8	.
2009 II	14,2	4,3	9,5	3,4	-1,7	10,8	-	4,0	-	6,6	6,6
III	10,2	2,2	5,1	1,5	-13,0	-6,5	-	4,5	-	5,0	4,2
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,1	.
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>											
2008	5,6	4,4	3,3	5,5	7,5	6,0	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2009	6,7	6,8	6,0	13,8	17,6	.	10,0	8,2	.	8,3	.
2009 III	6,9	7,3	6,2	15,2	18,9	14,6	10,5	8,4	7,2	8,6	7,8
IV	7,7	7,8	7,1	15,5	21,9	.	10,8	8,7	.	8,8	.
2009 Nov	7,7	7,8	7,1	-	22,0	.	10,8	8,7	.	8,7	7,8
Dic	8,0	8,0	7,3	-	22,6	.	10,8	8,7	.	9,0	.
2010 Ene	8,1	8,2	.	-	22,9	.	11,1	8,9	.	9,1	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

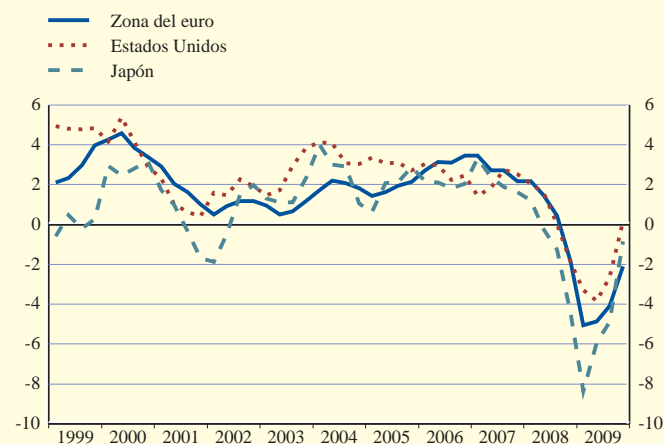
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio <sup>2)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>3)</sup>	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero) <sup>3)</sup> fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro <sup>4)</sup>	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en del PIB <sup>5)</sup>
	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	47,7
2007	2,9	2,3	2,1	1,6	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,8	48,3
2008	3,8	1,0	0,4	-3,1	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,5	56,3
2009	-0,4	-0,9	-2,4	-11,1	9,3	7,6	0,69	4,17	1,3948	.	.
2008 IV	1,6	1,7	-1,9	-8,7	7,0	8,5	2,77	2,70	1,3180	-8,1	56,3
2009 I	0,0	-0,1	-3,3	-13,9	8,2	9,5	1,24	2,96	1,3029	-9,9	60,0
II	-1,2	0,3	-3,8	-14,6	9,3	8,6	0,84	3,95	1,3632	-11,6	62,8
III	-1,6	-1,2	-2,6	-10,6	9,6	7,7	0,41	3,61	1,4303	-11,4	65,8
IV	1,4	-2,8	0,1	-4,7	10,0	4,9	0,27	4,17	1,4779	.	.
2009 Oct	-0,2	-	-	-7,6	10,1	5,8	0,28	3,71	1,4816	-	-
Nov	1,8	-	-	-4,6	10,0	5,5	0,27	3,44	1,4914	-	-
Dic	2,7	-	-	-1,7	10,0	3,4	0,25	4,17	1,4614	-	-
2010 Ene	2,6	-	-	2,1	9,7	1,9	0,25	3,92	1,4272	-	-
Feb	.	-	-	.	.	.	0,25	3,89	1,3686	-	-
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	1,6	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,1	162,2
2009	-1,4	.	-5,1	-22,5	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	.	.
2008 IV	1,0	3,9	-4,4	-14,6	4,0	1,8	0,96	1,21	126,71	.	.
2009 I	-0,1	3,9	-8,4	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,33	122,04	.	.
II	-1,0	2,5	-5,9	-27,9	5,2	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
III	-2,2	.	-4,9	-20,1	5,5	2,8	0,40	1,45	133,82	.	.
IV	-2,0	.	-0,9	-5,4	5,2	3,3	0,31	1,42	132,69	.	.
2009 Oct	-2,5	-	-	-15,1	5,1	3,4	0,33	1,58	133,91	-	-
Nov	-1,9	-	-	-4,2	5,2	3,3	0,31	1,41	132,97	-	-
Dic	-1,7	-	-	5,2	5,1	3,1	0,28	1,42	131,21	-	-
2010 Ene	-1,3	-	-	18,4	.	2,9	0,26	1,42	130,34	-	-
Feb	.	-	-	.	.	.	0,25	1,43	123,46	-	-

