



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

BOLETÍN MENSUAL JULIO

01 | 2010

02 | 2010

03 | 2010

04 | 2010

05 | 2010

06 | 2010

07 | 2010

08 | 2010

09 | 2010

10 | 2010

11 | 2010

12 | 2010

EZB EKT EKP

500



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL JULIO 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, tipográfi-
cas 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 permi-
te 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 7 de julio de 2010.*

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



ÍNDICE

EDITORIAL 5

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	15
Precios y costes	31
Producto, demanda y mercado de trabajo	38
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	50

Recuadros

1	Nuevas series estadísticas de horas trabajadas, productividad del trabajo y costes laborales para la zona del euro	35
2	El consumo de bienes duraderos por parte de los hogares durante la última recesión	39
3	Comparación de la evolución del empleo en la zona del euro y en Estados Unidos	44
4	La reforma en China del régimen cambiario del renminbi	52

ARTÍCULOS

Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro	59
La eficacia de las políticas fiscales de la zona del euro	75
El impacto de la crisis financiera en los países de Europa Central y Oriental	93

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO SI

ANEXOS

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

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

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

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

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 8 de julio de 2010, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. El nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la nueva información disponible desde su reunión del 10 de junio de 2010, el Consejo de Gobierno continúa esperando que la evolución de los precios sea moderada en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, beneficiándose de las reducidas presiones sobre los precios internos. La información más reciente también ha confirmado que la recuperación económica de la zona del euro ha continuado durante la primera mitad de 2010. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que el ritmo de crecimiento de la economía de la zona del euro sea moderado y todavía irregular, en un entorno de elevada incertidumbre. El análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas a medio plazo siguen contenidas, como sugiere el débil crecimiento monetario y crediticio. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El firme anclaje de las expectativas de inflación sigue siendo esencial.

La política monetaria hará todo lo que sea necesario para mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro. Esta es la contribución primordial y necesaria que la política monetaria realiza para impulsar un crecimiento económico sostenible, la creación de empleo y la estabilidad financiera. Todas las medidas no convencionales adoptadas durante el período de agudas tensiones en los mercados financieros, denominadas «de apoyo reforzado al crédito», y el Programa para los Mercados de Valores son plenamente compatibles con el mandato del Consejo de Gobierno y, por su propio diseño, de naturaleza temporal. El Consejo de Gobierno se atiene a su firme compromiso de mantener la estabilidad de precios a medio y largo plazo, y tanto la orienta-

ción de la política monetaria como la provisión global de liquidez se ajustarán cuando sea apropiado. Por lo tanto, el Consejo de Gobierno continuará llevando a cabo un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro próximo.

Por lo que se refiere al análisis económico, desde mediados de 2009, se observa un aumento de la actividad económica de la zona del euro, después de un período de acusado descenso. De acuerdo con la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro se incrementó, en términos intertrimestrales, un 0,2% en el primer trimestre de 2010. Los datos económicos y los indicadores procedentes de las encuestas más recientes sugieren que se ha producido una intensificación de la actividad económica durante la primavera. El Consejo de Gobierno espera que el PIB real crezca a un ritmo moderado y todavía irregular, durante algún tiempo y en las distintas economías y sectores de la zona del euro. La recuperación en curso a escala mundial y su repercusión en la demanda de exportaciones de la zona del euro, junto con la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, deberían estimular la economía de la zona del euro. Sin embargo, se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores y las perspectivas de los mercados de trabajo ralenticen la recuperación de la actividad.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas económicas están en general equilibrados, en un entorno de elevada incertidumbre. Por el lado positivo, la economía mundial y el comercio exterior podrían recuperarse con más vigor de lo previsto, respaldando adicionalmente las exportaciones de la zona del euro. Por el lado negativo, sigue existiendo la preocupación de que se produzcan nuevas tensiones en los mercados financieros, y la posibilidad de efectos adversos adicionales sobre las condiciones de financiación y sobre la confianza. Además, una espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o duradera de lo esperado con anterioridad, nuevos aumentos de los precios del petróleo



y de otras materias primas, así como de las presiones proteccionistas, y la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales podrían influir negativamente.

En cuanto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual de la zona del euro, medida por el IAPC, se situó en el 1,4% en junio, frente al 1,6% registrado en mayo. Se espera que en los próximos meses la tasa de inflación interanual medida por el IAPC continúe mostrando cierta volatilidad, con tendencia a situarse en tasas ligeramente más elevadas en los últimos meses del año. En cuanto al futuro, las tasas de inflación deberían en conjunto mantenerse moderadas en 2011, beneficiándose de las reducidas presiones sobre los precios internos. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

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

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo sin variación en el -0,2% en mayo de 2010. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado se incrementó un poco más, aunque se mantuvo débil en el 0,2%. Todos estos datos siguen respaldando la valoración de que el ritmo de la expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo están contenidas. La evolución a más

corto plazo de M3 y de algunos de sus componentes y contrapartidas se ha mantenido volátil y, dadas las continuadas tensiones en algunos segmentos del mercado financiero, es muy posible que esta volatilidad persista.

La fuerte incidencia previa de la configuración de los tipos de interés sobre la evolución monetaria parece estar atenuándose de forma gradual, lo que señala que el crecimiento efectivo de M3 se ve menos afectado que anteriormente por el impacto a la baja de la pronunciada curva de rendimientos y por la asignación de fondos a depósitos a plazos más largos y a valores no incluidos en M3 a ella asociada. Asimismo, el efecto que los estrechos diferenciales entre los tipos de interés a los que se remuneran diferentes instrumentos de M3 ejercen sobre los desplazamientos dentro de M3 hacia M1 debería estar disminuyendo. No obstante, la tasa de crecimiento interanual de M1, del 10,3%, es todavía muy elevada.

La todavía débil tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado sigue ocultando evoluciones que se compensan; por un lado, un crecimiento positivo de los préstamos a hogares y, por otro, un crecimiento negativo de los préstamos a sociedades no financieras. Aunque el flujo mensual de los préstamos bancarios concedidos a sociedades no financieras fue positivo en mayo, a la luz de la volatilidad observada los últimos meses, aún es demasiado pronto para apreciar si esto indica un punto de inflexión. La respuesta retardada de los préstamos a sociedades no financieras a la evolución de la actividad económica es una característica normal del ciclo económico.

Los datos hasta mayo confirman que el tamaño de los balances de las entidades de crédito se ha incrementado desde los primeros meses del año. Las entidades de crédito siguen afrontando el reto de aumentar la disponibilidad de crédito para el sector no financiero cuando repunte la demanda. Si fuese necesario, a fin de superar este reto, las entidades de crédito deberían no distribuir beneficios, recurrir al mercado para reforzar adicionalmente sus bases de capital o aprovechar al máximo las medidas gubernamentales adoptadas para favore-

cer la recapitalización. A este respecto, el Consejo de Gobierno acoge favorablemente la decisión anunciada por el Consejo Europeo de hacer público, con el consentimiento de las respectivas entidades de crédito, los resultados de las pruebas de estrés de cada entidad de la Unión Europea realizadas por el Comité de Supervisores Bancarios Europeos en cooperación con el BCE. Habrá que adoptar las medidas apropiadas, si fuera necesario. 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 bases para el crecimiento sostenible, la creación de empleo y la estabilidad financiera.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la nueva información disponible desde su reunión del 10 de junio de 2010, el Consejo de Gobierno continúa esperando que la evolución de los precios sea moderada en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, beneficiándose de las reducidas presiones sobre los precios internos. La información más reciente también ha confirmado que la recuperación económica de la zona del euro ha proseguido durante la primera mitad de 2010. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que el ritmo de crecimiento de la economía de la zona del euro sea moderado y todavía irregular, en un entorno de elevada incertidumbre. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas a medio plazo siguen estando contenidas, como sugiere el débil crecimiento monetario y crediticio. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El firme anclaje de las expectativas de inflación sigue siendo esencial.

En cuanto a las políticas fiscales, estas deben centrarse claramente en asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. En el contexto actual, todos los países de la zona del euro deben, como mínimo, cumplir sus planes de saneamiento presupuestario tal y como se prevé en los respectivos procedimientos de déficit excesivo. Es posible que, en aquellos casos en los que los planes actuales no sean suficientes para alcanzar el principal objetivo de frenar e invertir el aumento de la ratio de deuda, sea necesario fijar objetivos más ambiciosos, como los adoptados ya por una serie de países. Además, todos los países han de concretar medidas de ajuste creíbles que sean suficientes para alcanzar sus objetivos presupuestarios en 2010, 2011 y en los años siguientes, y deben cumplir sus compromisos de adoptar medidas adicionales durante los próximos años, si fuese necesario.

A fin de que la zona del euro funcione de forma adecuada y de fortalecer las perspectivas de un mayor crecimiento sostenible, es fundamental que se apliquen reformas estructurales de largo alcance. Con ello se respaldará además el proceso de saneamiento de las finanzas públicas. Se precisan reformas de gran calado en especial en aquellos países que en el pasado han experimentado pérdidas de competitividad o que aún sufren las consecuencias de déficits fiscales y exteriores elevados. Las medidas deberán asegurar un proceso de negociación colectiva que permita que los salarios se adapten con flexibilidad a la situación de desempleo y a la pérdida de competitividad. Unas reformas encaminadas a intensificar el crecimiento de la productividad apoyarían adicionalmente el proceso de ajuste de estas economías.

En relación con las propuestas presentadas por el Consejo de Gobierno al Grupo Especial para la Gobernanza Económica creado por el Consejo Europeo bajo la presidencia de Herman Van Rompuy, el Consejo de Gobierno considera necesario dar un gran paso adelante hacia el fortalecimiento de los fundamentos institucionales de la UEM. Es esencial potenciar la gobernanza y los mecanismos de aplicación en el marco de la política económica de la zona del euro. Será fundamental reforzar la vigilancia de las políticas presupuestarias nacionales y asegurar un cumplimiento riguroso de las normas

fiscales. Por otro lado, resulta extremadamente importante que se lleve a cabo una vigilancia estrecha de la evolución relativa de la competitividad, y que se establezca un mecanismo de supervisión para hacer frente a los desequilibrios de los países de la zona del euro. Al mismo tiempo, es importante establecer un marco de gestión de crisis en la zona del euro que minimice el riesgo moral.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primer artículo examina los ajustes de los mercados de trabajo en la zona del euro en el contexto de la reciente recesión. El segundo, evalúa la eficacia de las políticas fiscales de la zona del euro. En el tercer artículo se analiza el impacto de la crisis financiera en los países de Europa Central y Oriental.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial se está recuperando a un ritmo sostenido. No obstante, se observan diferencias entre unos países y otros respecto a la fuerza del repunte. Mientras que casi todas las economías emergentes han registrado un crecimiento económico vigoroso, en la mayoría de las economías avanzadas el ritmo de crecimiento ha seguido siendo más moderado. Estas diferencias en los patrones de crecimiento también se han reflejado en una divergente intensidad de las presiones inflacionistas entre regiones, aunque, en conjunto, se ha mantenido la moderación a escala mundial. Las tasas de inflación se han situado en niveles más altos en las economías emergentes que crecen con mayor rapidez, pero han seguido siendo moderadas en las principales economías avanzadas. Se estima que los riesgos para las perspectivas económicas mundiales están, en general, equilibrados.

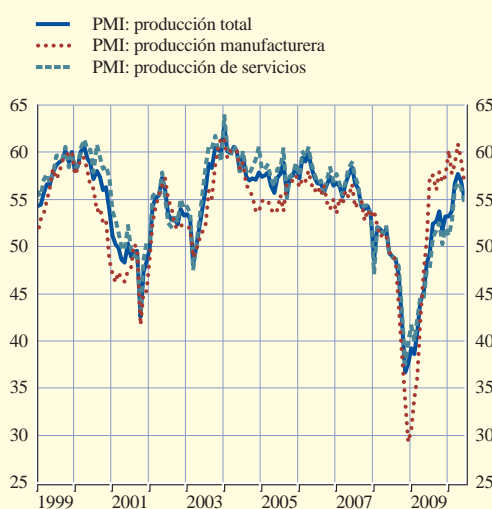
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial se está recuperando a un ritmo sostenido, respaldada por las políticas de estímulo en curso y por el favorable ciclo de existencias. No obstante, se observan diferencias entre unos países y otros respecto a la fuerza del repunte. Mientras que casi todas las economías emergentes han registrado un crecimiento económico vigoroso, en la mayoría de las economías avanzadas el ritmo de crecimiento ha seguido siendo más moderado.

Los indicadores de corto plazo sugieren que el ritmo de la expansión económica, si bien sigue siendo robusto, se ha moderado tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios (véase gráfico 1). El indicador sintético mundial PMI (índice de directores de compras) se redujo hasta 55,4 en junio, desde los 57 puntos registrados en el mes anterior. Esta cifra sigue siendo muy superior a la media de la serie y es coherente con el sólido crecimiento mundial. La actividad comercial continúa estando respaldada por una nueva y sólida expansión, aunque más moderada, de las entradas de nuevos pedidos, tanto nacionales como del exterior, lo que constituye un buen augurio para la demanda externa de la zona del euro.

Gráfico 1 PMI: producción mundial

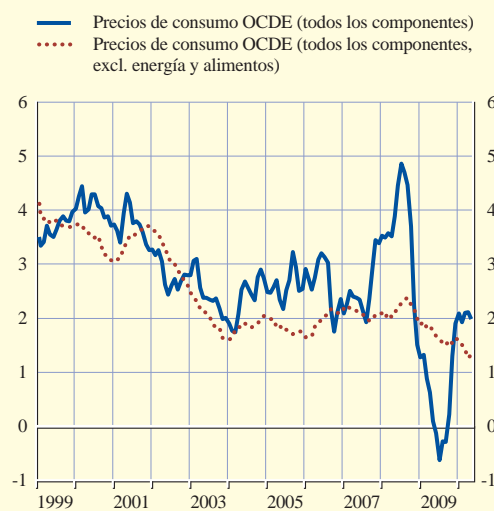
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

Las presiones de precios a escala mundial han seguido siendo, en general, moderadas pero las diferencias en los patrones de crecimiento también se han reflejado en una divergente intensidad de las presiones inflacionistas entre países y regiones. En las principales economías avanzadas, la inflación medida por el IPC ha seguido siendo moderada, mientras que, en las economías emergentes que crecen con mayor rapidez, las tasas de inflación han aumentado hasta niveles más altos. En conjunto, en los países de la OCDE, la inflación general medida por los precios de consumo se incrementó un 2% en el año transcurrido hasta mayo, frente al 2,1% registrado en abril (véase gráfico 2). El descenso de la inflación general tuvo su origen, principalmente, en una desaceleración de la inflación interanual de los precios de la energía en mayo en comparación con abril. La inflación interanual medida por los precios de consumo, excluidos la energía y los alimentos fue del 1,3% en mayo, sin variación con respecto al mes anterior. Los precios de los bienes intermedios del indicador PMI mundial indican que la inflación de costes se redujo en la mayoría de los sectores manufactureros que abarca esta encuesta.

ESTADOS UNIDOS

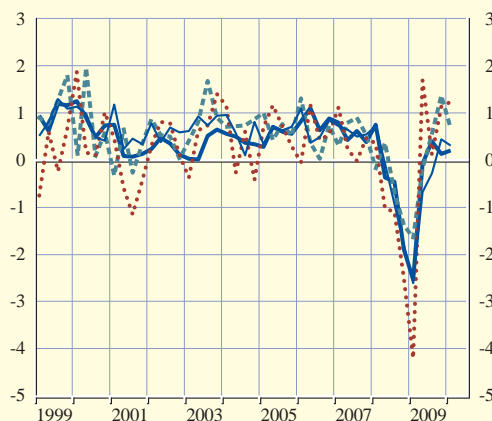
En Estados Unidos, el crecimiento del PIB real perdió cierto impulso en el primer trimestre de 2010, tras haber repuntando vigorosamente en el último trimestre de 2009. Según la tercera estimación de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real creció un 2,7%, en tasa anualizada, en el primer trimestre de 2010, tras el aumento del 5,6% observado en el último trimestre de 2009. Más de la mitad del crecimiento total del PIB en el primer trimestre de 2010 es atribuible a las existencias privadas. El crecimiento del PIB también reflejó, en parte, la capacidad de resistencia del gasto en consumo, que se incrementó a una tasa anualizada del 3%. El gasto de las empresas siguió recuperándose, impulsado por otro aumento pronunciado de la inversión en bienes de equipo y software. Por otra parte, el crecimiento se vio atenuado por un acusado descenso del gasto de las administraciones regionales y locales y por una contribución negativa del comercio, ya que las importaciones crecieron más que las exportaciones.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, fue del 2% en mayo, frente al 2,2% de abril. Este descenso de la inflación general medida por el IPC es atribuible a una desaceleración de la in-

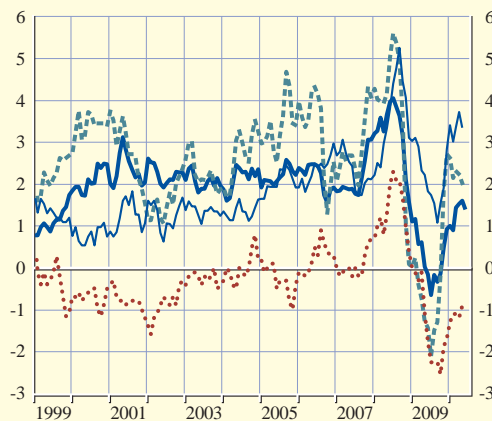
Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas

— Zona del euro - - - Estados Unidos
 Japón — Reino Unido

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



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



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

flación interanual de los precios de la energía en mayo. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se mantuvo en el 0,9% en mayo, la tasa más baja registrada desde 1996, como consecuencia de las menores presiones inflacionistas y del notable exceso de capacidad productiva sin utilizar.

El 23 de junio de 2010, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales en una banda del 0% al 0,25%. El Comité sigue considerando que la situación económica, incluidas las bajas tasas de utilización de los recursos, las moderadas tendencias de la inflación y la estabilidad de las perspectivas de inflación, probablemente justifique que se mantenga el tipo de interés de los fondos federales en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha mostrado nuevas señales de recuperación, al tiempo que se está moderando la deflación. La segunda estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno indica que el PIB real aumentó en el primer trimestre de 2010 un 1,2% en tasa intertrimestral. La encuesta Tankan, correspondiente a junio, reveló que, si bien ha mejorado la evaluación de las empresas sobre el clima empresarial, se mantiene la cautela en lo tocante a sus perspectivas.

Los precios de consumo siguieron bajando, aunque en menor medida, debido al notable exceso de capacidad productiva sin utilizar que registra la economía. La inflación interanual, medida por el IPC, fue del -0,9% en mayo, frente al -1,2% observado en abril. Al mismo tiempo, la inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el -1,6%, en tasa interanual, en mayo, sin variación con respecto a abril.

En su reunión de 15 de junio de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, los indicadores recientes siguen apuntando a una recuperación sostenida. El crecimiento intertrimestral del PIB real se revisó al alza hasta el 0,3% (desde el 0,2%) en el primer trimestre de 2010 (véase gráfico 3). El crecimiento del producto estuvo determinado, principalmente, por una contribución positiva de las existencias, mientras que el gasto de los hogares no experimentó variación y la demanda exterior neta siguió contribuyendo negativamente. Los precios de la vivienda han continuado su tendencia alcista, al menos en tasas interanuales. El índice Halifax de precios de la vivienda se situó en mayo de 2010 un 5,3% por encima del nivel de hace un año. De cara al futuro, se prevé que la actividad prosiga su gradual recuperación, respaldada por los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, el estímulo monetario y las mejoras de la situación mundial en general. No obstante, las perspectivas económicas siguen estando empañadas por la necesidad de proceder a una sustancial restricción presupuestaria y a un mayor ajuste de los balances del sector bancario, y de incrementar el ahorro del sector privado en un contexto de elevados niveles de endeudamiento y aumento de la incertidumbre.

La inflación interanual, medida por el IPC, tras seguir una tendencia alcista en los últimos meses, se redujo hasta el 3,4% en mayo, desde el 3,7% registrado en abril. La reimplantación de la tasa del IVA en enero de 2010, los incrementos interanuales de los precios de la energía y el efecto retardado de la depreciación de la libra siguieron ejerciendo presión al alza sobre la inflación interanual. El 10 de junio, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra votó a favor de mantener en el 0,5% el tipo de

interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. El Comité también votó a favor de mantener el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en 200 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los demás países de la UE no pertenecientes a la zona del euro el crecimiento del PIB real ha vuelto a registrar cifras positivas y han aumentado las tasas de utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero. Esta recuperación gradual refleja, principalmente, la mejora sostenida de la demanda externa y el paulatino repunte de la confianza de los consumidores. En conjunto, los indicadores de actividad de corto plazo sugieren que proseguirá la recuperación.

En Suecia, el PIB real creció un 1,4%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, tras registrar un crecimiento del 0,4% en el cuarto trimestre de 2009. En Dinamarca, el producto creció un 0,6% en el primer trimestre de 2010, frente a un 0,1% en el cuarto trimestre de 2009. Los indicadores de corto plazo señalan claramente que continuará la recuperación en Suecia y Dinamarca, aunque la inversión empresarial sigue siendo débil. En mayo de 2010, la inflación interanual, medida por el IAPC, se moderó hasta el 1,9% en ambos países.

Entre los países más grandes de la UE de Europa central y oriental, solo Rumanía registró tasas de crecimiento real negativas en el primer trimestre de 2010 (–0,3% en cifras intertrimestrales). Al mismo tiempo, el crecimiento fue del 0,9% en Hungría y del 0,5% en la República Checa y Polonia. En general, con la excepción de Rumanía, los indicadores de confianza más recientes, así como las cifras de producción industrial y comercio, apuntan a una mejora de la actividad. Simultáneamente, varios factores —incluidos el aumento del desempleo y las desfavorables condiciones de concesión de crédito (sobre todo en Hungría y Rumanía)— indican que se mantendrá la atonía de la demanda interna. En mayo de 2010, la inflación interanual, medida por el IAPC, se situaba en el 1% en la República Checa y en el 2,3% en Polonia. En Hungría y Rumanía, la inflación medida por el IAPC siguió siendo elevada, registrándose tasas del 4,9% y del 4,4%, respectivamente.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

El crecimiento del producto siguió siendo vigoroso en las economías emergentes de Asia durante el segundo trimestre de 2010, como lo confirman los indicadores mensuales más recientes. En particular, la región ha experimentado, en lo que va de año, un fuerte repunte del crecimiento de las exportaciones, en acusado contraste con la situación de hace un año. Las tasas mensuales de crecimiento interanual de las exportaciones de las principales economías de la región se situaron, en promedio, en un intervalo del 25% al 50% en los cinco primeros meses de 2010. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas están aumentando y la inflación medida por el IPC fue algo más elevada en mayo, en comparación con los meses anteriores, en la mayoría de los países de la región.

Aunque los indicadores de alta frecuencia apuntan a una ligera desaceleración, China siguió registrando un robusto crecimiento económico en el segundo trimestre de 2010. La demanda interna privada —tanto la inversión como el consumo— se ha ido haciendo cada vez más autosostenida, lo que ha permitido una gradual retirada de las políticas públicas de estímulo. La demanda externa ha registrado una acusada recuperación, con un crecimiento de las exportaciones reales del 45% en mayo en comparación con un año antes. Las presiones inflacionistas siguieron intensificándose en mayo, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y las materias primas, y la inflación, medida por el IPC y por el índice de precios industriales (IPRI), se situó en el 3,1% y en el 7,1%, respectivamente. Las medidas administrativas adoptadas a finales de abril para frenar la de-

manda especulativa en el mercado de la vivienda han comenzado a producir algunos resultados, aunque todavía es demasiado pronto para evaluar el impacto sobre los precios inmobiliarios y la inversión residencial.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica se fortaleció aún más en el primer trimestre. En Brasil, el PIB real creció un 8,9%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2010, tras aumentar un 4,4% en el cuarto trimestre de 2009. En mayo, la inflación interanual se situó en el 5,2%, sin variación con respecto al mes anterior. El 10 de junio, el Banco Central do Brasil elevó su principal tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 10,25%. En Argentina, el PIB real registró una expansión del 6,3%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2010. La inflación, medida por los precios de consumo, aumentó de nuevo en mayo, hasta el 10,7%. En México, la producción industrial creció un 6,1% en abril, mientras que la inflación interanual se situó en el 3,9% en mayo, es decir, 0,4 puntos porcentuales por debajo del nivel observado en el mes anterior.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Tras el descenso experimentado en mayo, los precios del petróleo aumentaron durante la mayor parte de junio y bajaron de nuevo en los primeros días de julio en un clima de considerable volatilidad. El 7 de julio, el precio del barril de Brent se situaba en 72,3 dólares estadounidenses, es decir, un 7,6% por debajo del nivel de comienzos del año (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más altos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 82,4 dólares estadounidenses el barril.

La Agencia Internacional de la Energía (AIE) ha revisado al alza sus proyecciones de la demanda de petróleo en vista de que la demanda de los países de la OCDE, especialmente de Estados Unidos, ha resultado mayor de lo previsto, mientras que, en los países no pertenecientes a la OCDE, la demanda sigue siendo robusta. No obstante, la oferta continúa siendo holgada y está atenuando, en parte, las presiones registradas por el lado de la demanda. En conjunto, la AIE espera un aumento de la producción de petróleo en 2010, debido a que los países no pertenecientes a la OPEP producirán más de lo previsto. A medio plazo, se prevé que la oferta de petróleo seguirá siendo abundante, como consecuencia del aumento de la capacidad de producción de la OPEP tras las nuevas inversiones.

Los precios de las materias primas no energéticas fueron algo más elevados en junio. Los precios de los alimentos se incrementaron por la subida de los precios del trigo, mientras que los precios de los metales siguieron bajando, debido en gran medida al descenso de los precios del cobre y del níquel. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a principios de julio, aproximadamente un 11,7% por encima del nivel de comienzos del año.

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

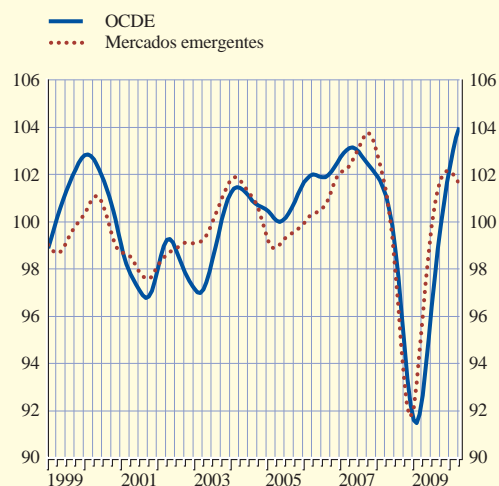
Los datos de las encuestas y los indicadores adelantados sugieren que, a lo largo del año en curso, cabría esperar cierta moderación en el ritmo de crecimiento, a medida que se desvanezca el impacto de factores transitorios como el favorable ciclo de existencias y el estímulo proporcionado por las políticas. Los indicadores adelantados sugieren que el máximo alcanzado en la reciente recuperación podría haberse ya dejado atrás y apuntan a una desaceleración de la expansión económica, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, aproximadamente a uno o dos trimestres vista. Los indicadores sintéticos adelantados correspondientes a los países de la OCDE sugieren un ritmo más lento de expansión en abril, con tasas de crecimiento más bajas por noveno mes consecutivo (véase gráfico 5). Asimismo han comenzado a vislumbrarse los primeros indicios de un posible máximo en los principales países no pertenecientes a la OCDE, como Brasil y China. Los indicadores de confianza de las principales economías también

muestran, en general, señales un tanto ambivalentes, que sugieren que la situación económica actual es sólida, aunque con unas expectativas más moderadas para el corto plazo.

En un entorno marcado por una fuerte incertidumbre, se considera que los riesgos para la actividad mundial siguen estando, en general, equilibrados. Por una parte, el comercio mundial podría recuperarse con más intensidad de lo previsto. Por otra parte, sigue preocupando el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros, con los posibles efectos adversos sobre las condiciones de financiación y la confianza. Además, la situación podría complicarse por la posibilidad de que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, se intensifiquen las

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 de los indicadores sintéticos adelantados de Brasil, Rusia y China.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

presiones proteccionistas y se realice de forma desordenada la corrección de los desequilibrios mundiales.

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado han permanecido en niveles reducidos en los últimos meses. Esta evolución continúa respaldando la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo son contenidas. El efecto atenuante ejercido por la acusada pendiente de la curva de rendimientos sobre el crecimiento de M3 está disminuyendo gradualmente. El débil crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado sigue ocultando un crecimiento moderadamente positivo de los préstamos a los hogares, así como un crecimiento negativo de los préstamos a las sociedades no financieras. Con todo, los flujos mensuales de préstamos a estos dos sectores fueron positivos en mayo de 2010. Por último, los datos de los balances de las IFM hasta mayo aportan nueva evidencia de que, tras la disminución de los activos totales registrada en 2009, el sector de las IFM de la zona del euro ha vuelto a acumular activos desde principios de 2010.

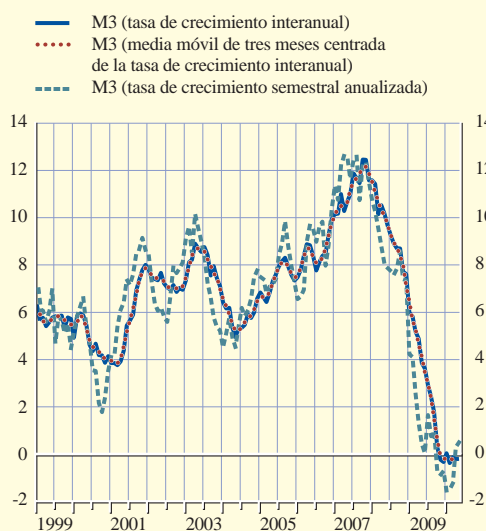
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

En mayo de 2010, el crecimiento interanual de M3 permaneció en niveles reducidos y se mantuvo invariable, en el $-0,2\%$ (véase gráfico 6). Esta evolución oculta unos flujos mensuales considerablemente negativos que, no obstante, podría reflejar simplemente una reversión parcial de los cuantiosos flujos positivos registrados el mes anterior, confirmando con ello que, en general, la evolución a corto plazo de este agregado monetario durante el último año y medio se ha caracterizado por un grado elevado de volatilidad. Hasta ahora, las tensiones que emergieron en algunos segmentos de los mercados financieros en abril y mayo no parecen haber tenido un efecto perceptible sobre los datos agregados relativos a la evolución monetaria en la zona del euro en su conjunto. Al mismo tiempo, es posible que el hecho de que los sectores tenedores de dinero redujeran de manera relativamente acusada sus tenencias de valores distintos de acciones a corto y a largo plazo de las IFM en mayo haya causado cierto impacto.

En general, la evolución de M3 sigue explicándose, en gran parte, por el impacto de los distintos tipos de interés. La pendiente de la curva de rendimientos continúa siendo acusada, lo que hace que la remuneración de los activos no monetarios que generan intereses sea relativamente elevada y, por tanto, constituye un incentivo continuo para asignar nuevos fondos a activos no incluidos en M3. Sin embargo, como la pendiente de la curva de rendimientos ha sido pronunciada desde principios de 2009, deberían haberse producido desplazamientos desde M3 hacia instrumentos a más

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

largo plazo en respuesta al aumento de la pendiente, causando un impacto a la baja más reducido sobre el crecimiento de M3. Por consiguiente, aunque el crecimiento de M3 sigue subestimando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, lo hace en menor medida.

En cuanto a los componentes, el débil crecimiento de M3 observado en mayo continuó ocultando importantes diferencias entre el crecimiento interanual de M1, que fue muy positivo, con una tasa del 10,3%, y un crecimiento considerablemente negativo de otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables. Por lo que se refiere a las contrapartidas, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado se mantuvo en niveles moderados y también ocultó diferencias entre el crecimiento moderadamente positivo de los préstamos otorgados a los hogares y el crecimiento negativo de los préstamos a las sociedades no financieras.

Los principales activos de las IFM volvieron a aumentar ligeramente en el período de tres meses transcurrido hasta mayo de 2010, tras haber repuntado en el primer trimestre del año. Esta evolución refleja, fundamentalmente, un aumento de los préstamos entre IFM y de los concedidos a instituciones distintas de IFM de la zona del euro y, en general, proporciona nueva evidencia de que las IFM de la zona han estado ampliando sus balances desde principios de 2010, tras la contracción observada en 2009.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El débil crecimiento interanual de M3 continúa ocultando diferencias en los niveles de crecimiento de los distintos componentes. La tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo en niveles muy positivos, mientras que la de los instrumentos negociables y la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista permanecieron en niveles considerablemente negativos.

Al mismo tiempo, en los últimos meses se ha observado cierta disminución de esta diferencia. La tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó un nuevo descenso en mayo y se situó en el 10,3%, desde el 10,7% del mes precedente (véase cuadro 1). Esta evolución estuvo impulsada por los sustanciales flujos

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

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

Fuente: BCE.

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

mensuales de salida de los depósitos a la vista, que quedaron compensados, aunque solo en parte, por las entradas de efectivo en circulación. Es posible que las salidas registradas en los depósitos a la vista reflejen una reversión de los elevados flujos de entrada del mes anterior, y también deben considerarse en el contexto de elevada volatilidad que ha caracterizado a los flujos de estos depósitos desde el otoño de 2008.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó hasta situarse en el -8% en mayo, desde el -8,6% de abril, como consecuencia de que sus dos componentes, los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo) y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, los depósitos de ahorro a corto plazo) registraron entradas mensuales de magnitud similar. Los flujos de entrada de depósitos a corto plazo reflejan, por un lado, el hecho de que, en los últimos meses, su remuneración ha mejorado y, por otro, la reducción del tipo de interés al que se remuneran los depósitos a la vista, especialmente del tipo de interés de los depósitos a más largo plazo, durante ese mismo período.

Tras aumentar durante dos meses consecutivos, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables descendió hasta situarse en el -10,7% en mayo, desde el -9,9% de abril, como consecuencia de los flujos de salida mensuales negativos registrados. Dos terceras partes de las salidas observadas correspondieron a las participaciones en fondos del mercado monetario. El tercio restante tuvo su origen en una reducción de los valores distintos de acciones a corto plazo (es decir, los valores distintos de acciones hasta dos años) de las IFM que mantienen los sectores tenedores de dinero. Esta evolución podría ser reflejo de la preocupación de algunos inversores acerca de la sostenibilidad del endeudamiento de los sectores público y privado y de sus repercusiones para los sistemas bancarios de algunos países.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle fiable por sectores, experimentó un ligero incremento en mayo, pero continuó fluctuando en torno al 1%, nivel alcanzado por primera vez en octubre de 2009. Este aumento tuvo su origen en la mayor contribución de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones. Las contribuciones de las sociedades no financieras y de los hogares continuaron disminuyendo levemente en mayo. No obstante, los depósitos de M3 mantenidos por las sociedades no financieras siguen siendo los que más han contribuido al crecimiento interanual de estos instrumentos, mientras que la aportación de los depósitos que mantienen los hogares ha caído hasta situarse en niveles próximos a cero.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se situó en el 1,8% en mayo, sin variaciones con respecto al mes precedente (véase cuadro 1). Sin embargo, esta evolución refleja movimientos opuestos de sus dos componentes principales, ya que mientras que el crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas se mantuvo en niveles elevados, el del crédito concedido al sector privado siguió siendo reducido.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado (el principal componente del crédito otorgado a este sector) continuó siendo reducida, pero experimentó un ligero aumento por cuarto mes consecutivo, situándose en el 0,2% en mayo, desde el 0,1% de abril. Al igual que en el mes anterior, el impacto de las operaciones de titulización fue nulo en mayo.

El crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado sigue ocultando diferencias

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 Abr	2010 May
Sociedades no financieras	43,2	4,6	1,2	-1,4	-2,5	-2,6	-2,1
Hasta un año	24,9	-2,6	-8,7	-11,9	-12,2	-10,9	-9,8
De uno a cinco años	19,6	9,7	4,7	-0,2	-3,3	-5,0	-5,1
Más de cinco años	55,5	6,8	5,4	3,9	3,2	2,7	2,9
Hogares²⁾	46,1	0,1	-0,1	0,3	1,7	2,5	2,6
Crédito al consumo ³⁾	12,4	-0,4	-1,0	-1,0	-0,6	-0,4	-0,4
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	72,0	-0,2	-0,2	0,2	2,0	2,9	3,1
Otras finalidades	15,6	1,5	1,3	1,9	2,4	3,1	2,9
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	-3,1	-6,1	-12,4	-9,3	-7,4	-7,8
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,9	1,4	-0,0	0,2	0,2	2,3	0,5

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

significativas entre los distintos subsectores. Por un lado, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras continuó siendo negativa en mayo (del -2,1%), aunque algo menos que en el mes precedente (véase cuadro 2). Sin embargo, en mayo se registraron cuantiosas entradas mensuales positivas en los préstamos a empresas, las más elevadas desde enero de 2009, impulsadas por los considerables flujos de entrada en los préstamos a corto plazo (hasta un año) y los préstamos a largo plazo (a más de cinco años). No obstante, a la vista de la volatilidad observada en los últimos meses, es demasiado pronto para valorar si esta evolución señala un punto de inflexión. Un aumento de las entradas de préstamos a corto plazo sería acorde con la mayor necesidad de las empresas de disponer de fondos a corto plazo para gestionar sus existencias, como consecuencia de los acusados aumentos de la variación de existencias observados en los primeros meses de 2010.

Por otro lado, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares fue moderadamente positiva en mayo (del 2,6%), prácticamente sin variaciones con respecto al mes precedente. La evolución de los préstamos concedidos al citado sector continúa reflejando, fundamentalmente, la de los préstamos para adquisición de vivienda. Tras haber aumentado de manera constante en el segundo semestre de 2009, los flujos de esta modalidad de préstamo se han estabilizado en los seis últimos meses. En cambio, el crédito al consumo continuó registrando una leve contracción (en términos tanto de flujos mensuales como de la tasa de crecimiento interanual) en mayo.

En general, los datos más recientes confirman que en 2009 se produjo un punto de inflexión en los préstamos otorgados a los hogares en términos reales, prácticamente coincidente con el registrado por el PIB real, y similar al observado con frecuencia en ciclos anteriores. Al mismo tiempo, todavía no se dispone de evidencia concluyente de que se haya producido un punto de inflexión en los préstamos en términos reales a las sociedades no financieras, que tiende a presentar un desfase de casi un año, en promedio, con respecto al que se registra en el ciclo económico general.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) cayó hasta situarse en el 3,7% en mayo. Este descenso reflejó una evolución similar de sus componentes, ya que tanto los depósitos a largo plazo como los valores

distintos de acciones de entidades de crédito a largo plazo registraron salidas significativas en mayo. Es probable que diversos factores hayan determinado esta evolución, entre los que se incluye la disminución del diferencial entre los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a largo plazo y los de los depósitos a corto plazo y los depósitos de ahorro (M2-M1), que ha reducido el coste de oportunidad de mantener estos últimos. De igual modo, el aumento de las tensiones en los mercados financieros puede haber inducido a algunos inversores aversos al riesgo a reducir sus tenencias de bonos a largo plazo emitidos por IFM residentes en algunos países afectados por la crisis de la deuda soberana. La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas se incrementó hasta situarse en el 7,8% en mayo, frente al 7,6% de abril.

Por último, en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se registraron entradas interanuales por importe de 68 mm de euros en mayo, frente a los 88 mm de euros de abril (véase gráfico 7). Esto se debe, principalmente, a efectos de base, ya que los flujos mensuales netos contabilizados en mayo fueron positivos (11 mm de euros). Los flujos interanuales positivos observados en los activos exteriores netos ocultan el hecho de que tanto los flujos interanuales de activos exteriores como los de pasivos exteriores continuaron siendo ligeramente negativos, y la reducción de los pasivos superó ligeramente la de los activos.

En resumen, el crecimiento de M3 y de los préstamos al sector privado permaneció en niveles reducidos en mayo. Esta evolución respalda la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que, a medio plazo, las presiones inflacionistas derivadas de la evolución monetaria son contenidas. La acusada pendiente de la curva de rendimientos continúa frenando el crecimiento de M3 más allá de lo que indica el ritmo subyacente de expansión monetaria, pero este efecto está disminuyendo gradualmente.

2.2 EMISIONES DE VALORES

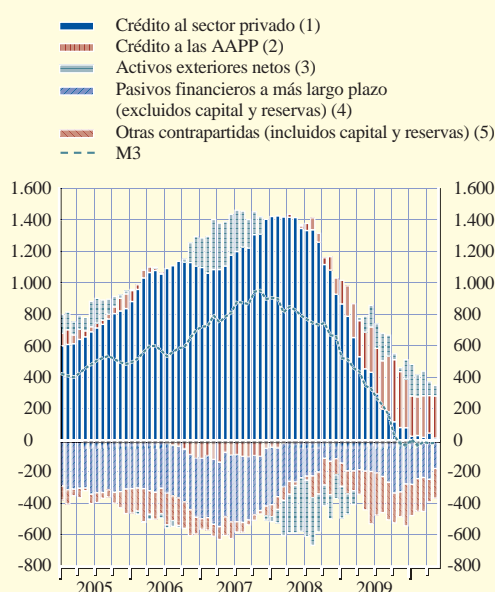
La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones continuó moderándose, y en abril de 2010 descendió hasta situarse en el 5,7%. Los datos sobre la emisión por sectores ponen de manifiesto que esta moderación fue generalizada en los distintos sectores y plazos de vencimiento. Mientras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas permaneció prácticamente invariable.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona

Gráfico 7 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros)	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2009	2009	2009	2010	2010	2010
	2010 Abril	II	III	IV	I	Marzo	Abril
Valores distintos de acciones:	15.696	11,8	11,4	10,1	7,0	6,0	5,7
IFM	5.495	5,8	4,0	2,9	1,6	1,4	1,3
Instituciones financieras no monetarias	3.254	30,9	26,8	21,0	10,1	7,2	6,2
Sociedades no financieras	867	10,5	14,1	16,5	14,8	16,1	15,7
Administraciones Públicas	6.080	12,2	13,5	12,7	10,0	8,7	8,6
De las cuales:							
Administración Central	5.686	12,4	13,7	12,9	9,9	8,6	8,5
Otras Administraciones Públicas	394	9,6	9,5	10,4	10,2	11,6	10,9
Acciones cotizadas:	4.428	1,9	2,7	2,8	2,9	2,8	2,7
IFM	513	8,7	9,3	8,8	8,2	7,4	7,0
Instituciones financieras no monetarias	344	3,1	3,9	2,7	5,4	5,4	5,3
Sociedades no financieras	3.571	0,8	1,6	1,9	1,9	1,8	1,7

Fuente: BCE.

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

del euro continuó moderándose, y en abril de 2010 cayó hasta situarse en el 5,7%, desde el 6% registrado el mes anterior (véase cuadro 3). Siguiendo la tendencia a la baja que comenzó hace un año, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo descendió hasta el -8% en abril. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se redujo, situándose en el 7,6%. No obstante, la disminución de la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones, que capta mejor las tendencias a corto plazo, se interrumpió en abril como consecuencia del crecimiento de la emisión por parte de las instituciones financieras monetarias (véase gráfico 8).

En los últimos meses, las actividades de refinanciación han seguido siendo intensas en el segmento de valores distintos de acciones a largo plazo, principalmente a tipo de interés fijo, en detrimento de la emisión de valores a corto plazo. En los meses más recientes, la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo se ha estabilizado en una tasa por debajo del 11%. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo a tipo de interés variable se redujo hasta situarse por debajo del 1%.

Desde la perspectiva de los sectores, la moderación observada en el ritmo de emisión de valores distintos de acciones en los últimos meses parece ser generalizada, excepto en el caso del sector empresas, en el que el crecimiento de la emisión ha estado fluctuando en torno a niveles elevados en términos históricos. Concretamente, la tasa de crecimiento inte-

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

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

ranual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro se situó en el 15,7% en abril de 2010, desde el 16,1% del mes anterior. Los elevados volúmenes y el ritmo sostenido de emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo desde finales de 2008 sugiere que las empresas, especialmente las grandes empresas, han obtenido financiación en los mercados de capitales, beneficiándose de unas condiciones de mercado todavía favorables y posiblemente como reacción a las condiciones relativamente estrictas aplicadas a los préstamos bancarios.