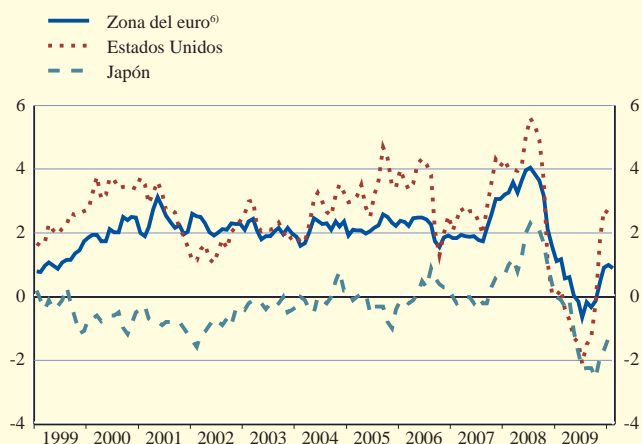
### C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



### C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico]; Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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



## LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S14
C7	Préstamos a las AAPP	S16
C8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
C9	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C11	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C21	Nuevos depósitos a plazo	S43
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
C26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C30	Cuenta corriente	S60
C31	Bienes	S61
C32	Servicios	S61
C33	Inversiones netas directas y de cartera	S64
C34	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	S69
C35	Tipos de cambio efectivos	S72
C36	Tipos de cambio bilaterales	S72
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C38	Índices de precios de consumo	S75



## NOTAS TÉCNICAS

### PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $I_t$  es el índice de saldos ajustados del mes  $t$  (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

#### SECCIONES 2.1 A 2.6

#### CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si  $L_t$  representa el saldo vivo a fin del mes  $t$ ;  $C_t^M$ , el ajuste por reclasificaciones en el mes  $t$ ;  $E_t^M$ , el ajuste por variaciones del tipo de cambio, y  $V_t^M$ , otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones  $F_t^M$  del mes  $t$  se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales  $F_t^Q$  del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde  $L_{t-3}$  es el saldo vivo a fin del mes  $t-3$  (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo,  $C_t^Q$  es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes  $t$ .

En el caso de las series trimestrales para las que ahora se dispone de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si  $F_t^M$  y  $L_t$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del mes  $t$  queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Monetary and financial statistics», de la sección «Statistics», de la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://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:

$$f) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del pe-

rído 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 EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en una descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. 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 ajustados<sup>3</sup>. 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](http://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 VALORES<sup>4</sup>

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](http://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 IAPC<sup>4</sup>

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](http://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](mailto: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 3 de marzo de 2010.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2009 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 en sus distintas etapas, lo que, 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. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Eslovaquia pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>).

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 estadísticas. 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 1999<sup>1</sup> 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.

<sup>1</sup> 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>).

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.

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 valo-

res 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 porcentaje 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 factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

### DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias, es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen posiciones de no IFM residentes en la zona del euro mantenidas en IFM residentes en la zona y también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por

fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (es decir, el sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen los datos de operaciones que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento basadas en las operaciones, en términos de variaciones interanuales. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En la tercera edición del manual «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, marzo de 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En la publicación «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre de 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y se elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias<sup>2</sup>, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10<sup>3</sup>.