Pese a observarse algunas señales de moderación, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se mantuvo elevada en abril de 2010, en el 8,6%. Esta evolución es acorde con la persistencia de unas necesidades de financiación considerables de los sectores públicos de la zona del euro, aunque se ha de destacar que en los últimos meses se ha producido una fuerte reducción de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo y que el crecimiento pasó a ser negativo en abril.

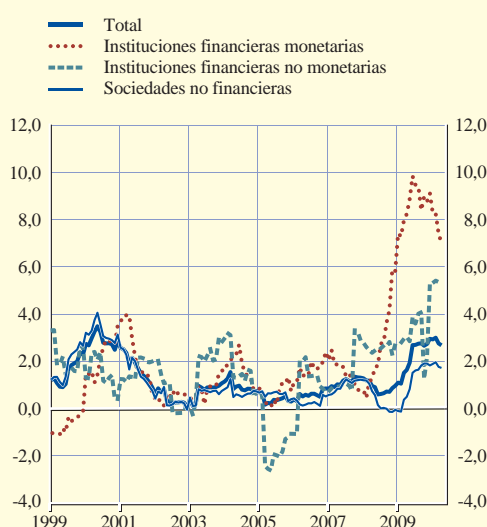
En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se mantuvo en un nivel reducido en abril, el 1,3%, frente al 1,4% del mes anterior. Esto se debió a la caída de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo aunque, desde una perspectiva más a largo plazo, la debilidad observada en la emisión fue atribuible, fundamentalmente, a la acusada disminución del volumen de emisión de valores distintos de acciones a corto plazo. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias descendió hasta situarse en el 6,2% en abril de 2010, desde el 7,2% del mes anterior, como consecuencia de la desaceleración del crecimiento de la emisión de valores a largo plazo.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro permaneció prácticamente invariable, en el 2,7%, en abril de 2010 (véase gráfico 9). Aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las IFM se moderó ligeramente con respecto al mes precedente, se mantuvo elevada, en el 7%, en abril de 2010. Esto refleja los esfuerzos de las entidades de crédito por captar capital para consolidar sus balances. Mientras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras apenas experimentó variaciones, y fue del 1,7% en abril, pese al aumento del coste de la financiación mediante acciones, que registró un máximo histórico.

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron en todos los plazos de vencimiento en junio y

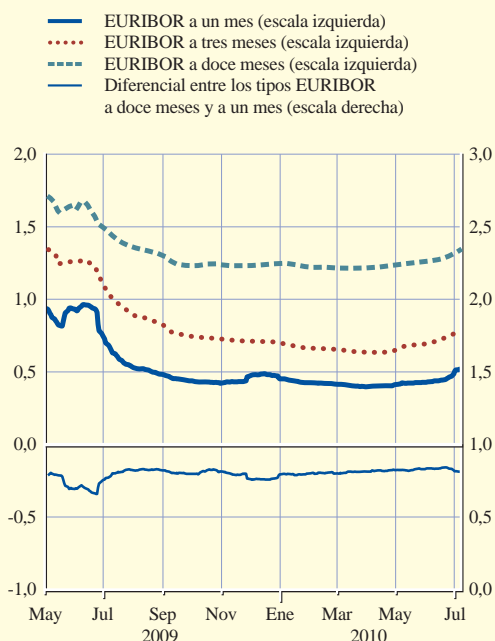
principios de julio de 2010, principalmente como consecuencia de las tensiones relacionadas con la persistente preocupación de los participantes en los mercados financieros acerca de los riesgos soberanos en algunos países de la zona del euro. Para suavizar el efecto sobre la liquidez de la operación de financiación a plazo más largo a un año con vencimiento el 1 de julio (en la que se adjudicaron 442 mm de euros), ese día, el BCE llevó a cabo una operación de ajuste a seis días adicional (en la que se adjudicaron 111,3 mm de euros), que siguió a la operación de financiación a plazo más largo a tres meses adjudicada el 30 de junio (con un volumen de adjudicación de 131,9 mm de euros). Al mismo tiempo, el programa de adquisiciones de bonos garantizados que comenzó el 6 de julio de 2009 finalizó el 30 de junio.

En junio y principios de julio de 2010, los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron en todos los plazos de vencimiento. El 7 de julio, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,523%, el 0,802%, el 1,065% y el 1,334%, respectivamente, esto es, aproximadamente 9, 9, 7 y 7 puntos básicos por encima de los niveles observados el 9 de junio. En general, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, se redujo 2 puntos básicos en ese período, y el 7 de julio se situaba en torno a 81 puntos básicos (véase gráfico 10).

Entre el 9 de junio y el 7 de julio, los tipos de interés del mercado monetario obtenidos del índice de los swaps del EONIA a tres meses aumentaron más que los tipos sin garantías correspondientes. El tipo swap del EONIA a tres meses se situó en el 0,55% el 7 de julio, unos 15 puntos básicos por encima del nivel del 9 de junio. En consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés del mercado monetario y el EURIBOR sin garantías correspondiente descendió hasta situarse en 25 puntos básicos el 7 de julio, 6 puntos básicos

Gráfico 10 Tipos de interés del mercado monetario

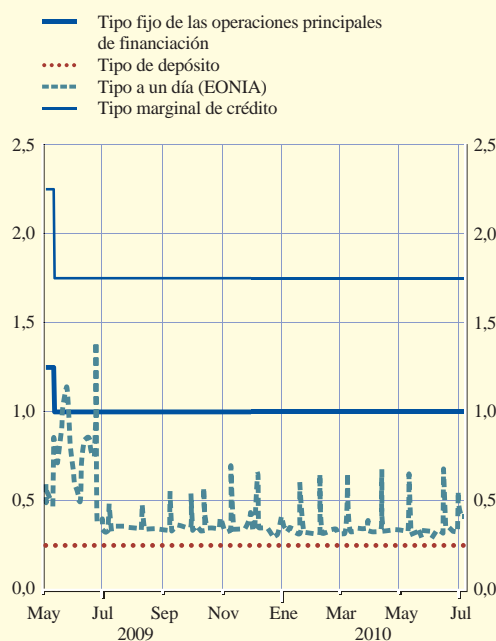
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

por debajo del vigente el 9 de junio (manteniéndose relativamente elevado en comparación con el nivel registrado antes del comienzo de las turbulencias en los mercados financieros en agosto de 2007).

El 7 de julio, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre de 2010 y marzo y junio de 2011 se situaron en el 0,98%, el 1,11%, el 1,17% y el 1,25%, respectivamente, lo que representa un aumento de unos 15, 22, 23 y 23 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 9 de junio.

El EONIA permaneció estable, en líneas generales, en junio, y se mantuvo en niveles aproximadamente 7-12 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito, el 0,25% (véase gráfico 11), con la excepción del 15 de junio, último día del quinto período de mantenimiento de 2010, fecha en que el EONIA se incrementó hasta el 0,665%, como consecuencia de una operación de absorción de liquidez que realizó el Eurosistema en la que se aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés variable. En la operación se absorbieron 363,5 mm de euros, con un tipo máximo del 0,85%, un tipo marginal del 0,8% y un tipo medio ponderado del 0,77%. El 1 de julio venció la primera operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a un año, lo que provocó una disminución del exceso de liquidez. En consecuencia, el EONIA se situó en el 0,542% y el 0,48% el 30 de junio y el 1 de julio, respectivamente. Posteriormente, el EONIA permaneció en una banda entre el 0,41% y el 0,44%, y el 7 de julio se situó en el 0,414%.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 8, 15, 22 y 29 de junio y 6 de julio, el BCE adjudicó 122 mm de euros, 126,7 mm de euros, 151,5 mm de euros, 162,9 mm de euros y 229,1 mm de euros, respectivamente. En cuanto a las operaciones a más largo plazo, el BCE adjudicó dos OFPML en junio aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en ambas operaciones: una operación a un mes el 15 de junio (en la que se adjudicaron 31,6 mm de euros) y una operación a tres meses el 30 de junio (en la que se adjudicaron 131,9 mm de euros). El elevado importe adjudicado en esta última operación reflejó el hecho de que la fecha de liquidación coincidió con la fecha de vencimiento de la operación a un año (en la que se adjudicaron 442 mm de euros). Con el fin de seguir suavizando el efecto sobre la liquidez causado por la primera OFPML a un año con vencimiento el 1 de julio de 2010, ese día, el BCE llevó a cabo una operación de ajuste a seis días adicional con un tipo de interés fijo del 1%, adjudicación plena y vencimiento el 7 de julio (coincidiendo con la fecha de liquidación de la siguiente operación principal de financiación) en la que se adjudicaron 111,2 mm de euros. Además, el BCE realizó cinco operaciones de absorción de liquidez a una semana aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1% los días 8, 15, 22 y 29 de junio y 6 de julio. En la última operación, el BCE absorbió 59 mm de euros, que corresponde al importe de las adquisiciones realizadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores, teniendo en cuenta las operaciones realizadas el 2 de julio de 2010 o con anterioridad a esa fecha.

En consonancia con la disminución del superávit de liquidez que se produjo en el mercado monetario de la zona del euro tras el vencimiento de la primera OFPML a un año, el recurso medio diario a la facilidad de depósito se redujo hasta situarse en 244 mm de euros en el período comprendido entre el 16 de junio y el 7 de julio, por debajo de los 288,8 mm de euros registrados en el período de mantenimiento anterior, que finalizó el 15 de junio.

El programa de adquisición de bonos garantizados que se inició el 6 de julio de 2009 finalizó el 30 de junio. En el marco del programa, el Eurosistema adquirió bonos por importe nominal de 60 mm de euros en los mercados primarios y secundarios.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

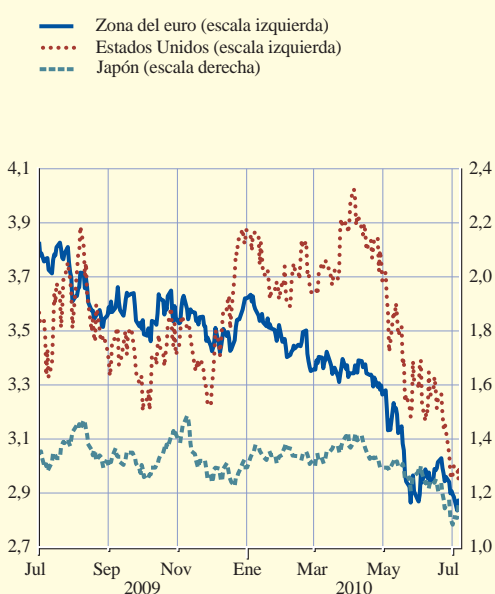
A lo largo del mes de junio y a primeros de julio, los cambios recurrentes en la tolerancia al riesgo de los inversores siguieron determinando la evolución de los mercados internacionales de renta fija. El 7 de julio, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro se situó en torno a sus niveles de principios de junio, mientras que los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de algunos países de la zona del euro volvieron a ampliarse. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo disminuyó en el período considerado. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro descendieron en junio.

Entre los primeros días de junio y el 7 de julio, el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación crediticia AAA de la zona del euro se mantuvo generalmente estable en torno al 2,9%, mientras que el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo volvió a disminuir, en 30 puntos básicos, hasta el 3% (véase gráfico 12). En consecuencia, el diferencial de tipos de interés nominales a diez años entre la deuda pública de Estados Unidos y la de la zona del euro se estrechó, hasta situarse en 10 puntos básicos.

En junio y a principios de julio, los mercados internacionales de renta fija siguieron reflejando los cambios recurrentes en la tolerancia al riesgo de los inversores. Durante este período, los desplazamientos de carteras hacia la mayor seguridad de la deuda pública provocaron cierta volatilidad, de corta duración, del rendimiento de la deuda pública a largo plazo a ambos lados del Atlántico. Sin embargo, en conjunto, la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

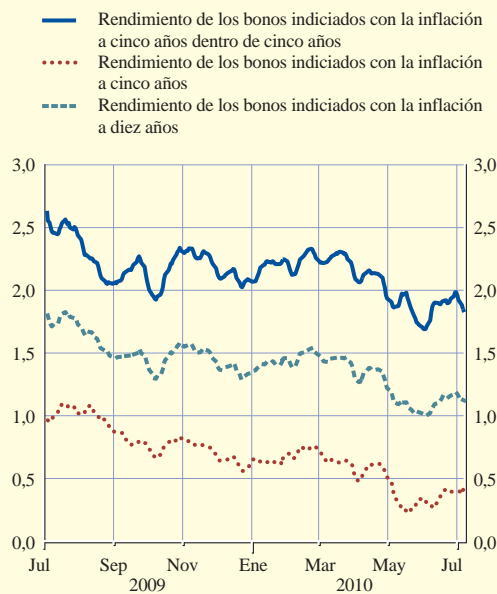
(en porcentaje; datos diarios)



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.

Gráfico 13 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

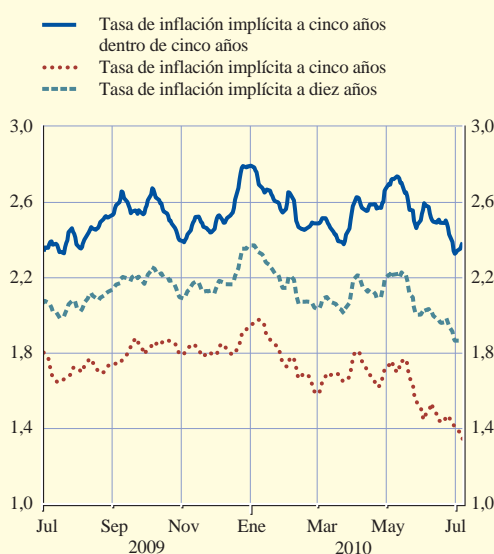
rendimiento de la deuda pública a largo plazo, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, se ha reducido ligeramente desde comienzos de junio.

El rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años disminuyó en el período analizado, como resultado de la aversión al riesgo de los inversores. Aunque la preocupación de los inversores respecto al riesgo de crédito soberano de algunos países de la zona del euro pareció reducirse ligeramente en el mes de junio, surgieron temores en los mercados acerca de la fortaleza y sostenibilidad de la recuperación económica mundial. En este contexto, la publicación, durante el período examinado, de datos macroeconómicos contradictorios relativos a Estados Unidos y a otras grandes economías —especialmente, en el caso de Estados Unidos, la información respecto a la renovada debilidad del mercado de la vivienda, la revisión a la baja del crecimiento en el primer trimestre de 2010 y la merma de la confianza de los consumidores— originó variaciones en el clima de los mercados, dando lugar a cierta volatilidad del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo. Al descenso del rendimiento de estos bonos puede haber contribuido también el hecho de que la Reserva Federal reiterara el 24 de junio que los tipos de interés oficiales se mantendrían en niveles reducidos durante un largo período de tiempo.

Las noticias relativas a las perspectivas para los países de la zona del euro con situaciones presupuestarias problemáticas siguieron afectando fuertemente a los mercados de deuda soberana de la zona del euro. Aunque la preocupación respecto al riesgo de crédito soberano pareció disminuir ligeramente tras el anuncio, a principios de mayo, de la creación del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y

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

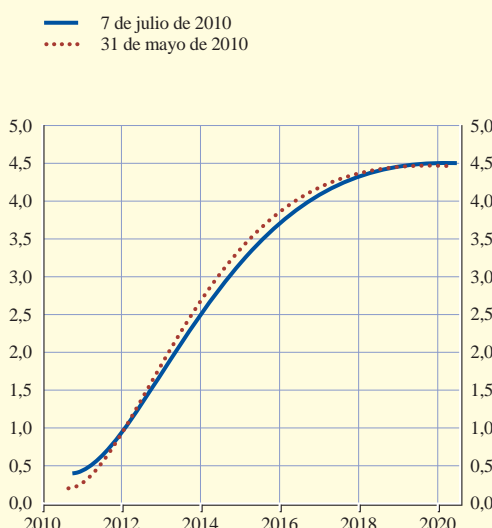
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 15 Tipos de interés *forward* implícitos a un día, en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

del Programa del BCE para los Mercados de Valores (para más detalles, véase el recuadro 3 del Boletín Mensual de junio de 2010), los temores de los inversores no se disiparon. Pese a cierta reversión de los cuantiosos desplazamientos de carteras hacia la mayor seguridad de la deuda soberana de elevada calidad de la zona del euro observada en mayo, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a diez años de algunos países de la zona del euro (frente a Alemania) volvieron a ampliarse a partir de mediados de junio, mientras que las tensiones registradas en los mercados presentaron una evolución y un grado de intensificación muy diferentes en los distintos países afectados.

El rendimiento de los bonos a cinco y diez años indicados con la inflación de la zona del euro se elevó en casi 20 puntos básicos, hasta situarse en el 0,5% y el 1,1%, respectivamente, el 7 de julio (véase gráfico 13). Los tipos de interés reales *forward* implícitos a largo plazo aumentaron también, en torno a 20 puntos básicos. Al mismo tiempo, los indicadores financieros de expectativas de inflación a medio y largo plazo han descendido a partir de principios de junio (véase gráfico 14). Las tasas de inflación implícitas *forward* a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro disminuyeron alrededor de 20 puntos básicos, situándose en el 2,4% el 7 de julio. Aunque los efectos de los desplazamientos de carteras hacia la mayor seguridad de la deuda pública seguirán afectando, probablemente, al cálculo de estas tasas, el descenso de los tipos *swap* a largo plazo indicados con la inflación, hasta cerca del 2,2%, indicó también que las expectativas de inflación de la zona del euro permanecen firmemente ancladas.

Las expectativas de los inversores respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro han variado poco desde finales de mayo. La curva de tipos *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro se mantuvo prácticamente estable entre los primeros días de junio y el 7 de julio (véase gráfico 15).

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

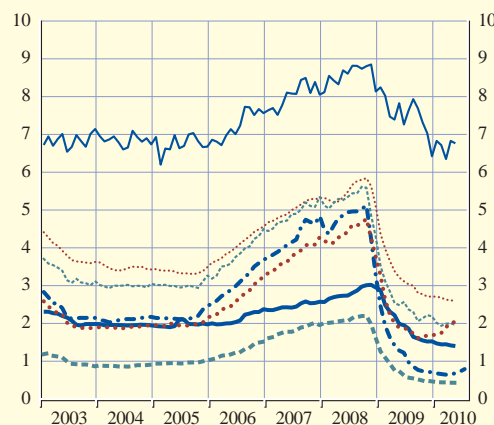
La mayor parte de los tipos de interés de los préstamos otorgados por las IFM experimentó un ligero descenso en mayo de 2010, registrando nuevos mínimos históricos o situándose próximos a dichos mínimos, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras, en la mayoría de los plazos de vencimiento. En líneas generales, la transmisión de las anteriores modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE a los clientes bancarios prácticamente ha concluido.

En mayo de 2010, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos se mantuvieron estables, en términos generales. La evolución de los tipos de interés de los préstamos fue desigual, si bien solo se registraron leves variaciones con res-

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

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

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



Fuente: BCE.

pecto al mes anterior: la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo de los préstamos concedidos a los hogares disminuyó, mientras que la mayor parte de los aplicados a los préstamos otorgados a las sociedades no financieras aumentó ligeramente o se mantuvo inalterada (véase gráfico 16). Más concretamente, los tipos de interés medios aplicados a los descubiertos de los hogares se mantuvieron en el 8,8%, mientras que los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuaron su tendencia a la baja (con una caída de 4 puntos básicos, hasta el 2,6%), registrando un mínimo histórico. Los tipos de interés a corto plazo aplicados al crédito al consumo, que son más volátiles, permanecieron prácticamente invariables, en el 6,8%. Con respecto a las sociedades no financieras, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los descubiertos se mantuvieron en el 4%, mientras que los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos por importe reducido (es decir, inferior a un millón de euros) se incrementaron 6 puntos básicos, aumentando desde el mínimo histórico observado hasta situarse en el 3,3%. Los tipos de interés aplicados a los préstamos por importe elevado (es decir, superior a un millón de euros) se mantuvieron en el 2%. Desde la subida de 4 puntos básicos del EURIBOR en mayo de 2010, los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos a corto plazo concedidos por las IFM a los hogares y los de los préstamos por importe elevado concedidos a las sociedades no financieras con respecto al tipo de interés a tres meses del mercado monetario se redujeron ligeramente (véase gráfico 17).

Si se adopta una perspectiva de más largo plazo, desde del inicio del ciclo en el que la orientación de la política monetaria pasó a ser menos restrictiva, entre septiembre de 2008 y mayo de 2009, los tipos de

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

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



Fuente: BCE.

Nota: Los diferenciales de los préstamos se calculan como el tipo de interés de los préstamos y créditos menos el tipo a tres meses del mercado monetario, y los de los depósitos se calculan como el tipo a tres meses del mercado monetario menos el tipo de interés de los depósitos.

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

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



Fuente: BCE.

interés a corto plazo aplicados tanto a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda como aquellos concedidos a las sociedades no financieras disminuyeron 322 y 350 puntos básicos, respectivamente, en comparación con el descenso de 433 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, e indica que la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados a los préstamos por las entidades de crédito ha sido significativa.

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

Desde una perspectiva de más largo plazo, a partir de septiembre de 2008, las entidades de crédito de la zona del euro han ajustado los tipos de interés aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras de manera más o menos acorde con el descenso registrado en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo. Por el contrario, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a los hogares no han disminuido en la misma medida en ese mismo período, como consecuencia de una transmisión menos completa y más lenta en el caso de los hogares, pero también de una mayor preocupación acerca del riesgo de crédito en algunas partes de la zona del euro.

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

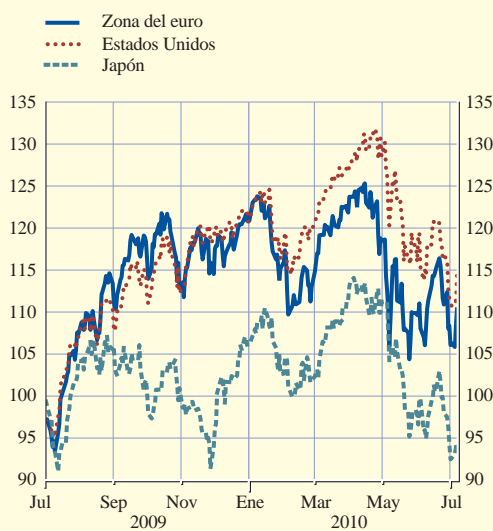
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En junio y a principios de julio, los mercados internacionales de valores siguieron mostrando una elevada volatilidad y acusando los efectos de la preocupación de los inversores acerca de la deuda soberana de los países de la zona del euro y a la fortaleza real de la recuperación económica mundial. En consecuencia, tras registrar marcadas fluctuaciones durante el período considerado, los principales índices bursátiles se situaron, al final del período, en niveles iguales o inferiores a los de finales de mayo. La incertidumbre de los inversores respecto a la evolución de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, disminuyó ligeramente durante el período analizado.

Desde finales de mayo, el clima de los mercados ha seguido dando muestras de volatilidad, provocan-

Gráfico 19 Índices bursátiles

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

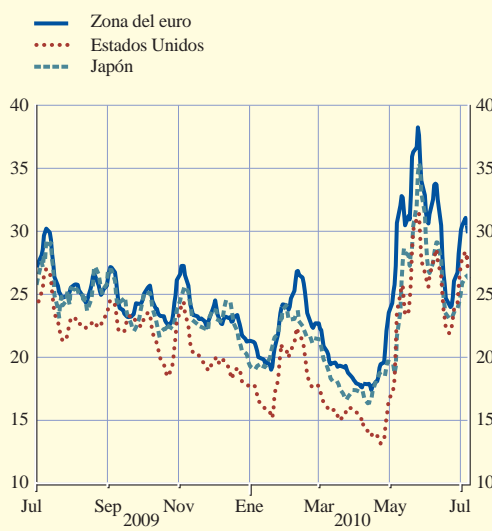


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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

Gráfico 20 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

do pronunciadas variaciones diarias en los mercados internacionales de valores en el período examinado. El 7 de julio, el índice Dow Jones EURO STOXX apenas había experimentado cambios en relación con su nivel de finales de mayo, mientras que el índice Standard & Poors 500 había bajado en torno a un 3% (véase gráfico 19). Durante el mismo período, en Japón las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, retrocedieron alrededor de un 4%, como resultado de algunos datos económicos poco favorables publicados en junio.

La inquietud suscitada por la deuda soberana y el sector financiero de la zona del euro y la preocupación en torno a la fortaleza de la recuperación económica siguieron pesando en los mercados de valores. La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, siguió siendo elevada, aunque disminuyó ligeramente en el período analizado (véase gráfico 20).

El inicio del período considerado se caracterizó por una tímida recuperación de los mercados internacionales de valores, tras la presión vendedora observada en mayo. Esta recuperación se registró, principalmente, en el sector financiero, especialmente en el sector bancario, que fueron los que más habían sufrido en mayo. Sin embargo, se trató de una recuperación de corta duración, al volver a surgir los temores de los mercados en torno a la situación presupuestaria de algunos países de la zona del euro y a la sostenibilidad de la recuperación económica mundial. En este contexto, la publicación en junio de datos macroeconómicos contradictorios sobre la economía estadounidense —en particular, la información respecto a la renovada debilidad del mercado de la vivienda, la revisión a la baja del crecimiento

en el primer trimestre de 2010 y la merma de la confianza de los consumidores— originó algunas importantes correcciones en los mercados de valores de Estados Unidos y de otras grandes economías.

El repunte de los principales índices bursátiles de la zona del euro observado al principio del período examinado fue también resultado de la recuperación de los valores financieros. Sin embargo, creció la inquietud respecto a que las entidades de crédito de algunos países de la zona del euro dependiesen cada vez más de la financiación proporcionada por el BCE, antes de la operación de financiación a doce meses del Eurosistema con vencimiento el 1 de julio, lo que influyó en los valores financieros. Además, la mayor incertidumbre en torno al crecimiento futuro ante los planes de austeridad fiscal anunciados recientemente en casi todos los países de la zona del euro parece haber tenido también una incidencia negativa sobre los mercados bursátiles de la zona del euro. A este respecto, los datos poco alentadores de algunos indicadores de confianza publicados en junio contribuyeron a incrementar la volatilidad.

Pese a cierta volatilidad del clima de los mercados, el ajuste gradual al alza de los beneficios efectivos siguió sosteniendo los precios de las acciones. Para las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, la tasa de variación interanual de los beneficios efectivos siguió siendo negativa en junio, situándose en el -4%, aunque ello supuso una mejora en relación con el -10% de mayo. Por otro lado, el crecimiento de los beneficios esperados por acción en los próximos doce meses y a más largo plazo se mantuvo prácticamente sin cambios en torno al 25% y al 13%, respectivamente.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,4% en junio de 2010, frente al 1,6% registrado en mayo. Se espera que las tasas de inflación interanual medidas por el IAPC sigan mostrando cierta volatilidad en los próximos meses y que tiendan a elevarse ligeramente más adelante en el año. De cara al futuro, en 2011 las tasas de inflación deberían mantenerse en una senda moderada, ante las reducidas presiones sobre los precios internos. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,4% en junio de 2010, frente al 1,6% de mayo (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de junio, parte de este descenso se debió a un pequeño efecto de base.

En mayo, la tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC general aumentó ligeramente, en 0,1 puntos porcentuales, en comparación con el mes de abril, observándose incrementos generalizados de las tasas de variación interanual de los principales componentes, a excepción de los alimentos no elaborados (véase cuadro 4). La tasa de variación interanual del componente energético se situó en el 9,2% en mayo, ligeramente por encima del nivel registrado el mes anterior, como resultado, principalmente, de un nuevo aumento intermensual de los precios de los productos energéticos derivados del petróleo (combustibles líquidos para calefacción doméstica y vehículos privados), reflejo de los efectos retardados de las subidas de los precios del petróleo observadas hasta principios de mayo.

La tasa de variación interanual de los precios de todos los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) se mantuvo en mayo en un valor positivo, el 0,7%, por tercer mes consecutivo. Los alimentos no elaborados registraron en mayo una tasa de variación interanual (0,4%) inferior, aunque todavía positiva, a la del mes anterior, situándose 0,3 puntos porcentuales por debajo del dato de abril, como consecuencia, fundamentalmente, del descenso de los precios de las legumbres y hortalizas. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados se elevó al 0,9% en mayo, desde el 0,6% del mes anterior, como reflejo, principalmente, de un efecto de base al alza y de las recientes subidas de los precios del tabaco.

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2010 Ene	2010 Feb	2010 Mar	2010 Abr	2010 May	2010 Jun
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	3,3	0,3	1,0	0,9	1,4	1,5	1,6	1,4
Energía	10,3	-8,1	4,0	3,3	7,2	9,1	9,2	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	-1,3	-1,2	-0,1	0,7	0,4	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,6	0,6	0,5	0,6	0,9	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	.
Servicios	2,6	2,0	1,4	1,3	1,6	1,2	1,3	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	6,1	-5,1	-1,0	-0,4	0,9	2,8	3,1	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	54,0	54,5	59,1	64,0	61,6	62,2
Precios de las materias primas no energéticas	2,0	-18,5	27,3	25,4	34,5	51,9	52,1	50,5

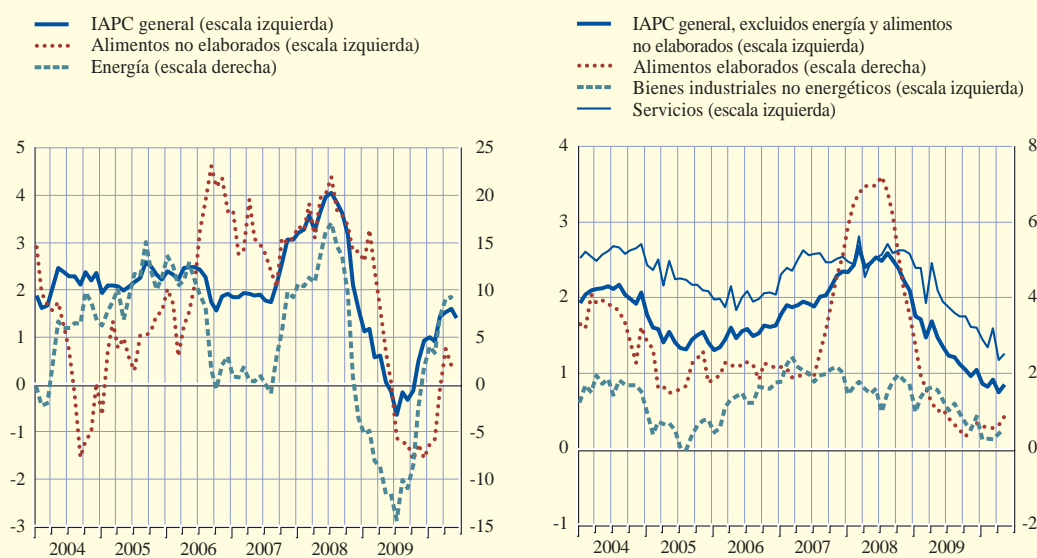
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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 junio de 2010 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 21 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en el 0,8% en mayo, sin cambios con respecto al mes de abril, debido a la estabilidad general de la inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se elevó ligeramente en mayo, hasta el 0,3%, desde el 0,2% de abril, reflejo de pequeños aumentos en algunas partidas, como los productos farmacéuticos y la joyería. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios aumentó ligeramente en mayo, situándose en el 1,3%, 0,1 puntos porcentuales por encima del mínimo histórico alcanzado en abril. Este incremento estuvo determinado, en buena parte, por las vacaciones organizadas y podría explicarse, en cierta medida, por efectos de calendario. La contribución positiva se compensó, en parte, con la evolución de los precios de otros servicios, especialmente los relacionados con las comunicaciones.

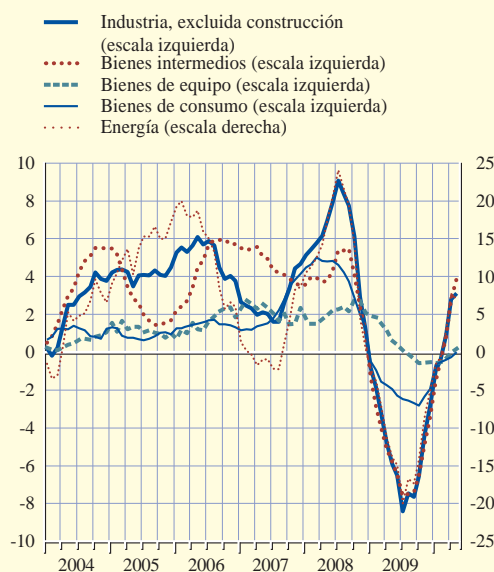
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En los últimos meses, la tasa de variación interanual de los precios industriales se ha situado en valores positivos. En mayo, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, ascendió al 3,1%, desde el 2,8% de abril, reflejo de la elevación de las tasas de variación de todos los componentes, como consecuencia del aumento de los precios de las materias primas, salvo los de la energía, que se vieron afectados por un efecto de base a la baja (véase gráfico 22).

Algunos indicadores de las encuestas señalan también presiones al alza sobre los precios (véase gráfico 23). Por lo que se refiere al índice de directores de compras, el índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero descendió ligeramente en junio en comparación con mayo, aunque se mantiene muy por encima del umbral de 50 que indica un aumento de los precios. El índice de precios cobrados en el sector manufacturero se elevó ligeramente en junio. En el sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios y el de precios de venta apenas experimentaron cambios en junio. El índice de

Gráfico 22 Desagregación de los precios industriales

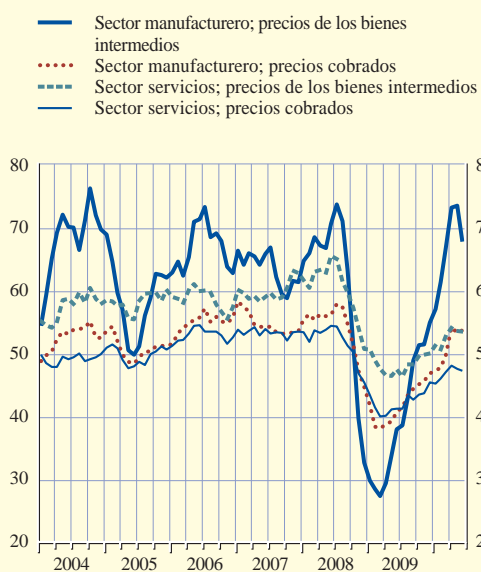
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 23 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

precios de venta se mantiene todavía por debajo de 50, señal de descenso de los precios en ese sector. En general, los indicadores de las encuestas parecen sugerir que las empresas están teniendo ciertas dificultades en trasladar el incremento de los precios de los bienes intermedios a los consumidores.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los datos más recientes sugieren que las tasas de crecimiento interanual de los indicadores de costes laborales se han estabilizado, en general, en el primer trimestre de 2010 (véanse gráfico 24 y cuadro 5). Tal y como se señala en el recuadro 1, las discrepancias entre las tasas de crecimiento interanual de distintos indicadores de costes laborales se derivan, en parte, de la evolución de las horas trabajadas.

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

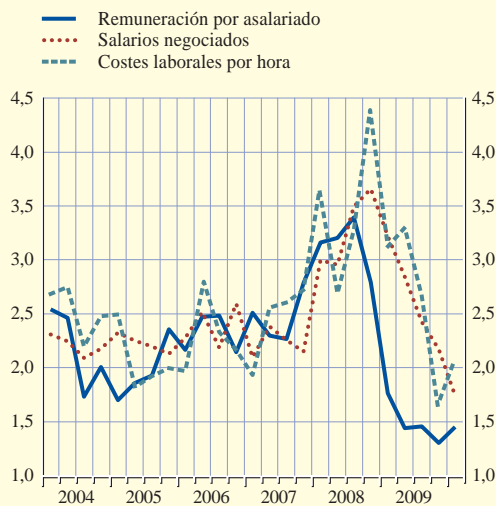
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro disminuyó al 1,7% en el primer trimestre de 2010, desde el 2,2% del último trimestre de 2009. Este descenso se observó de forma generalizada en todos los países y confirma que el crecimiento de los salarios negociados de la zona del euro mantiene la trayectoria descendente que viene mostrando desde comienzos de 2009. La información disponible sugiere que el crecimiento relativamente moderado de los salarios negociados observado en el primer trimestre de 2010 se mantuvo en el segundo trimestre, en línea con la debilidad de los mercados de trabajo.

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

Gráfico 24 Indicadores de costes laborales

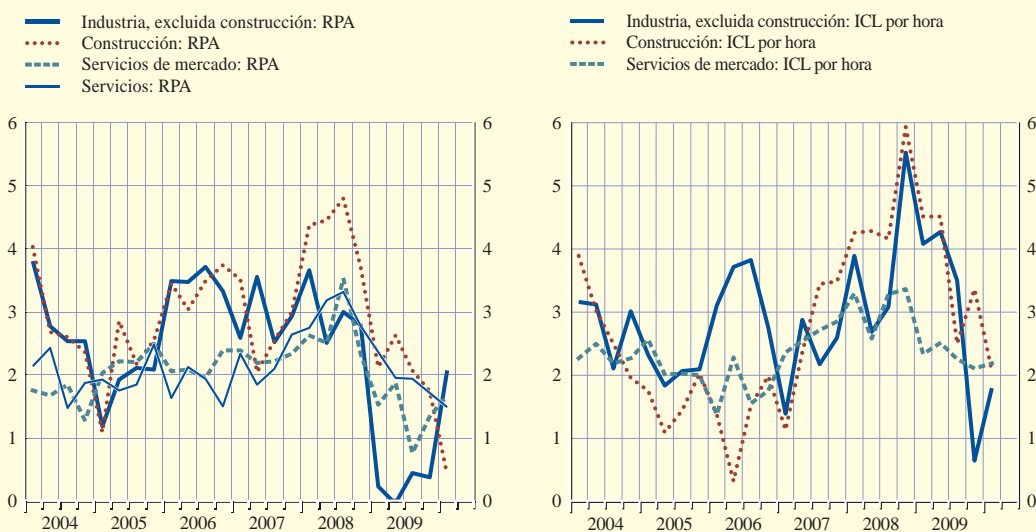
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 25 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

interanual aumentó al 1,8%, situándose 1,2 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en el trimestre precedente (véase gráfico 25).

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se elevó ligeramente, al 1,5%, en el primer trimestre de 2010, desde el 1,3% del trimestre anterior. El hecho de que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados haya sido mayor que la de la remuneración por asalariado en el primer trimestre del año señala la existencia de una deriva salarial todavía negativa en la zona del euro.

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

Recuadro I

NUEVAS SERIES ESTADÍSTICAS DE HORAS TRABAJADAS, PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO Y COSTES LABORALES PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos de empleo de las cuentas nacionales publicados el 15 de marzo de 2010, Eurostat, en colaboración con los institutos nacionales de estadística de la UE, viene difundiendo series trimestrales de horas trabajadas en la zona del euro, lo que supone una mejora considerable, y largamente esperada, en términos de disponibilidad de datos. La sección de «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual se ha revisado para incorporar las nuevas series¹.

Definición, cobertura, puntualidad y disponibilidad

Dentro del programa de transmisión de datos de las cuentas nacionales, las series de horas trabajadas han de remitirse con carácter obligatorio, y Eurostat las publica periódicamente, junto con los datos de empleo de las cuentas nacionales, 75 días después del trimestre de referencia². Estos datos se ajustan a las definiciones armonizadas de horas efectivas trabajadas del SEC 95. De conformidad con los estándares de la Organización Internacional del Trabajo, «horas efectivas» se refiere a las horas transcurridas en el trabajo, incluidas las horas extraordinarias y las horas inactivas de espera, como consecuencia de faltas temporales de trabajo o de averías de las maquinarias, y excluidas las horas pagadas y no trabajadas, como las correspondientes a vacaciones o a bajas por enfermedad.

Se dispone de datos trimestrales de horas trabajadas para el total de la economía desde el primer trimestre de 2000. Las series de la zona del euro tienen una cobertura nacional del 95%, salvo los datos de Grecia, Luxemburgo, Malta y, en parte, Bélgica (solo se dispone de datos de asalariados). Además, se dispone del detalle de estos datos por principales ramas de actividad³ y por situación profesional (asalariados o autónomos).

1 Véanse los cuadros 5.1.4, 5.3.2 y 5.3.3 de la sección de «Estadísticas de la zona del euro».

2 Reglamento (CE) n° 1392/2007 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007.

3 El detalle de las actividades clasificadas según las secciones de la NACE Rev. 2 se publica con periodicidad anual.

Indicadores basados en las horas trabajadas

Las nuevas series permiten elaborar las estimaciones de remuneración por hora trabajada y de productividad del trabajo por hora trabajada. Los datos de remuneración por hora trabajada se suman a la información que proporciona el índice de costes laborales (ICL) publicado por Eurostat, que también incluye datos por hora trabajada. Respecto a las principales diferencias entre estas series, los datos de remuneración por hora trabajada abarcan el total de la economía, mientras que el ICL no incluye actualmente los datos de agricultura, Administración pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra parte. En consecuencia, los dos indicadores pueden proporcionar resultados divergentes, si la evolución de estos sectores difiere de la del resto de la economía. Por ejemplo, la reducción de las horas trabajadas que se llevó a cabo durante la reciente recesión, principalmente en el sector industrial, ha tenido un mayor impacto al alza sobre el ICL que sobre la remuneración por hora trabajada para el total de la economía⁴. Sin embargo, mientras que la puntualidad del ICL es similar a la de los datos de horas trabajadas y de remuneración total, el ICL proporciona también información adelantada sobre la evolución por sectores (secciones de la NACE Rev. 2⁵) y por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de la empresa). El detalle por ramas de actividad de los datos de remuneración de las cuentas nacionales y, por tanto, el correspondiente detalle de la remuneración por hora trabajada no están disponibles hasta, al menos, dos semanas más tarde.

Combinando la información sobre la remuneración por hora trabajada y la productividad del trabajo por hora trabajada se obtienen datos de costes laborales unitarios con un mayor grado de detalle que las estimaciones que pueden obtenerse hasta el momento a partir de los datos de productividad del trabajo y de remuneración por persona ocupada⁶. Estos datos son particularmente interesantes para analizar la presente coyuntura y para valorar la evolución de los mercados de trabajo durante la reciente recesión. El cuadro muestra la evolución reciente de la remuneración y de la productividad del trabajo, en ambos casos, tanto por persona ocupada como por hora trabajada, así como la evolución de las horas trabajadas por persona ocupada, en todos los casos para el total de la economía.

4 Véanse los cuadros 5.1.4 y 5.1.5 de la sección de «Estadísticas de la zona del euro».

5 Secciones de Industria (NACE Rev. 2, secciones B a E); Construcción (NACE Rev. 2, sección F); y Servicios (NACE Rev. 2, secciones G a N).

6 En principio, los dos métodos de cálculo del crecimiento interanual de los costes laborales unitarios, es decir, por persona ocupada y por hora trabajada, deberían proporcionar los mismos resultados, ya que reflejan la evolución del coste que supone producir una unidad de producto. Sin embargo, dado que se utilizan datos tanto de asalariados como de empleo total en ambos casos (como puede observarse en el cuadro), pueden aparecer pequeñas diferencias, que no son significativas al no superar los 0,1 puntos porcentuales. Por razones de continuidad, el BCE seguirá analizando la evolución de los costes laborales unitarios, por persona ocupada.

Indicadores de costes laborales: evolución por persona ocupada y por hora trabajada

(total de la economía; tasas de variación interanual)

	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I
Remuneración por persona ocupada (asalariados)	3,2	3,2	3,4	2,8	1,8	1,4	1,5	1,3	1,5
Productividad del trabajo por persona ocupada (empleo total)	0,7	0,2	-0,2	-1,8	-3,9	-3,1	-1,9	0,0	1,9
Remuneración por hora trabajada (asalariados)	3,0	2,8	3,3	3,2	3,7	3,5	3,1	2,1	0,7
Productividad del trabajo por hora trabajada (empleo total)	0,5	0,0	-0,1	-1,4	-2,1	-1,4	-0,6	0,5	1,3
Horas trabajadas por persona ocupada (asalariados)	0,2	0,4	0,1	-0,4	-1,9	-2,0	-1,6	-0,7	0,7
Costes laborales unitarios	2,5	3,0	3,6	4,7	5,9	4,7	3,5	1,3	-0,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Reflejando la fuerte caída de las horas trabajadas por persona ocupada, que comenzó en el cuarto trimestre de 2008, la productividad del trabajo disminuyó de forma más acusada medida por persona ocupada que por hora trabajada. Al mismo tiempo, se observó una desaceleración del crecimiento de la remuneración por persona ocupada como consecuencia de la reducción de las horas de trabajo, mientras que el crecimiento de la remuneración por hora trabajada tardó más en reaccionar ante la desaceleración económica⁷. Los datos más recientes sugieren que está iniciándose una inversión del proceso de reducción de las horas trabajadas por persona ocupada, propiciando un repunte de la productividad del trabajo por persona ocupada.