2 DO L 356, de 30.12.1998, p. 7.

3 DO L 250, de 2.10.2003, p. 17.

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», 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 presentan 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. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. 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 distintos 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 sec-

ción 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo y el total de valores distintos de acciones 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 ti-

pos 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 Svensson<sup>4</sup>. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

## PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los

<sup>4</sup> Véase L. E. Svensson (1994), «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research.

hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de 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) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales<sup>5</sup>. 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) n° 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) n° 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos<sup>6</sup>. 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) n° 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007<sup>7</sup>. 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) n° 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales<sup>8</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) n° 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>9</sup>. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan

5 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

6 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

7 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

8 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

9 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos (a excepción del IVA) del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial. Las series de la zona del euro excluyen Chipre y Malta.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

## FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por

la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>10</sup>, 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 Públicas<sup>11</sup>. 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 Re-

10 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

11 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

12 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

13 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

glamento (CE) n° 501/2004 y el Reglamento (CE) n° 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

### **OPERACIONES Y POSICIONES FRENTA 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)<sup>12</sup>, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)<sup>13</sup>. 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](http://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 ingresos 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 8 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 internaciona-

les. 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 pagos 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 detalle 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 Euro-sistema 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.

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) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 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 Comunidad 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) nº 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, Corea 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 EUROSISTEMA<sup>1</sup>



### 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

<sup>1</sup> 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  
Y 4 DE MARZO 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 diciembre de 2009 y febrero de 2010. Desde enero de 2009 (a partir del documento de trabajo n.º 989), 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](mailto: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.

### 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.

#### **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.

#### **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. Santabábara, 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.

#### **BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN**

«Research Bulletin», n.º 8, marzo 2009.

#### **DOCUMENTOS DE TRABAJO**

1119 «Nonparametric hybrid Phillips curves based on subjective expectations: estimates for the euro area», M. Buchmann, diciembre 2009.

1120 «Exchange rate pass-through in central and eastern European Member States», J. Beirne y M. Bijsterbosch, diciembre 2009.

- 1121 «Does finance bolster superstar companies? Banks, venture capital and firm size in local US markets», A. Popov, diciembre 2009.
- 1122 «Monetary policy shocks and portfolio choice», M. Fratzscher, C. Saborowski y R. Straub, diciembre 2009.
- 1123 «Monetary policy and the financing of firms», F. De Fiore, P. Teles y O. Tristani, diciembre 2009.
- 1124 «Balance sheet interlinkages and macro-financial risk analysis in the euro area», O. Castrén e I. K. Kavonius, diciembre 2009.
- 1125 «Leading indicators in a globalised world», F. Fichtner, R. Ruffer y B. Schnatz, diciembre 2009.
- 1126 «Liquidity hoarding and interbank market spreads: the role of counterparty risk», F. Heider, M. Hoerova y C. Holthausen, diciembre 2009.
- 1127 «The Janus-headed salvation: sovereign and bank credit risk premia during 2008-09», J. W. Ejsing y W. Lemke, diciembre 2009.
- 1128 «EMU and the adjustment to asymmetric shocks: the case of Italy», G. Amisano, N. Giammarioli y L. Stracca, diciembre 2009.
- 1129 «Determinants of inflation and price level differentials across the euro area countries», M. Andersson, K. Masuch y M. Schiffbauer, diciembre 2009.
- 1130 «Monetary policy and potential output uncertainty: a quantitative assessment», S. Delle Chiaie, diciembre 2009.
- 1131 «What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?», M. G. Attinasi, C. Checherita y C. Nickel, diciembre 2009.
- 1132 «A quarterly fiscal database for the euro area based on intra-annual fiscal information», J. Paredes, D. J. Pedregal y J. J. Pérez, diciembre 2009.
- 1133 «Fiscal policy shocks in the euro area and the United States: an empirical assessment», P. Burriel, F. de Castro, D. Garrote, E. Gordo, J. Paredes y J. J. Pérez, diciembre 2009.
- 1134 «Would the Bundesbank have prevented the great inflation in the United States?», L. Benati, diciembre 2009.
- 1135 «Return to retail banking and payments», I. Hasan, H. Schmiedel y L. Song, diciembre 2009.
- 1136 «Payment scale economies, competition and pricing», D. B. Humphrey, diciembre 2009.
- 1137 «Regulating two-sided markets: an empirical investigation», S. Carbó Valverde, S. Chakravorti y F. Rodríguez Fernández, diciembre 2009.
- 1138 «Credit card interchange fees», J. C. Rochet y J. Wright, diciembre 2009.
- 1139 «Pricing payment cards», O. Bedre y E. Calvano, diciembre 2009.
- 1140 «SEPA, efficiency and payment card competition», W. Bolt y H. Schmiedel, diciembre 2009.
- 1141 «How effective are rewards programmes in promoting payment card usage? Empirical evidence», S. Carbó Valverde y J. M. Liñares-Zegarra, diciembre 2009.
- 1142 «Credit card use after the final mortgage payment: does the magnitude of income shocks matter?», B. Scholnick, diciembre 2009.
- 1143 «What drives the network's growth? An agent-based study of the payment card market», B. Alexandrova-Kabadjova y J. Luis Negrín, diciembre 2009.
- 1144 «Choosing and using payment instruments: evidence from German microdata», U. von Kalckreuth, T. Schmidt y H. Stix, diciembre 2009.
- 1145 «An area-wide real-time database for the euro area», D. Giannone, J. Henry, M. Lalik y M. Modugno, enero 2010.
- 1146 «The role of central bank transparency for guiding private sector forecasts», M. Ehrmann, S. Eijffinger y M. Fratzscher, enero 2010.
- 1147 «Interbank contagion at work: evidence from a natural experiment», R. Iye y J. L. Peydró, enero 2010.
- 1148 «Is there a signalling role for public wages? Evidence for the euro area based on macro data», J. J. Pérez y J. Sánchez, enero 2010.