En general, las nuevas series permiten comprender mucho mejor la evolución de los mercados de trabajo, además de complementar los datos ofrecidos por los indicadores correspondientes. En el contexto de su análisis económico, el BCE realiza un seguimiento de todos los indicadores de los mercados laborales, con objeto de contrastar toda la información relevante disponible, teniendo cada uno de los indicadores sus propias ventajas, y con el fin de profundizar en los distintos aspectos de la evolución del empleo, de los salarios y de la productividad del trabajo.

7 Para más detalles sobre los ajustes de los mercados laborales de la zona del euro durante la reciente crisis, véase el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», en el presente Boletín Mensual, y el recuadro 8 titulado «Evolución de los salarios en la zona del euro y Estados Unidos durante la reciente recesión económica: análisis comparativo», en el Boletín Mensual de mayo de 2010.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Se espera que las tasas de inflación interanual medida por el IAPC sigan mostrando cierta volatilidad en los próximos meses y que tiendan a elevarse ligeramente más adelante en el año. De cara al futuro, en 2011 las tasas de inflación deberían mantenerse en una senda moderada, ante las reducidas presiones sobre los precios internos.

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

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009. De acuerdo con la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2% en el primer trimestre de 2010. Los últimos datos confirman las anteriores expectativas de un fortalecimiento de la actividad económica durante la primavera.

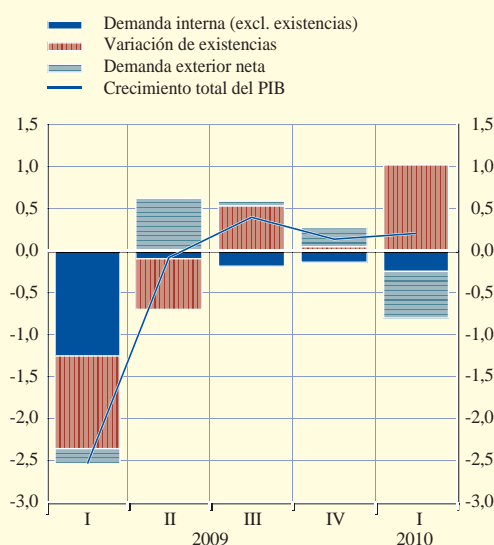
De cara al futuro, se espera que el PIB real de la zona del euro crezca a un ritmo moderado, y todavía desigual, en todos los países y sectores. La recuperación en curso a escala mundial, así como la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, deberían sostener la economía de la zona del euro. No obstante, se prevé que el proceso de ajuste de los balances y las perspectivas del mercado de trabajo frenen el ritmo de la recuperación. Los riesgos para las perspectivas económicas están prácticamente equilibrados, en un entorno marcado por una elevada incertidumbre.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

La actividad económica de la zona del euro ha venido expandiéndose a un ritmo moderado desde mediados de 2009, tras cinco trimestres consecutivos de descenso del PIB. De acuerdo con la segunda estimación de Eurostat, el PIB real aumentó un 0,2% en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, frente a un incremento del 0,1% en el trimestre anterior (véase gráfico 26). Los indicadores disponibles sugieren un fortalecimiento de la actividad económica en la primavera.

Gráfico 26 Crecimiento del PIB real y contribuciones

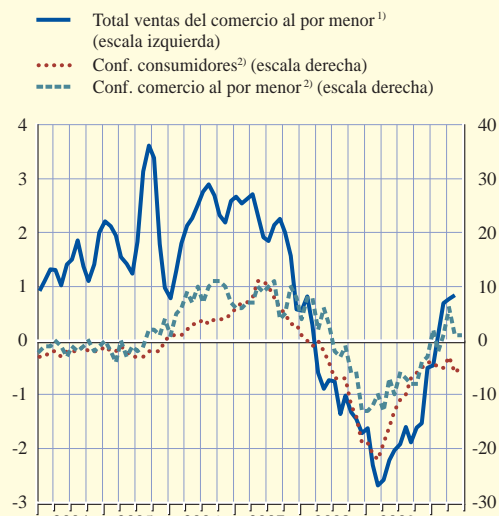
(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 27 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



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

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

En el primer trimestre de 2010, el crecimiento del PIB real se vio favorecido por la contribución positiva de la variación de existencias, cifrada en 1 punto porcentual, que compensó con creces la aportación negativa, de 0,3 puntos porcentuales, de la demanda interna, excluidas las existencias. Esta última variable reflejó el crecimiento negativo de la inversión y del consumo privados, mientras que el consumo público aumentó. Con respecto a los flujos comerciales, pese al dinámico crecimiento de las exportaciones a raíz de la vigorosa recuperación de la economía mundial, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real también fue negativa, ya que las importaciones crecieron más que las exportaciones.

En cuanto a los componentes de la demanda interna, el consumo privado disminuyó ligeramente en el primer trimestre de 2010, en términos intertrimestrales, después de haber registrado un alza moderada en el cuarto trimestre de 2009. Los indicadores disponibles sugieren que el gasto en consumo mantuvo su debilidad en el segundo trimestre de 2010. Los datos relativos a las ventas del comercio al por menor en los meses de abril y mayo indican que la tasa de crecimiento intertrimestral del segundo trimestre probablemente sea negativa (véase gráfico 27). Se prevé que el descenso de las ventas del comercio al por menor, incluidas las matriculaciones de automóviles, sea incluso más acusado, dado que las matriculaciones cayeron en abril y en mayo. Estas cifras confirman que el efecto de los planes para incentivar la sustitución de automóviles ha desaparecido y que el reciente crecimiento de las matriculaciones de automóviles está cambiando de sentido. La confianza de los consumidores, que ha seguido una tendencia ascendente en 2009, solo se modificó ligeramente en los seis primeros meses de 2010 y se mantuvo en niveles inferiores a su media a largo plazo. Según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, las compras importantes previstas, que constituyen un indicador del consumo de bienes duraderos proyectado, también fueron escasas, lo que está en consonancia con anteriores experiencias de ajuste durante una recuperación (véase el recuadro 2, titulado «El consumo de bienes duraderos por parte de los hogares durante la última recesión»).

Recuadro 2

EL CONSUMO DE BIENES DURADEROS POR PARTE DE LOS HOGARES DURANTE LA ÚLTIMA RECESIÓN

En este recuadro se examina la evolución del consumo de los hogares, analizando su gasto en bienes duraderos y comparándolo con el gasto en bienes y servicios no duraderos. Un análisis por separado de estas dos formas de gasto puede ser muy informativo, porque es probable que su evolución sea diferente y que los respectivos factores determinantes influyan con distinta intensidad. Por su propia naturaleza, los bienes de consumo duradero tienden a persistir y se pueden utilizar repetidas veces, proporcionando a los consumidores un flujo de servicios durante varios años. Su carácter duradero significa que participan de algunos de los atributos propios de los activos. En el caso de los hogares, la decisión de adquirir un bien duradero es similar a la decisión de invertir de una empresa: las empresas sopesan el coste que entraña comprar una unidad adicional de capital frente al valor actual de la renta futura esperada que generará dicha unidad; los consumidores contraponen el coste de un bien de consumo duradero adicional a los beneficios del flujo de servicios que se deriva de ese bien o del ahorro de sus ingresos.

Una consecuencia fundamental es que la tasa de variación de las compras de bienes duraderos por parte de los hogares probablemente experimentará fluctuaciones más acusadas que la tasa de crecimiento de las adquisiciones de bienes y servicios no duraderos. Por ejemplo, una caída de la renta permanente

esperada llevaría a los hogares a moderar su consumo. Mientras que los hogares se ajustan a la nueva situación, el crecimiento del consumo se reduciría temporalmente. En el caso de las compras de bienes y servicios no duraderos, ese ajuste podría llevarse a cabo de manera relativamente rápida: los consumidores ajustan su comportamiento respecto a las compras en función de la nueva renta esperada. Sin embargo, en el caso de los bienes y servicios duraderos, los hogares deben ajustar su *stock* de bienes duraderos y no simplemente el flujo de servicios que se obtiene de esos bienes. Podría ser necesario que los hogares realizaran un ajuste más drástico de sus flujos de compras para alcanzar el *stock* total de bienes duraderos deseado.

Evolución reciente del consumo de bienes duraderos por parte de los hogares

Dado que la cobertura de los datos es relativamente baja y que varía según los países, Eurostat no publica una desagregación del consumo privado de la zona del euro en consumo duradero y no duradero. Para hacerse una idea del consumo de bienes duraderos y no duraderos, en el presente recuadro se han aproximado los agregados de la zona del euro utilizando los datos disponibles para cada país. En los últimos años, la cobertura de los datos es de más del 80% para la zona del euro. Sin embargo, los datos correspondientes a períodos anteriores tienen una cobertura más limitada.

En las tres últimas décadas, el nivel relativo del gasto de los hogares de la zona del euro en bienes de consumo duradero ha fluctuado de manera bastante significativa en comparación con el gasto en consumo no duradero, observándose, en general, un comportamiento procíclico (véase gráfico A). En los años anteriores a la recesión más reciente registrada en la zona del euro, el consumo de bienes duraderos (y semiduraderos) fue particularmente intenso¹. La ratio de consumo duradero en relación con el consumo no duradero de la zona se incrementó rápidamente a partir de finales de 2003.

1 En este análisis, los bienes duraderos y semiduraderos se consideran conjuntamente.

Gráfico A Ratio de consumo de bienes duraderos en relación con los no duraderos y crecimiento del PIB real en la zona del euro

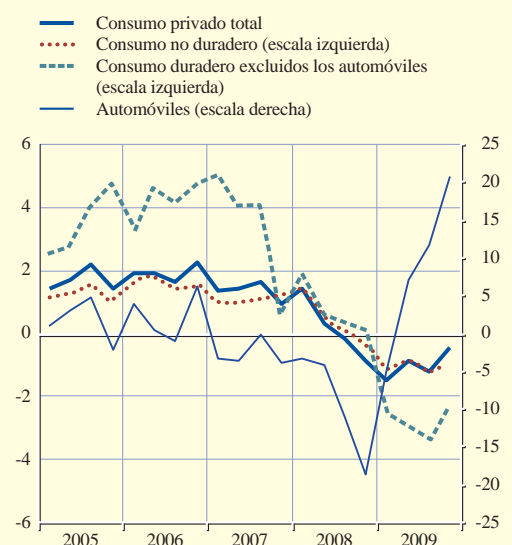
(en porcentaje; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Componentes del consumo privado

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

De hecho, el crecimiento de las compras de bienes duraderos representaba en torno al 40% del crecimiento del consumo total entre 2005 y 2007, aun cuando los bienes duraderos solo suponían, en promedio, alrededor de un quinto del gasto total de los hogares (véase gráfico B).

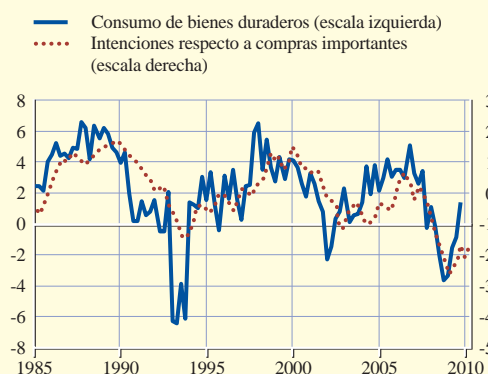
Desde la última recesión, el gasto de los hogares en bienes duraderos se ha reducido rápidamente. El ajuste fue liderado inicialmente por las compras de automóviles, que experimentaron una caída significativa hacia finales del 2008. No obstante, esta caída revirtió posteriormente en parte, pues los incentivos fiscales animaron a los consumidores a comprar nuevos automóviles. Con todo, las compras de otros bienes duraderos siguieron reduciéndose con rapidez en 2009.

Perspectivas del consumo de bienes duraderos

En anteriores recesiones, parece que los hogares ajustaron sus *stocks* de bienes duraderos de manera relativamente lenta, a pesar de los fuertes cambios observados en la tasa de variación de sus adquisiciones, con un crecimiento del consumo de bienes duraderos que siguió siendo débil durante algún tiempo (y un acusado descenso del consumo duradero en relación con el consumo no duradero; véase gráfico A). Aunque el consumo duradero es difícil de predecir con suficiente confianza, el perfil de los ajustes observados en el pasado sugiere que las compras de bienes duraderos en la zona del euro podrían seguir siendo moderadas en los próximos trimestres. Un escenario como este sería coherente con la imagen que se desprende de la encuesta de opinión de la Comisión Europea, que indica que los hogares han seguido siendo cautos a la hora de realizar compras de bienes duraderos en los primeros meses de 2010 (véase gráfico C). Dado que este indicador suele tener buenas propiedades de indicador adelantado de las compras futuras, podría sugerir que el consumo privado en la zona del euro seguirá siendo relativamente débil en el futuro próximo.

Gráfico C Consumo de bienes duraderos e intenciones de los consumidores respecto a compras importantes

(tasas de variación interanual; saldo de las encuestas menos la media, dividido por la desviación típica)



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

Notas: El saldo de las encuestas se obtiene de la encuesta de opinión de la Comisión Europea. La cuestión que se plantea es la siguiente: «En comparación con los últimos doce meses, ¿cree usted que en los próximos doce meses gastará más o menos dinero en compras importantes?».

La formación bruta de capital fijo cayó un 1,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010, tras haber registrado un descenso similar en el trimestre anterior. La inversión ha venido contrayéndose desde el segundo trimestre de 2008, a consecuencia de la debilidad de la demanda, la escasa confianza empresarial, el crecimiento negativo de los beneficios, la históricamente baja utilización de la capacidad productiva y el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. Sin embargo, los indicadores más recientes, tales como la confianza industrial y la producción industrial de bienes de equipo, apuntan a una relajación gradual del ritmo de contracción. La desaceleración de la inversión en el primer trimestre de 2010 muestra que, de nuevo, la reducción de la inversión se debió principalmente al componente de construcción. Este componente cayó a una tasa intertrimestral del 2,1%, mucho más intensa que la del trimestre anterior. La inversión, excluida la construcción, descendió un 0,3%, algo menos que el cuarto trimestre de 2009.

En lo que se refiere a los indicadores de inversión disponibles a comienzos de 2010, la producción de la construcción se redujo en abril un 3,4%, en términos de medias móviles de tres meses, con respecto al 4,2% del primer trimestre de 2010. Como la contracción que se observó en el primer trimestre de 2010 se atribuyó, en parte, a las condiciones meteorológicas inusualmente adversas que se dieron en algunos países, cabe la posibilidad de que esta trayectoria se invierta más adelante en el año. En cuanto a la inversión, excluida la construcción, la producción industrial de bienes de equipo —un indicador de la inversión futura— se elevó nuevamente en abril. En los próximos trimestres, es probable que la inversión, en particular el componente que excluye la construcción, siga mejorando, pero que, en general, mantenga su debilidad.

Por lo que respecta a los flujos comerciales, tanto las importaciones como las exportaciones crecieron notablemente en el primer trimestre de 2010, cifrándose el aumento en un 3,8% y en un 2,1%, respectivamente, en términos intertrimestrales. Debido al mayor incremento de las importaciones, la demanda exterior neta realizó una aportación negativa, de 0,6 puntos porcentuales, al crecimiento del PIB real en el primer trimestre de 2010. Los datos recientes sugieren que el crecimiento del comercio de la zona del euro se mantuvo prácticamente estabilizado a comienzos del segundo trimestre.

La aportación de las existencias al crecimiento intertrimestral del PIB, fue positiva en el primer trimestre de 2010. De cara al futuro, tanto las encuestas como la evidencia anecdótica sugieren que el ritmo de desacumulación sigue desacelerándose en la zona del euro. Como resultado, las existencias podrían continuar realizando una contribución positiva al crecimiento del PIB real de la zona en lo que resta de 2010. No obstante, la magnitud de dicha contribución no está muy clara, pues depende de la rapidez con la que se recupere la demanda y de la medida en que las empresas revisen sus expectativas relativas a la actividad. Además, existe cierta incertidumbre de carácter estadístico en torno a la manera en que se estiman existencias.

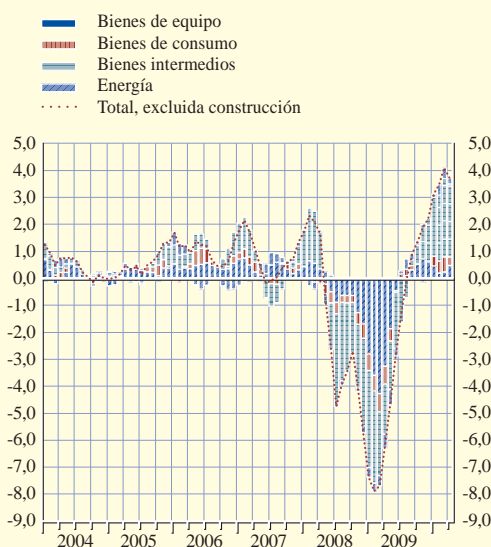
4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

La segunda estimación de Eurostat confirmó que el valor añadido real aumentó un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2010. La diferencia frente al crecimiento del PIB está asociada a un acusado descenso de los impuestos indirectos en relación con la debilidad del consumo interno. Este descenso no se refleja en una menor producción, debido sobre todo al vigor de las exportaciones y de las existencias. La tasa de crecimiento se vio favorecida por la aceleración de la actividad en la industria y en la rama de servicios (aunque en menor medida, en este caso), mientras que, en la construcción, continuó la desaceleración. Concretamente, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) creció un 1,9%, en tasa intertrimestral, frente a la tasa de crecimiento del 0,6% registrada en el último trimestre de 2009. El valor añadido de los servicios avanzó un 0,4% en el primer trimestre de 2010, tras el 0,1% registrado en el trimestre anterior. El valor añadido de la construcción se redujo un 2,3% en el primer trimestre de 2010 con respecto al trimestre anterior, en parte como resultado de las desfavorables condiciones meteorológicas.

La producción industrial, excluida la construcción, y los nuevos pedidos industriales siguieron creciendo en abril. La evolución de ambos indicadores sugiere unos fuertes niveles de crecimiento en el segundo trimestre de 2010, similares a los del trimestre anterior (véase gráfico 28). La información procedente de las encuestas señala que la actividad económica siguió expandiéndose en el segundo trimestre de 2010. El índice de directores de compras de las manufacturas volvió a aumentar por encima de 56 en el segundo trimestre de 2010 (un valor superior a 50 significa que la actividad mejora) y alcanzó niveles

Gráfico 28 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

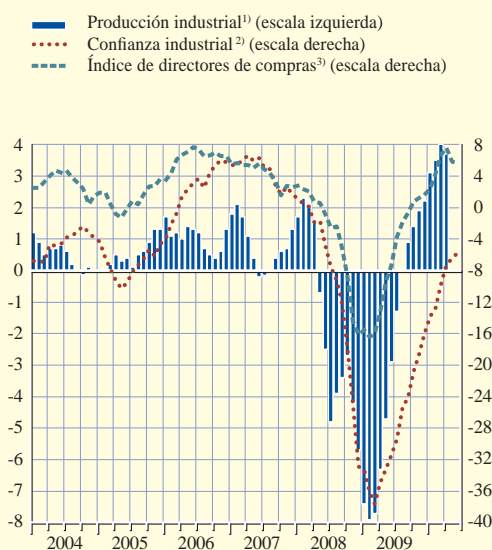


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 29 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



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

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

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

similares a los observados por última vez en el segundo trimestre de 2006 (véase gráfico 29). La encuesta a los directores de compras también presenta señales positivas sobre los nuevos pedidos, pues el índice correspondiente se mantuvo por encima de 57 en el segundo trimestre de 2010. Por lo que respecta a la rama de servicios, el índice de actividad comercial volvió a mejorar en el segundo trimestre de 2010, tras haber descendido en el trimestre anterior, y retornó al nivel alcanzado por última vez en el tercer trimestre de 2007. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, confirman los indicios proporcionados por la encuesta a los directores de compras de que el clima económico está mejorando. En particular, si se compara con el clima existente en el primer trimestre de 2010, en el segundo trimestre se fortaleció en todos los sectores, salvo en la construcción, donde no experimentó variaciones.

MERCADO DE TRABAJO

La información reciente indica que la situación de los mercados de trabajo de la zona del euro se ha estabilizado. De acuerdo con la segunda estimación de Eurostat, el empleo de la zona del euro se mantuvo estable, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2010. Ello constituye una mejora con respecto a los trimestres anteriores, cuando el empleo cayó de manera acusada. No obstante, la sustancial reducción del empleo observada anteriormente fue menor en la zona del euro que en Estados Unidos (véase el recuadro titulado «Comparación de la evolución del empleo en la zona del euro y en Estados Unidos»).

Recuadro 3

COMPARACIÓN DE LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

Las recientes turbulencias económicas y financieras han tenido un fuerte impacto en los mercados de trabajo de la zona del euro y de Estados Unidos, dando lugar a un acusado retroceso del empleo y a un considerable aumento del desempleo. En este recuadro se compara la experiencia reciente de las dos economías y se analizan las implicaciones de política económica de los ajustes realizados en los mercados de trabajo.

Es bien sabido que la evolución del mercado de trabajo tiende a ir a la zaga de la actividad económica. Además, las comparaciones directas entre la zona del euro y Estados Unidos plantean la dificultad añadida de que los efectos de las turbulencias financieras y la posterior recesión se dejaron sentir en Estados Unidos antes que en la zona del euro. El crecimiento trimestral del PIB de Estados Unidos experimentó una acusada desaceleración a partir del tercer trimestre de 2007, mientras que, en la zona del euro, el crecimiento del producto no se vio afectado hasta el primer trimestre de 2008. No obstante, en conjunto, parece que la contracción de la actividad económica observada en la zona del euro fue bastante más pronunciada que en Estados Unidos, con un descenso entre el nivel máximo y el mínimo del PIB real de alrededor del 5,3% en la zona del euro, en comparación con el 3,7% de Estados Unidos¹. Según parece, en este último país, la fuerte caída del producto provocó un ajuste muy rápido del empleo, con pocas señales de estabilización hasta finales de 2009 (véase gráfico A). Por el contrario, en la zona del euro, el empleo parece haber reaccionado con más lentitud y no se ha ajustado en la misma medida, pese a que la contracción de la actividad económica fue relativamente más acusada.

Evolución del empleo, de las horas trabajadas y del desempleo

En términos generales, desde que comenzó la recesión en Estados Unidos se han perdido más de 8 millones de puestos de trabajo (es decir, aproximadamente el 6% del número total de empleos existentes antes de la recesión). En cambio, en la zona del euro, alrededor de 3,9 millones de trabajadores (esto es, un 2,6%) han perdido su empleo desde el inicio de la recesión². Ambas economías han experimentado una fuerte reducción en el total de horas trabajadas, aunque el descenso total ha sido mucho mayor en Estados Unidos³. Además, se ha observado una diferencia significativa entre las dos economías en lo que se refiere a las contribuciones relativas de las pérdidas de empleo y de los ajustes en las horas trabajadas. A ambos lados del Atlántico, las empresas han respondido a la recesión reduciendo el promedio de horas trabajadas por persona ocupada, pero en Estados Unidos este efecto se ha visto atenuado por la contribución muy superior de las pérdidas de empleo a la reducción del total de horas trabajadas, mientras que en la zona del euro (sobre todo en el sector empresarial), una parte proporcionalmente mayor de la reducción del total de horas trabajadas se ha llevado a cabo disminuyendo el promedio de horas trabajadas a la semana.

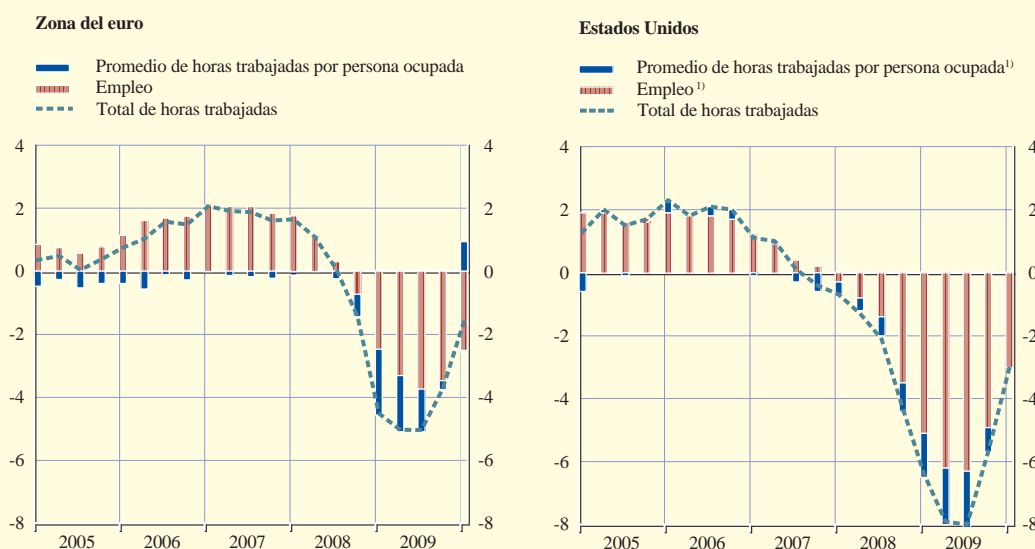
1 Oficialmente, la recesión en Estados Unidos comenzó en el último trimestre de 2007, según el US National Bureau of Economic Research (NBER), medio año antes que la recesión en la zona del euro. Sin embargo, el crecimiento del PIB estadounidense no fue negativo hasta el primer trimestre de 2008 y, de hecho, el PIB creció de nuevo en el segundo trimestre de 2008, cuando el nivel del PIB alcanzó un máximo, ya que el producto se vio fuertemente impulsado por una serie de estímulos fiscales. En el cálculo del máximo al mínimo mencionado en el texto, el máximo se refiere al cuarto trimestre de 2007.

2 En el artículo titulado «Comparación de las estadísticas de la zona del euro, Estados Unidos y Japón», publicado en el Boletín Mensual de abril de 2005, se describen las importantes diferencias metodológicas existentes en la compilación de datos sobre empleo en la zona del euro y en Estados Unidos.

3 En el recuadro titulado «Nuevas series estadísticas de horas trabajadas, productividad del trabajo y costes laborales para la zona del euro» y en el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», publicados en este Boletín Mensual, figuran detalles sobre la nueva serie de datos sobre horas trabajadas en la zona del euro basadas en las cuentas nacionales.

Gráfico A Evolución del total de horas trabajadas en el sector empresarial y contribuciones

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE.

Nota: El sector empresarial excluye los servicios no de mercado (incluido el sector público).

1) Los datos sobre empleo de Estados Unidos se refieren al número total de puestos de trabajo (y, por tanto, pueden incluir a un porcentaje reducido de personas con más de un trabajo).

Además de la dinámica descrita relativa a la demanda de trabajo, en las dos economías se han producido importantes efectos adversos sobre la oferta de trabajo a raíz de la reciente desaceleración económica. En la zona del euro, el estancamiento del crecimiento de la población activa registrado desde el tercer trimestre de 2008 puede atribuirse casi en la misma medida al crecimiento más lento de la población y de la tasa de actividad⁴. En cambio, en Estados Unidos, el descenso de la población activa (un -0,2% desde el tercer trimestre de 2008) es atribuible únicamente a una caída muy acusada de la tasa de actividad, ya que muchos trabajadores abandonan la búsqueda de empleo como consecuencia de las peores perspectivas de encontrar trabajo, mientras que el crecimiento de la población estadounidense experimentó solo una ligera moderación.

Las distintas reacciones observadas en la evolución del empleo y de la población activa en las dos economías se han traducido en un incremento mucho más lento del paro registrado en la zona del euro, aunque el nivel de partida inicial era más elevado. Por tanto, en la zona del euro, la tasa de paro ha aumentado desde el mínimo del 7,8% de marzo de 2008 hasta el 10% de finales de mayo de 2010 (véase gráfico B). Mientras, el aumento de la tasa de paro en Estados Unidos ha sido bastante más pronunciado, duplicándose con creces desde el 4,8% de febrero de 2008 hasta un máximo del 10,1% en octubre de 2009.

Existen varias razones que pueden ayudar a explicar las menores pérdidas de empleo observadas hasta el momento en la zona del euro en comparación con Estados Unidos, entre las que se incluye el hecho de que la desaceleración de la actividad comenzó antes en Estados Unidos que en la zona del euro, así como la mayor exposición de la economía estadounidense a perturbaciones sectoriales en la construcción y en los sectores inmobiliario y financiero. En cierta medida, es posible que tam-

5 Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la oferta de trabajo» en el Boletín Mensual de junio de 2010.

bién se deba a diferencias en las definiciones (en Estados Unidos se cuenta el número de puestos de trabajo, mientras que los datos correspondientes a la zona del euro reflejan las cifras de personas ocupadas); no obstante, por sí solas, las diferencias en las definiciones no pueden explicar el aumento tan acusado del paro observado en Estados Unidos. Parte de esta divergencia puede entenderse en términos del mayor recurso a la reducción de las horas trabajadas como principal instrumento para ajustar el empleo en muchos países de la zona del euro⁵. En varios países de la zona, estas medidas también se vieron respaldadas por ayudas públicas que, en general, fueron acogidas positivamente por las empresas que querían retener a los trabajadores cualificados, especialmente en aquellos países en los que se había observado una escasez de mano de obra cualificada en los años que precedieron a la recesión. Por último, también es probable que el hecho de que la legislación sobre protección del empleo sea más estricta en la zona del euro haya desempeñado un papel importante a la hora de aplazar el ajuste en los mercados de trabajo ante una situación que muchas economías de la zona percibieron, en cierta medida, como una perturbación temporal de la demanda.

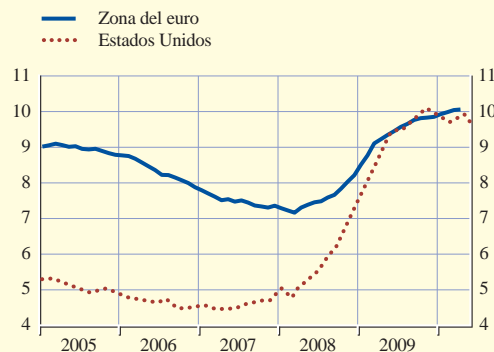
Implicaciones de política económica

Según parece, los mercados de trabajo de ambas áreas económicas han mostrado señales de estabilización en los últimos meses (en la zona del euro, los niveles de desempleo han dejado de aumentar y, en Estados Unidos, el paro ha disminuido ligeramente con respecto al máximo registrado en octubre de 2009). Sin embargo, es probable que transcurra un tiempo antes de que se produzca una recuperación sustancial en el crecimiento del empleo. Será necesario conseguir que el deterioro observado recientemente en los mercados de trabajo no se traduzca en un aumento del paro estructural. Es asimismo probable que las mejoras a más largo plazo —y el crecimiento futuro del empleo— dependan, en gran medida, de la capacidad de las economías para reorganizarse y reestructurarse ante cambios importantes en los distintos sectores.

Por lo que respecta a la zona del euro, es probable que este proceso de reestructuración exija más reformas en los mercados de trabajo y de productos, con el fin de potenciar la actividad y, con ello, las perspectivas de empleo. La introducción de nuevas reformas estructurales y la eliminación oportuna de las medidas adoptadas para hacer frente a la crisis —incluido el continuado recurso a los planes de reducción de las horas de trabajo subvencionadas por los Gobiernos en algunos países— facilitará la reasignación del empleo hacia sectores más productivos. A este respecto, la flexibilización de la legislación sobre protección del empleo para los trabajadores con contrato indefinido en varios países contribuiría a reducir en cierta medida la dualidad existente en los mercados de trabajo y favorecería

Gráfico B Tasa de paro

(en porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE.

5 La aplicación de planes de reducción de las horas de trabajo en muchos países de la zona del euro aumentó considerablemente durante la recesión (aplicándose, en su momento álgido, a aproximadamente el 4% de los trabajadores en Alemania e Italia), mientras que, en Estados Unidos, planes similares se aplicaron solo a alrededor del 0,5% de la población activa. Véase FMI, *World Economic Outlook*, capítulo 3, «Unemployment Dynamics during Recessions and Recoveries: Okun's Law and Beyond», 2010.

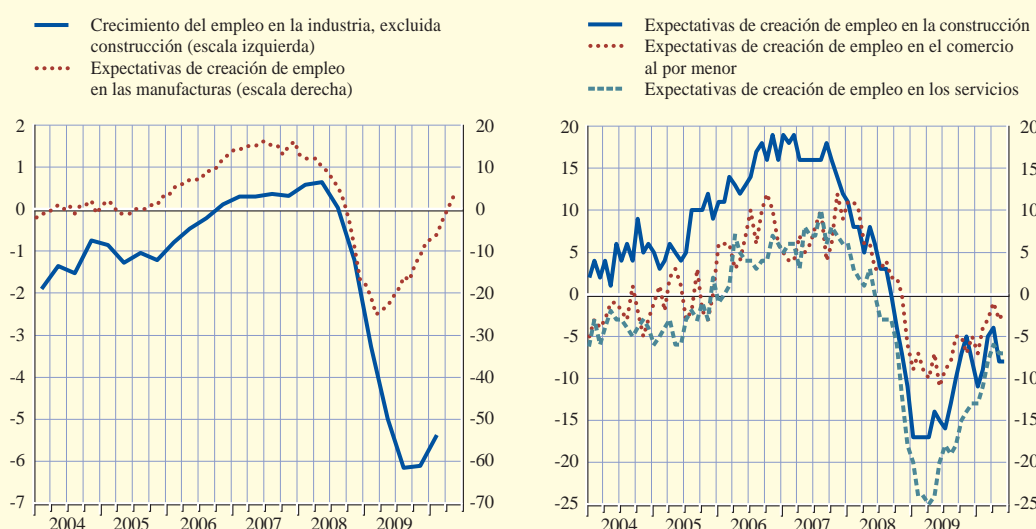
la vuelta al empleo. La adopción de medidas para incrementar la flexibilidad salarial —permitiendo una diferenciación suficiente que refleje las condiciones de los mercados de trabajo locales, la competitividad de las empresas y los niveles locales de productividad— contribuiría a abordar los restantes desequilibrios y a estimular la demanda de trabajo. En los mercados de productos, el aumento de la competencia fomentaría la innovación y la puesta en práctica de prácticas laborales eficientes.

A nivel sectorial, la industria (excluida la construcción) y la construcción siguieron siendo los sectores más castigados por la reducción del empleo agregado en el primer trimestre de 2010, aunque, en la industria, excluida la construcción, el ritmo de la reducción disminuyó (véanse el gráfico 30 y el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión de la zona del euro», en el presente en Boletín Mensual). El empleo en la construcción descendió con más intensidad que en el trimestre anterior, como consecuencia de las condiciones meteorológicas inusualmente adversas que se observaron en algunos países. Por el contrario, el empleo en la rama de servicios aumentó en el primer trimestre de 2010, tras haber disminuido o permanecido sin cambios en los cuatro trimestres anteriores. La mejora registrada en el trimestre anterior fue evidente en todos los subsectores (véase cuadro 6). Los datos de Eurostat sobre las horas trabajadas, en términos trimestrales, en la zona del euro muestran solo una pequeña reducción en el primer trimestre de 2010, a pesar del acusado descenso registrado en la construcción y en la industria, excluida la construcción (véase recuadro 1 en la sección 3, titulado «Nuevas series estadísticas de horas trabajadas, productividad del trabajo y costes laborales para la zona del euro»).

Junto con la recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, las pérdidas de empleo observadas en los últimos trimestres han contribuido a que se produzca una inflexión en el descenso de la productividad. En términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro (medida como el producto por asalariado) aumentó nuevamente en el primer trimestre de 2010, hasta situarse en el 1,9%,

Gráfico 30 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

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

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

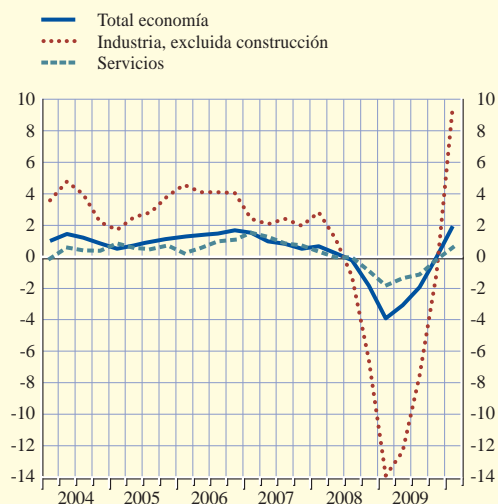
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

señalando una mejora sustancial con respecto al crecimiento nulo del trimestre anterior y a las contracciones sin precedentes que se registraron en el primer semestre de 2009 (véase gráfico 31). La evolución de la productividad por hora trabajada ha mostrado un patrón similar, elevándose de nuevo un 1,3%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2010.

La tasa de paro de la zona del euro se mantuvo en el 10% en mayo, sin cambios con respecto al mes anterior. La cifra para abril se revisó ligeramente a la baja en una décima de punto porcentual (véase gráfico 32) y actualmente se sitúa en el nivel más elevado desde agosto de 1998. De cara al futuro, los indicadores de opinión han mejorado con respecto a sus bajos niveles, lo que indica que una estabilización del paro de la zona del euro en los próximos meses (véase gráfico 30).

Gráfico 31 Productividad del trabajo

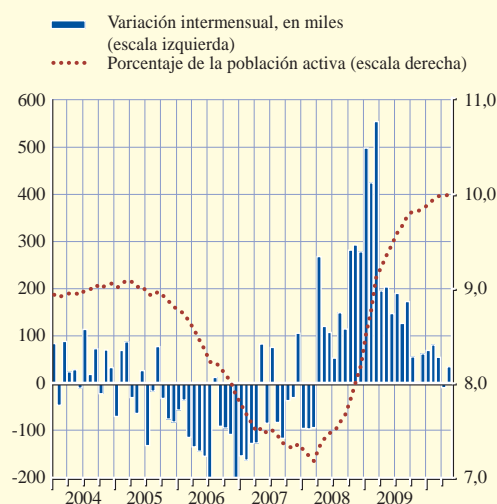
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 32 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

De cara al futuro, se espera que el crecimiento del PIB real aumente a un ritmo moderado, y todavía desigual, en todos los países y sectores. La recuperación en curso a escala mundial, así como la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, deberían sostener la economía de la zona del euro. Sin embargo, se prevé que los procesos de ajuste de los balances y las perspectivas del mercado de trabajo frenen el ritmo de la recuperación.

Se considera que los riesgos para las perspectivas económicas están prácticamente equilibrados, en un entorno marcado por la incertidumbre inusualmente elevada. Por una parte, la economía mundial y el comercio exterior podrían recuperarse con más intensidad de lo previsto. Por otra parte, sigue preocupando el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros, una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto anteriormente, nuevo aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En los tres meses transcurridos hasta el 7 de julio, el euro se depreció un 4,8% en términos efectivos nominales, situándose aún más por debajo de la media registrada en 2009. La depreciación del euro fue generalizada.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 7 de julio, 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 4,8% por debajo del nivel observado a finales de marzo y un 8,9% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 33). La depreciación del euro fue generalizada y vino acompañada de un aumento de la volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a otras principales monedas.

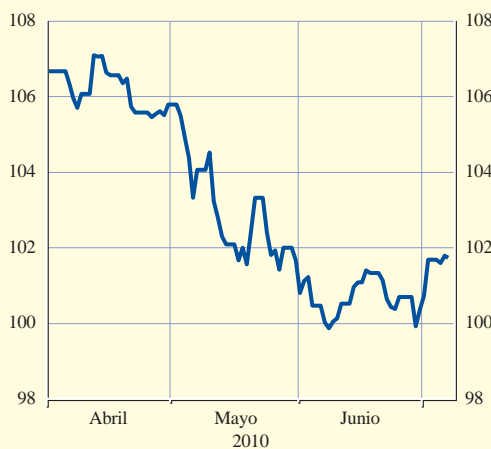
DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En los tres meses transcurridos hasta el 7 de julio, y a pesar de la ligera apreciación registrada en el último mes del período de referencia, el euro se depreció frente al dólar estadounidense, situándose en un nivel observado por última vez a comienzos de 2006 y muy por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 34). El 7 de julio, el euro cotizada a 1,26 dólares estadounidenses, un 6,8% por debajo del nivel de finales de marzo y en torno a un 10% por debajo de la media de 2009.

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

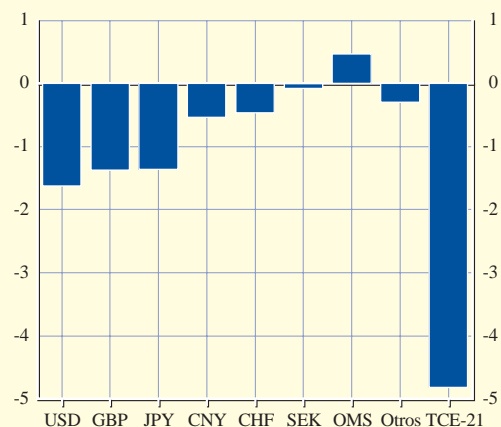
(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-21²⁾

Del 31 de marzo de 2010 al 7 de julio de 2010
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

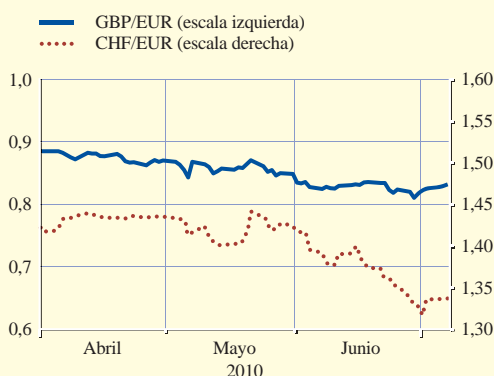
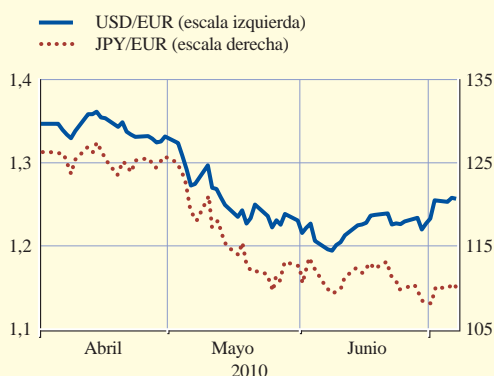
1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 21 socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

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.

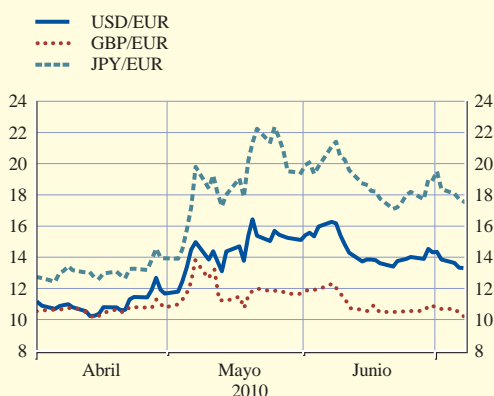
Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Tipos de cambio



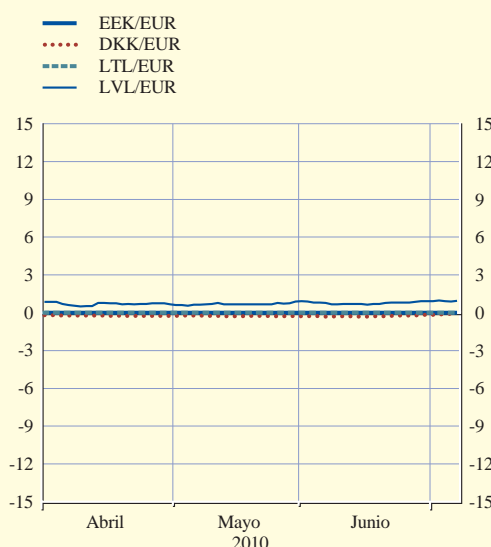
Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

Gráfico 35 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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



Fuente: BCE.