- 1149 «Does it matter how aggregates are measured? The case of monetary transmission mechanisms in the euro area», A. Beyer y K. Juselius, enero 2010.
- 1150 «Do bank loans and credit standards have an effect on output? A panel approach for the euro area», L. Cappiello, A. Kadareja, C. Kok Sørensen y M. Protopapa, enero 2010.
- 1151 «Methodological advances in the assessment of equilibrium exchange rates», M. Bussière, M. Ca' Zorzi, A. Chudik y Alistair Dieppe, enero 2010.
- 1152 «Government bond risk premiums in the EU revisited: the impact of the financial crisis», L. Schuknecht, J. von Hagen y G. Wolswijk, febrero 2010.
- 1153 «The determination of wages of newly hired employees: survey evidence on internal versus external factors», K. Galuščák, M. Keeney, D. Nicolitsas, F. Smets, P. Strzelecki y M. Vodopivec, febrero 2010.
- 1154 «Public and private inputs in aggregate production and growth: a cross-country efficiency approach», A. Afonso y M. St. Aubyn, febrero 2010.
- 1155 «Combining disaggregate forecasts or combining disaggregate information to forecast an aggregate», D. F. Hendry y K. Hubrich, febrero 2010.
- 1156 «Mortgage indebtedness and household financial distress», D. Georgarakos, A. Lojschová y M. Ward-Warmedinger, febrero 2010.
- 1157 «Real time estimates of the euro area output gap: reliability and forecasting performance», M. Marcellino y A. Musso, febrero 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 Eurosistema – diciembre 2009», enero 2010 (solo en Internet).

«Structural indicators for the EU banking sector», enero 2010 (solo en Internet).

«Modelo de corresponsalía entre Bancos Centrales (MCBC) – Procedimientos para las entidades de contrapartida del Eurosistema», enero 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Nuno Melo, Member of the European Parliament, concerning the increase in the capital of Banco Português de Negócios (BPN)», febrero 2010 (solo en Internet).

«The ‘Centralised Securities Database’ in brief», febrero 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – enero 2010», febrero 2010 (solo en Internet).

«Commission communication on ‘An EU framework for cross-border crisis management in the banking sector’: Eurosystem’s reply to the public consultation,» febrero 2010 (solo en Internet).

«Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area – second half of 2009», febrero 2010 (solo en Internet).

«MFI balance sheet and interest rate statistics and CEBS’ guidelines on FINREP and COREP», febrero 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Chountis, Member of the European Parliament, related to the income of Mr Provopoulos, Governor of the Bank of Greece», febrero 2010 (solo en Internet).

«ECB–Eurostat workshop on pensions», febrero 2010 (solo en Internet).

#### **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.



## 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](http://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.