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

YEN JAPONÉS/EURO

En los tres meses transcurridos hasta el 7 de julio, el euro se depreció frente al yen japonés. El 7 de julio, cotizaba a 109,3 yenes, un 13% por debajo del nivel de finales de marzo y un 15,9% por debajo de la media de 2009. En el mismo período de tres meses, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre estas dos monedas aumentó de forma pronunciada tanto en el horizonte de corto plazo como en el de largo plazo (véase gráfico 34).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres meses transcurridos hasta el 7 de julio, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 35). Al mismo tiempo, el

lats letón se mantuvo en la zona débil de la banda 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, en los tres meses transcurridos hasta el 7 de julio, el euro se depreció un 6,5% frente a la libra esterlina,

cotizando en esa fecha a 0,83 libras. Durante el mismo período, el euro se apreció frente al forint húngaro (un 7%) y frente al zloty polaco (un 6,6%).

OTRAS MONEDAS

El euro experimentó una acusada depreciación frente al franco suizo, registrando una caída del 6,8% en los tres meses transcurridos hasta el 7 de julio y cotizando, en esa fecha, a 1,33 francos. Durante el mismo período, los tipos de cambio bilaterales del euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong siguieron manteniendo una evolución paralela a la registrada frente al dólar estadounidense. El 19 de junio, el Banco Central de la República Popular China anunció medidas para aumentar la flexibilidad del tipo de cambio del renminbi (véase recuadro 4).

Recuadro 4

LA REFORMA EN CHINA DEL RÉGIMEN CAMBIARIO DEL RENMINBI

Después de casi dos años en los que el renminbi estuvo vinculado de facto al dólar estadounidense (USD), el 19 de junio de 2010, el Banco Central de la República Popular China anunció su intención de «proseguir con la reforma del régimen de tipo de cambio del renminbi (RMB) y aumentar su flexibilidad»¹. En concreto, se seguirá haciendo especial hincapié en «reflejar la oferta y la demanda del mercado con referencia a una cesta de monedas». El Banco Central de la República Popular China también determinó que «no hay base para una apreciación a gran escala del tipo de cambio del RMB», ya que la balanza por cuenta corriente de China está «aproximándose al equilibrio».

Es demasiado pronto para evaluar cómo el Banco Central gestionará en la práctica el tipo de cambio bajo el nuevo régimen. Si se consideran las expectativas del mercado, las operaciones a plazo sin entrega de moneda estiman actualmente que se producirá una apreciación inferior al 2% del renminbi con respecto al USD dentro de un año (véase gráfico A). También se espera que el Banco de la República Popular China permita que se incremente la volatilidad del tipo de cambio bilateral RMB-USD, con el fin de mitigar la entrada de flujos de capital especulativos. Sin embargo, el anuncio del Banco Central no se tradujo en una modificación de iure del régimen cambiario de China. Desde la reforma de julio de 2005, las autoridades chinas lo definen como un régimen de flotación controlada basada en la oferta y la demanda del mercado con referencia a una cesta de monedas.

Si bien no se ha hecho pública la ponderación de las monedas que componen la cesta del RMB, varios estudios que han analizado los movimientos del

Gráfico A Apreciación implícita de las operaciones a plazo sin entrega de RMB frente a USD

(en porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Notas: Un número negativo indica depreciación. Última observación: 7 de julio de 2010.

¹ Extracto del anuncio público del Banco Central de la República Popular China del 19 de junio.

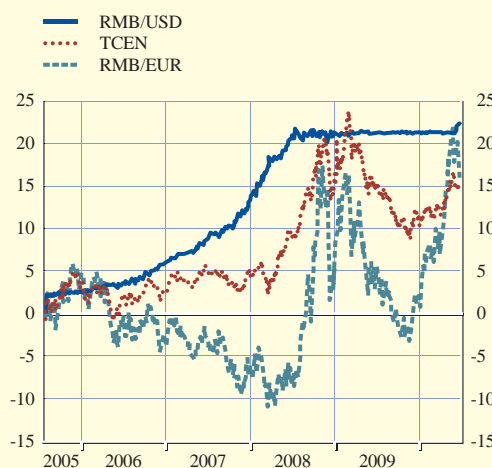
RMB frente al USD han llegado a la conclusión de que, en la práctica, el RMB se ha controlado estrechamente para reflejar las fluctuaciones del USD en los cinco últimos años, bien en la forma de régimen de tipo de cambio fijo, pero ajustable (de julio de 2005 a julio de 2008) o de régimen de tipo de cambio fijo (de julio de 2008 a junio de 2010). En el primer período, el RMB se fortaleció de manera sostenida frente al USD, apreciándose en torno a un 21% en términos bilaterales (véase gráfico B). No obstante, la apreciación del RMB en términos efectivos nominales fue de solo un 8%, sobre todo a causa de la apreciación del euro frente al USD. En el verano de 2008, como consecuencia del empeoramiento de las perspectivas económicas exteriores y de la evolución de la crisis financiera global, las autoridades chinas decidieron frenar la constante apreciación del RMB frente al USD. Con todo, desde diciembre de 2009 el RMB se ha apreciado de nuevo, un 5% frente al dólar, en términos efectivos nominales, un 1,4% frente al yen y un 17,1% frente al euro.

Paralelamente a la depreciación generalizada experimentada por el euro, se ha deteriorado la competitividad vía precios de los exportadores chinos en los mercados de la zona del euro.

Como han destacado las autoridades chinas, la recuperación de las exportaciones chinas en 2010, aumenta a la evolución económica del país, también ha desempeñado un papel fundamental a la hora de adoptar la reciente decisión sobre el tipo de cambio. En particular, la reciente acumulación de presiones inflacionistas —incluso en el mercado inmobiliario— hizo que aumentaran los costes asociados a mantener un tipo de cambio fijo frente al USD. La apreciación del RMB podría ayudar a moderar las presiones inflacionistas importadas, y brindará, además, al Banco Central de la República China un mayor margen para utilizar instrumentos de política monetaria con el fin de combatir la inflación, facilitando al mismo tiempo un ajuste suave de la economía.

Gráfico B Tipo de cambio del RMB

(variaciones porcentuales acumuladas desde el 20 de julio de 2005; datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

Notas: TCEN es el tipo de cambio efectivo nominal del RMB; índice: 2000 = 100. Última observación: 7 de julio de 2010.

5.2 BALANZA DE PAGOS

El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro siguió intensificándose en los últimos meses. En el año transcurrido hasta abril, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo a 32,3 mm de euros (alrededor del 0,4% del PIB de la zona). En la cuenta financiera, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera se redujeron hasta 160,8 mm de euros, en cifras acumuladas, en el año transcurrido hasta abril.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En un contexto de mejora de la situación económica mundial, el comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro siguió creciendo en los últimos meses. Los datos de la balanza de pagos indican que las exportaciones de bienes a países de fuera de la zona se incrementaron, en términos nomina-

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2010 Mar	2010 Abr	2009 Jul	Media móvil de tres meses hasta			Cifras acumuladas de 12 meses hasta	
				2009 Oct	2010 Ene	2010 Abr	2009 Abr	2010 Abr
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	1,5	-5,1	-1,3	-4,9	-1,9	-2,7	-153,8	-32,3
Bienes	3,4	1,3	6,3	2,5	4,1	3,3	-23,0	48,9
Exportaciones	126,5	124,5	107,3	104,8	113,7	123,3	1.459,0	1.347,4
Importaciones	123,1	123,2	101,0	102,2	109,6	120,0	1.482,0	1.298,5
Servicios	4,5	3,6	1,8	3,1	3,3	3,9	34,5	35,9
Exportaciones	40,1	40,1	38,4	38,5	39,7	39,6	504,5	468,6
Importaciones	35,6	36,6	36,6	35,4	36,4	35,8	470,0	432,7
Rentas	-0,8	-2,7	-2,7	-2,8	-3,5	-1,7	-65,1	-31,8
Transferencias corrientes	-5,5	-7,3	-6,7	-7,7	-5,8	-8,2	-100,2	-85,2
Cuenta financiera ¹⁾	-1,0	8,2	-8,9	2,8	3,1	3,9	192,7	2,6
Total inversiones directas y de cartera netas	-40,5	18,5	16,5	26,3	15,4	-4,6	232,7	160,8
Inversiones directas netas	-24,2	-11,3	0,0	-11,3	-2,6	-11,6	-164,6	-76,8
Inversiones de cartera netas	-16,3	29,9	16,5	37,6	18,1	7,0	397,4	237,6
Acciones y participaciones	-5,7	-8,1	26,9	-1,0	-21,9	-3,0	-114,3	134,4
Valores distintos de acciones	-10,6	38,0	-10,4	38,6	-3,8	10,0	511,6	103,2
Bonos y obligaciones	-8,5	32,0	-14,2	18,1	-6,9	7,5	221,9	13,5
Instrumentos del mercado monetario	-2,1	6,0	3,8	20,5	3,1	2,4	289,7	89,6
Otras inversiones netas	43,2	-10,1	-28,7	-21,6	-16,1	-28,7	52,2	-165,9
<i>Tasas de variación sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	5,6	-1,2	-0,3	-1,7	7,1	6,2	-5,2	-7,5
Importaciones	6,6	0,6	-3,4	0,0	6,1	6,6	-1,7	-11,3
Bienes								
Exportaciones	6,3	-1,6	1,0	-2,4	8,5	8,4	-6,7	-7,7
Importaciones	8,3	0,1	-3,8	1,2	7,2	9,5	-2,9	-12,4
Servicios								
Exportaciones	3,4	0,2	-3,6	0,1	3,2	-0,2	-0,7	-7,1
Importaciones	1,2	2,7	-2,1	-3,4	3,0	-1,9	2,3	-7,9

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.

les, un 8,4% en los tres meses transcurridos hasta abril (véase gráfico 36 y cuadro 7). La continua expansión de las exportaciones refleja, principalmente, la solidez de la demanda externa, debido, en parte, a factores de carácter transitorio, como las medidas de estímulo fiscal y el ciclo de existencias en las economías de los países con los que comercia la zona del euro. Además, los aumentos de la productividad en términos de precios de exportación, como consecuencia de la depreciación del euro, también podrían haber tenido un efecto positivo sobre las exportaciones de la zona del euro a otros países.

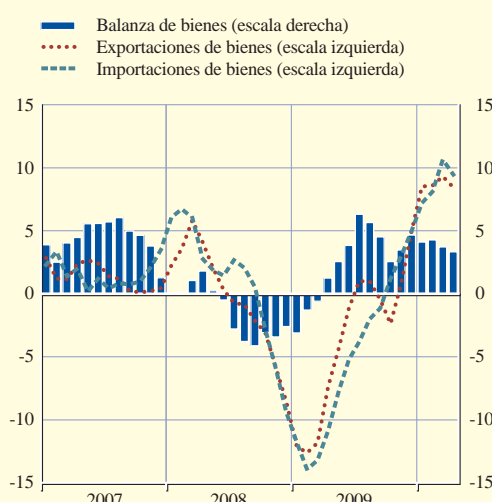
Al mismo tiempo, las importaciones de bienes procedentes de fuera de la zona del euro siguieron creciendo a un ritmo más rápido que las exportaciones. En los tres meses transcurridos hasta abril, las importaciones de bienes aumentaron un 9,5% en términos nominales. La desagregación de las importaciones nominales de países no pertenecientes a la zona del euro en volúmenes y precios (datos disponibles de Eurostat hasta marzo) indica que este aumento de las importaciones nominales de bienes refleja, en gran medida, una subida de los precios de importación (véase gráfico 37). A su vez, ello es atribuible, en parte, a la depreciación del euro y al repunte de los precios de las materias primas. Al mismo tiempo, las importaciones de bienes también aumentaron, en términos reales, un ritmo rápido, respaldadas, entre otros factores, por la demanda de bienes intermedios importados, inducida por las exportaciones, y por el ajuste de las existencias.

A diferencia del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro, el comercio de servicios parece haber vuelto a perder impulso. Tras la expansión observada en torno a comienzos del año, las exportaciones y las importaciones de servicios se redujeron, en términos nominales, un 0,2% y un 1,9%, respectivamente, en los tres meses transcurridos hasta abril.

En conjunto, como resultado del hecho de que las importaciones crecieron con más fuerza que las exportaciones, el superávit comercial en concepto de bienes y servicios se redujo en los tres meses transcurridos hasta abril en comparación con los meses anteriores. No obstante, en cifras acumuladas de doce meses, el superávit de las balanzas de bienes y servicios se incrementó (véase gráfico 38), lo que, unido al descenso de los déficits de las balanzas de rentas y transferencias corrientes, ha contribuido a que se reduzca el déficit de la balanza por cuenta corriente. En el año transcurrido hasta abril, el déficit acumulado por cuenta corriente se situó en 32,2 mm de euros (alrededor del 0,4% del PIB de la zona del euro), frente a los 153,8 mm de euros registrados un año antes.

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

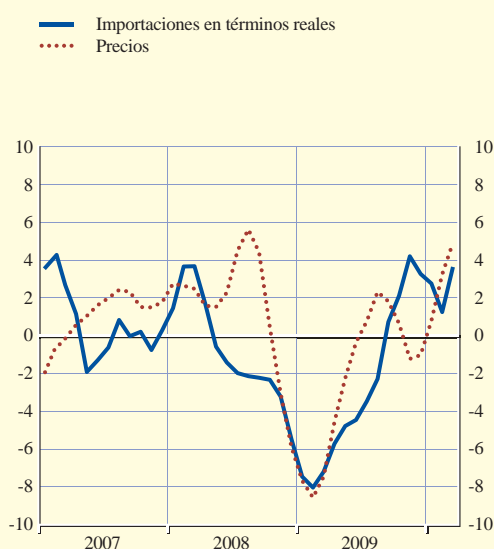
(tasas de variación intertrimestral; para la balanza de bienes, mm de euros; media móvil de tres meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: BCE.

Gráfico 37 Detalle de las importaciones procedentes de países de fuera de la zona del euro en términos reales y precios

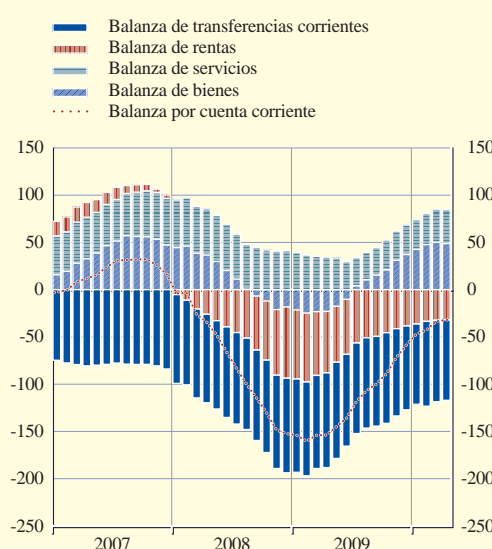
(tasas de variación intertrimestral; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.
Nota: La última observación se refiere a marzo de 2010.

Gráfico 38 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.

De cara al futuro, los indicadores disponibles sugieren que las exportaciones de bienes de la zona del euro a países no pertenecientes a la zona seguirán aumentando en el corto plazo. No obstante, dado que la recuperación del comercio tiene en parte su origen en factores de carácter transitorio —como las políticas de estímulo fiscal y el ciclo de existencias— cabría esperar cierta pérdida de impulso a medida que se desvanezca el impacto de esos factores. De hecho, el índice de carteras de pedidos exteriores de la encuesta a directores de compras del sector manufacturero de la zona del euro se mantuvo muy por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, aunque ha descendido ligeramente en los últimos meses.

CUENTA FINANCIERA

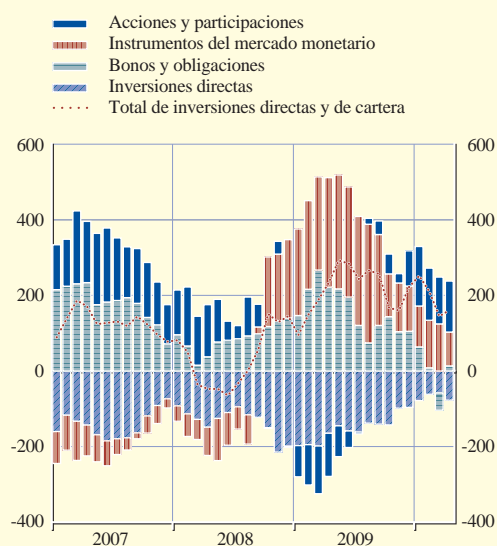
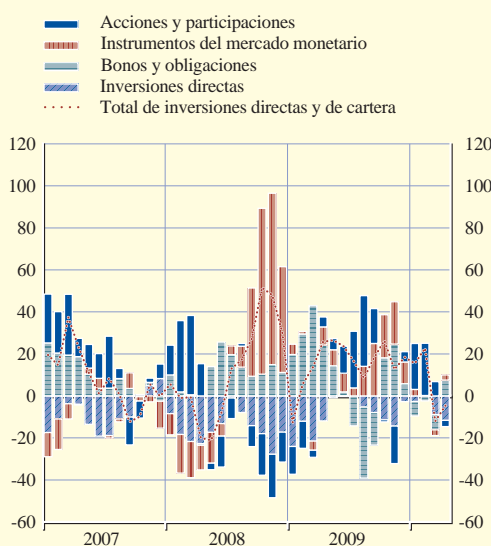
En los tres meses transcurridos hasta abril de 2010, el agregado de inversiones directas y de cartera registró, en promedio, salidas netas mensuales de 4,6 mm de euros, en comparación con unas entradas netas de 15,4 mm de euros en período de tres meses anterior (véase cuadro 7). Este cambio de signo fue resultado de dos factores: un descenso de las entradas netas de inversiones de cartera y un aumento de las salidas netas de inversiones directas, debido en particular al hecho de que las empresas de la zona del euro incrementaron sus préstamos vivos a filiales extranjeras.

La evolución de las inversiones de cartera en los tres meses transcurridos hasta abril de 2010 indica un resurgimiento de la aversión al riesgo entre los inversores internacionales, en un contexto de reaparición de las turbulencias en los mercados financieros y creciente preocupación por las dificultades económicas de algunos países periféricos de la zona del euro. Ello se ha traducido en una fuerte disminución de las inversiones netas de los no residentes en la zona del euro en acciones y participaciones de la zona en los tres meses transcurridos hasta abril de 2010 en comparación con el período de tres meses anterior. Al mismo tiempo, se registró un pronunciado aumento de las compras netas de bonos y obligaciones de la zona del euro por parte de no residentes, provocada, en cierta medida, por la mayor volatilidad observada en el mercado de bonos del Tesoro de Estados Unidos en abril.

Gráfico 39 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.

Por lo que respecta a la evolución a más largo plazo, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera descendieron hasta situarse en 160,8 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta abril de 2010, frente a los 232,7 mm de euros contabilizados en el mismo período un año antes. Este descenso estuvo determinado, principalmente, por la reducción de la entradas netas en las inversiones de cartera (véase cuadro 7). La desagregación de las inversiones de cartera por instrumentos indica que dicha reducción tuvo su origen, fundamentalmente, en una notable caída de las entradas netas de valores distintos de acciones, que contrarrestó con creces el cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, que registró la inversión en acciones y participaciones (véase gráfico 39). Esta evolución es coherente con la tendencia observada en los últimos trimestres, que muestra un retorno de los inversores internacionales a los mercados de renta variable y la gradual reducción de las inversiones excepcionalmente altas en valores de renta fija a finales de 2008 y en los primeros meses de 2009, debido a factores asociados a la crisis financiera.

ARTÍCULOS

AJUSTES DE LOS MERCADOS DE TRABAJO A LA RECESIÓN EN LA ZONA DEL EURO

La reciente crisis financiera y la consiguiente recesión han tenido un impacto muy negativo sobre los mercados de trabajo de la zona del euro. La pérdida de empleo ha sido considerable y se ha concentrado de forma especial en determinados sectores. Pese a la fuerte contracción del empleo, los salarios han reaccionado con lentitud, reflejando la existencia de rigideces institucionales. Por otro lado, ha existido una elevada heterogeneidad en las reacciones de los mercados de trabajo de los distintos países a la desaceleración de la actividad. Los países han adoptado varias medidas encaminadas a mantener el empleo a lo largo de la crisis. En este artículo se argumenta que una supresión ordenada de muchas de estas medidas ayudaría a acelerar el proceso de reestructuración. Si no se logra una reasignación sectorial de los trabajadores y una mayor flexibilidad salarial, la zona del euro podría necesitar muchos años para generar un crecimiento del empleo suficiente para absorber a los trabajadores actualmente desplazados del mercado laboral.

I INTRODUCCIÓN

La profunda recesión registrada recientemente ha provocado una reacción rápida e intensa del empleo en la zona del euro. Entre el segundo trimestre de 2008 (cuando el empleo alcanzó su nivel máximo) y el cuarto trimestre de 2009 (cuando su descenso parece haber tocado fondo), el empleo cayó un 2,6% en la zona del euro, como consecuencia de una acusada contracción de la actividad económica. A finales de 2009, el empleo volvió a su nivel de mediados de 2006, lo que supuso una reversión de dos años de crecimiento. La pérdida de empleo ha sido particularmente pronunciada en la industria y la construcción (véase gráfico 1). Además, se ha observado una elevada heterogeneidad entre países en las reacciones del empleo (véase gráfico 2), de las horas trabajadas y de los salarios, así como en las medidas adoptadas contra la crisis¹.

Los gráficos 1 y 2 muestran la evolución del crecimiento del empleo en la zona del euro desde 2006, según los datos de la contabilidad nacional. Tras varios años de fuerte crecimiento a mediados de los años 2000, en 2008 el crecimiento del empleo se ralentizó notablemente en la zona del euro, pasando de una tasa interanual del 1,5% en el primer trimestre de 2008 a una contracción del 0,2% en el último trimestre del año, observándose en el segundo semestre de 2009 una tasa interanual de descenso de cerca del 2,2%, que parece haberse moderado en el primer trimestre de 2010².

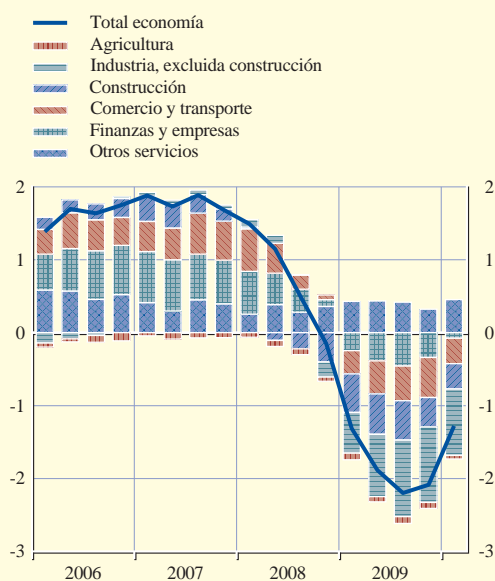
La considerable heterogeneidad que han mostrado los mercados de trabajo en la zona del euro durante la reciente recesión se explica por numerosos

factores. Esta diversidad puede reflejar, en parte, diferencias de composición sectorial entre los distintos países y, por tanto, una mayor exposición de algunos de ellos a las intensas perturbaciones

- 1 Véanse también los recuadros titulados «Composición del reciente descenso del empleo en la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre de 2009, y «Evolución del empleo en la zona del euro en 2009», en el Informe Anual de 2009.
- 2 La primera estimación de Eurostat respecto a las cuentas nacionales correspondientes al primer trimestre de 2010 parece mostrar una estabilización de los niveles de empleo en la zona del euro durante ese trimestre. Este artículo se basa en los datos disponibles hasta el 24 de junio de 2010.

Gráfico 1 Crecimiento del empleo en la zona del euro y contribuciones por sectores

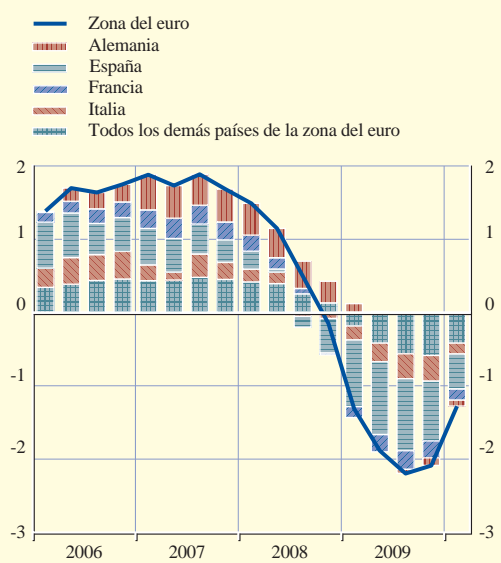
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 2 Crecimiento del empleo en la zona del euro y contribuciones por países

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

experimentadas en determinados sectores en el contexto de la reciente crisis financiera. Además, diferencias en la estructura del empleo, con distintas proporciones de trabajadores con contratos indefinidos y temporales, pueden dar también lugar a resultados diferentes según el mercado de trabajo. A un nivel menos agregado, la situación financiera de las empresas y su capacidad de resistencia al impacto de una marcada caída del producto desempeñan indudablemente un papel importante. De forma similar, el grado de escasez de mano de obra anterior a la recesión puede haber alentado una mayor retención de trabajadores en las empresas que tenían restricciones en algunos mercados de trabajo locales o altamente especializados, tras la recuperación. Asimismo, parte de la elevada heterogeneidad observada se debe a la interacción de las características institucionales y de las políticas de los distintos países, incluida la disposición de los representantes de los trabajadores a aceptar la flexibilidad y la moderación salarial, lo que puede contribuir a mitigar los efectos más agudos de la recesión sobre los participantes en los mercados de trabajo³.

Este artículo está estructurado de la manera siguiente. En la segunda sección se analiza la evolución de los mercados de trabajo de la zona del euro desde el inicio de la crisis, centrándose en los efectos sectoriales y de composición que han caracterizado la recesión. En la tercera sección se examina la distinta capacidad de respuesta de los salarios y los costes laborales. En la cuarta sección se estudian las políticas y las características institucionales que han contribuido a configurar los diversos ajustes realizados. En la quinta sección se evalúan las actuales perspectivas para los mercados de trabajo de la zona del euro y se extraen las correspondientes conclusiones.

2 CARACTERÍSTICAS DE LA RECIENTE RECESIÓN

La reciente recesión ha sido la más fuerte registrada en la zona del euro desde la Segunda Guerra Mundial. Entre el primer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2009, el PIB real de la zona del euro cayó un 5,3%, tras una grave crisis financiera y correcciones de gran calado en las economías sobrecalentadas de varios países de la zona. El carácter sistémico de la crisis financiera que precedió a la última recesión tiene importantes implicaciones para la evolución del empleo en el período posterior a la crisis, dado que las recesiones provocadas por crisis financieras suelen dar lugar a efectos macroeconómicos más duraderos que los que resultan de otras recesiones no sistémicas. Estos efectos incluyen mayores pérdidas en el producto y el empleo y una recuperación más gradual de los mismos, así como un aumento más duradero del paro y un mayor desempleo estructural, tras descensos profundos y prolongados de los precios de los activos y un abultado incremento de la deuda pública⁴.

³ Además, parte de la diferencia observada puede explicarse por las distintas reacciones de la población activa de cada país ante el deterioro del empleo («efectos de oferta»), aspecto que se analiza en el recuadro titulado «Evolución reciente de la oferta de trabajo», del Boletín Mensual de junio de 2010.

⁴ Véanse, por ejemplo, C. Reinhart y K. Rogoff (2009), «The Aftermath of Financial Crises», *American Economic Review*, vol. 99, n.º 2 (mayo), y S. Claessens, A. Kose y M. Terrones (2008), «What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?», Working Paper n.º 08/274, FMI.

REACCIONES DEL EMPLEO

En el primer trimestre de 2010, el empleo se situó en la zona del euro en torno a un 2,6% por debajo del máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2008. Un simple gráfico, en el que se asocian variaciones del empleo con variaciones simultáneas del producto (véase gráfico 3), demuestra la elevada heterogeneidad de las respuestas de los mercados de trabajo de los distintos países de la zona del euro, independientemente de las marcadas diferencias en la magnitud de las recesiones observadas. En algunos países (por ejemplo, Alemania), el número de personas ocupadas ha experimentado variaciones relativamente reducidas, pese a registrarse pronunciados descensos del producto. Otros (especialmente, España) han sufrido caídas desproporcionadamente acusadas del empleo, en comparación con sus respectivas pérdidas en el producto.

Entre el máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2008 y el mínimo registrado en el cuarto trimestre de 2009, el empleo cayó un 2,6% en la zona del euro, cerca de la mitad de la contracción

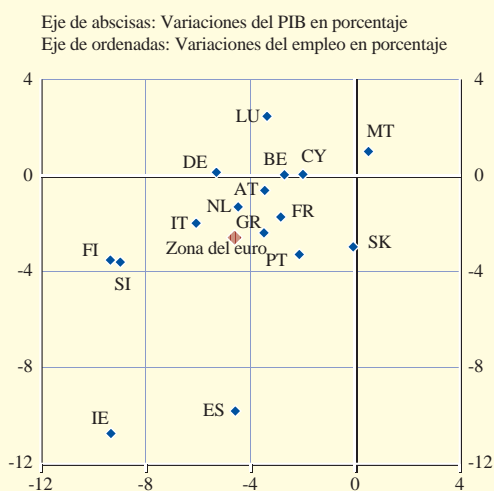
del PIB observada entre los correspondientes máximo y mínimo. Estas magnitudes sugieren que en la zona del euro la elasticidad del empleo a variaciones en el producto se sitúa en torno a 0,5, es decir, que, por cada caída de un punto porcentual del PIB, el empleo cayó cerca de 0,5 puntos porcentuales desde el primer trimestre de 2008. Como puede observarse en el gráfico 4, a escala nacional las elasticidades variaron desde 2,2 en España hasta casi cero en Alemania.

Pese a la importante pérdida de empleo registrada en toda la zona del euro durante la recesión, las reacciones del empleo en muchas de las economías de la zona han sido, en cierta medida, más moderadas de lo que hubiera podido esperarse, tanto en comparación con otras de las principales economías⁵ como en relación con las observaciones históricas. El gráfico 4 incluye también (cuando se dispone de datos) las estimaciones de elasticidad de la última grave recesión que afectó a la mayor parte de los países de la zona del euro a comienzos de los años noventa

5 Véase el recuadro titulado «Evolución reciente del empleo en la zona del euro y en Estados Unidos», en el presente Boletín Mensual.

Gráfico 3 Variaciones del producto y el empleo

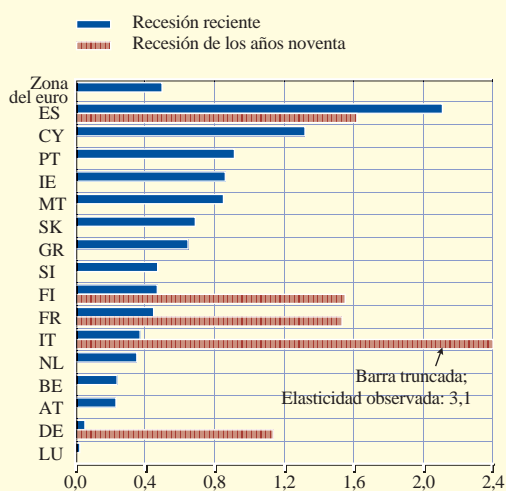
(variaciones en porcentaje; I 2008-I 2010)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de Austria, Luxemburgo y Países Bajos se refieren al período I 2008-IV 2009, y los de Irlanda, al período I 2008-III 2009.

Gráfico 4 Elasticidad del empleo respecto al producto, por países



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las elasticidades representan las reducciones del empleo en porcentaje divididas por las reducciones del PIB en porcentaje y se calculan utilizando los máximos y mínimos específicos de cada país, o los últimos datos disponibles, si todavía no se ha alcanzado un mínimo (razón por la que los cálculos difieren de los del gráfico 3).

(barras marrones), observándose una reacción claramente mayor del empleo a las contracciones del PIB en el episodio anterior, salvo en España. Las recesiones sistémicas que siguen a las crisis financieras suelen producir reacciones de los mercados de trabajo más profundas y duraderas que las recesiones no sistémicas. Así pues, en varios países los efectos sobre el empleo de las recesiones sistémicas de los años noventa duraron mucho más (alcanzándose mínimos de empleo después de entre 12 y 15 trimestres) que los observados en países que habían experimentado recesiones no sistémicas (después de entre 7 y 8 trimestres)⁶.

VARIACIONES DE LAS HORAS TRABAJADAS

Además de las notables reducciones de plantilla, la última recesión se ha caracterizado también por una sustancial reducción del total de horas trabajadas, muy por encima de la generada por la pérdida de empleo. El gráfico 5 utiliza datos de la Encues-

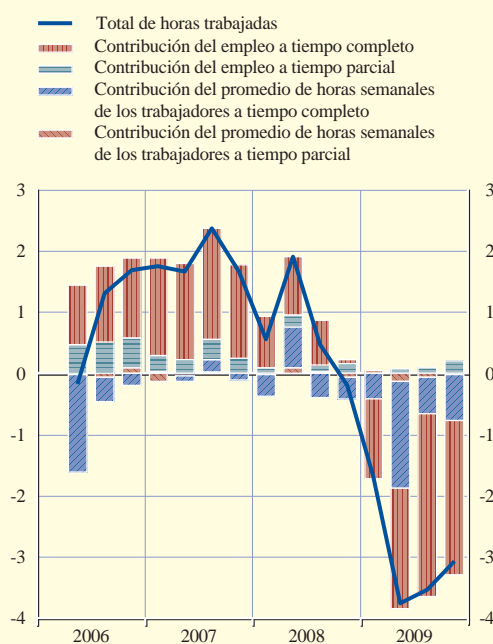
ta Europea de Población Activa (actualmente disponibles solo hasta el cuarto trimestre de 2009), que permiten desagregar las variaciones del total de horas trabajadas entre número de trabajadores y media de horas trabajadas según el empleo.

Aunque parte del descenso del total de horas trabajadas en el transcurso de la recesión refleja cierta reducción de las cuentas individuales de horas trabajadas, otra parte refleja también el uso muy extendido de planes de reducción de las horas de

6 Las crisis financieras se definen de conformidad con el capítulo 3 de *Perspectivas de la Economía Mundial*, de abril de 2009, del FMI. Véanse también el recuadro titulado «Labour markets and financial crises», en «Wage dynamics in Europe: final report of the Wage Dynamics Network» (BCE, diciembre 2009), y el artículo titulado «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009. La evolución del desempleo confirma, en gran medida, la capacidad de respuesta bastante reducida del empleo de la zona del euro a la caída de la actividad durante la reciente recesión. Véase el recuadro titulado «Relaciones entre el producto y el desempleo en la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre de 2009, o el capítulo 3 de *Perspectivas de la Economía Mundial*, de junio de 2010, del FMI.

Gráfico 5 Crecimiento del total de horas trabajadas en la zona del euro y contribuciones por tipo de trabajador

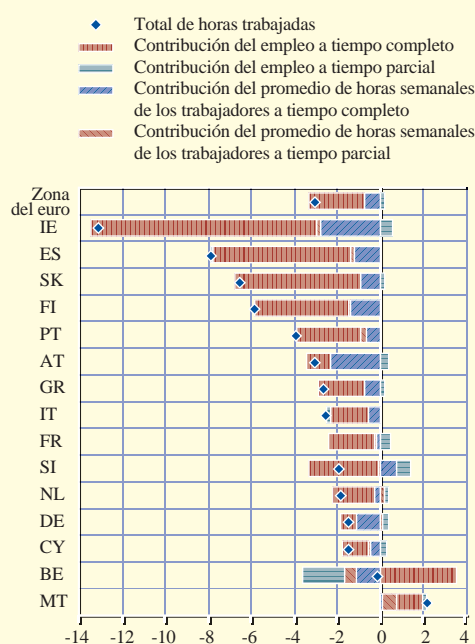
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos de Francia son estimaciones.

Gráfico 6 Crecimiento del total de horas trabajadas y contribuciones por tipo de trabajador, por países

(variaciones en porcentaje; contribuciones en puntos porcentuales; IV 2008-IV 2009)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos de Francia son estimaciones.

trabajo implantados en varios países de la zona del euro en un intento de salvaguardar el empleo (que se analiza en la sección 4). Ello ha dado lugar a una elevada heterogeneidad entre países, como puede apreciarse en el gráfico 6.

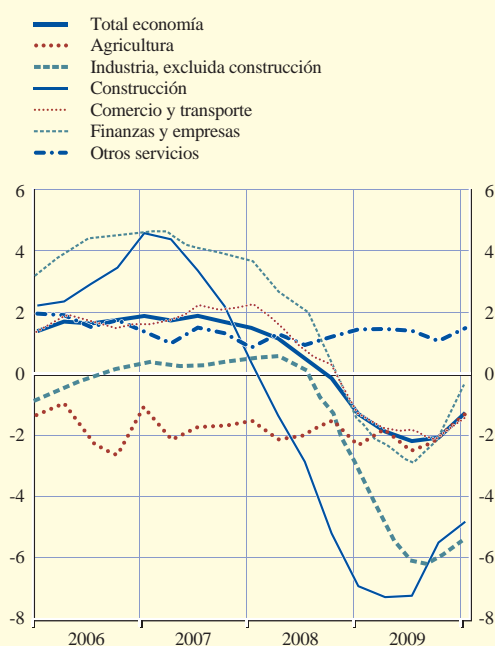
LA DIMENSIÓN SECTORIAL DE LA CRISIS

La pronunciada desaceleración del crecimiento del empleo observada en la construcción desde principios de 2007 se produjo tras varios años de rápido crecimiento en este sector, especialmente a partir de mediados de la década (véase gráfico 7). El empleo industrial reaccionó más tarde, pero disminuyó luego de forma acusada. Hasta el momento, el empleo en la industria y la construcción ha caído un 8,5% y un 11,9%, respectivamente, en relación con los máximos alcanzados antes de la crisis.

El gráfico 8 muestra el impacto acumulado de estos descensos por sectores sobre la evolución del empleo agregado en la zona del euro y en los dis-

Gráfico 7 Tasas de crecimiento del empleo en la zona del euro, por sectores

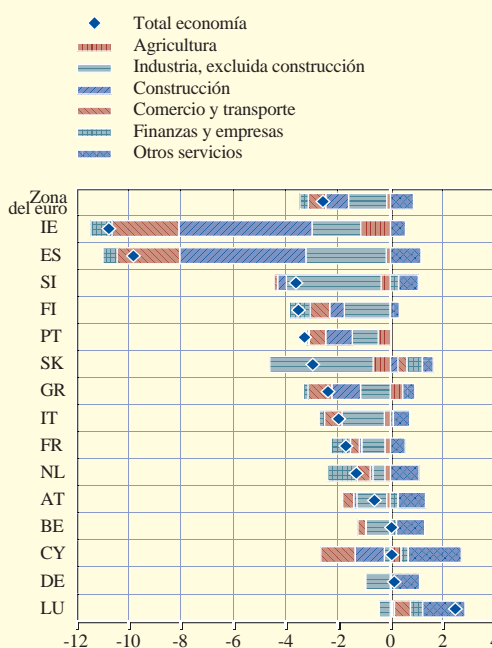
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 8 Contribuciones por sectores a la evolución del empleo agregado, por países

(variaciones en porcentaje; contribuciones en puntos porcentuales; I 2008-I 2010)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de Chipre no están desestacionalizados. Los datos de Irlanda se refieren al período I 2008-III 2009, y los de Francia, Luxemburgo, Países Bajos y Austria, al período I 2008-IV 2009.

tintos países de la zona desde el primer trimestre de 2008. La disminución del empleo en la construcción es particularmente pronunciada en los países en los que el empleo agregado ha caído en mayor medida, es decir, Irlanda y España, reflejo, en parte, de una rápida corrección del anterior sobrecalentamiento del sector inmobiliario. En ambos países, el sector de la construcción representó entre una tercera parte y la mitad de la reducción total del trabajo. También se produjo un marcado descenso del empleo en el sector industrial, en general, y en el comercio y el transporte, que representaron en torno al 15% y al 10%, respectivamente, de la pérdida total de empleo en la zona del euro. En comparación, las contribuciones del sector de servicios financieros y de empresas, fuertemente golpeado por la crisis, a la evolución del empleo total tienden a ser bastante modestas, reflejando, en parte, su reducido peso en el empleo total. La contribución de «otros servicios», que in-

cluye el sector público, fue positiva, lo que ayudó a estabilizar la evolución del empleo.

La elevada concentración sectorial de la pérdida de empleo observada durante la reciente recesión plantea cuestiones relevantes respecto a la velocidad a la que los trabajadores desplazados del mercado laboral podrían ser reabsorbidos a largo plazo. Para algunos sectores (especialmente la construcción, pero también determinadas industrias manufactureras), algunas de las recientes reducciones de plantilla podrían consolidarse, como resultado, en parte, de la normalización del anterior sobrecalentamiento y, en parte, de la importante reestructuración de algunas ramas de actividad que se llevaría probablemente a cabo como consecuencia de la recesión. Ello originará, inevitablemente, reducciones permanentes del empleo en estos sectores, con la perspectiva de un aumento del desempleo estructural y a largo plazo, especialmente si la formación de los trabajadores desplazados del mercado laboral no se puede transferir fácilmente a otros sectores.

EFFECTOS DE COMPOSICIÓN DEL EMPLEO

Además de la significativa variación sectorial de la pérdida de empleo durante la reciente recesión, se ha observado una considerable desigualdad en la distribución de la pérdida de empleo entre los distintos colectivos de trabajadores. La manera en que segmentos diferentes del mercado de trabajo —en términos de edad, situación contractual o nivel de cualificación— se ven afectados por la contracción de la actividad económica depende, obviamente, de la composición sectorial del empleo y de la exposición de cada sector a la recesión. Sin embargo, la propia estructura del empleo, en particular el papel y la cobertura de los contratos de empleo temporal, constituye también uno de los factores determinantes de la variedad de las respuestas del empleo a la recesión en los países de la zona del euro.

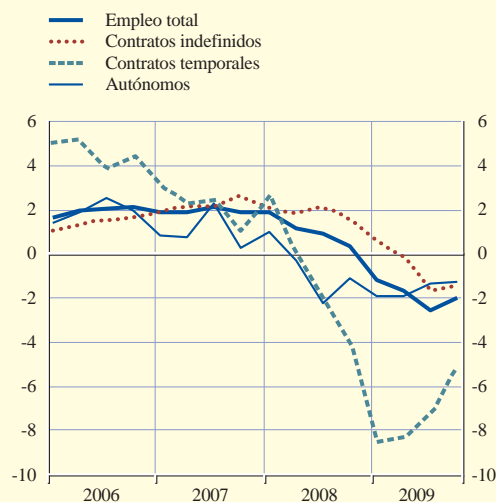
Los trabajadores temporales, es decir, los que no se benefician de la protección del empleo que proporcionan los contratos «indefinidos», han soportado una parte desproporcionada del ajuste del empleo en toda la zona del euro. Antes de la recesión, la propor-

ción de trabajadores temporales en el empleo total había estado aumentando constantemente, alcanzando alrededor del 17% del empleo total de la zona del euro a mediados de 2007. De hecho, el crecimiento de los contratos temporales, así como de otras formas de empleos no indefinidos, como el empleo por cuenta propia, contribuyó sustancialmente al rápido crecimiento del empleo observado en la zona del euro antes de la crisis. No obstante, la incidencia de los contratos temporales variaba notablemente entre países, desde cerca del 5% de los trabajadores en Eslovaquia hasta casi una tercera parte en España. Cuando los efectos de las turbulencias financieras empezaron a extenderse a la economía de la zona del euro, las empresas pudieron reaccionar rápidamente a la mayor incertidumbre respecto a la demanda futura de sus productos, renovando un menor número de contratos temporales.

Entre finales de 2007 y comienzos de 2009, la proporción de trabajadores temporales en el empleo total disminuyó sensiblemente. Como puede apreciarse en el gráfico 9, el ajuste del empleo temporal se produjo relativamente con mayor antelación, y en mayor medida, que el de otras formas de empleo en el transcurso de la recesión. Esta tendencia

Gráfico 9 Crecimiento del empleo en la zona del euro, por tipo de contrato

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

es particularmente evidente en algunos países, especialmente en España, donde los trabajadores temporales han sido objeto de la casi totalidad del ajuste del empleo (impulsado, en parte, por la evolución del sector de la construcción, en el que el número de puestos de trabajo temporales se ha reducido en la mitad desde la recesión)⁷. Más recientemente, el empleo temporal parece haber empezado a mostrar señales de recuperación en comparación con formas más permanentes de empleo en la zona del euro, aunque registra todavía tasas de crecimiento interanual negativas. Los trabajadores con contratos indefinidos, que se benefician de una amplia protección legal del empleo, se han visto afectados en mucha menor medida.

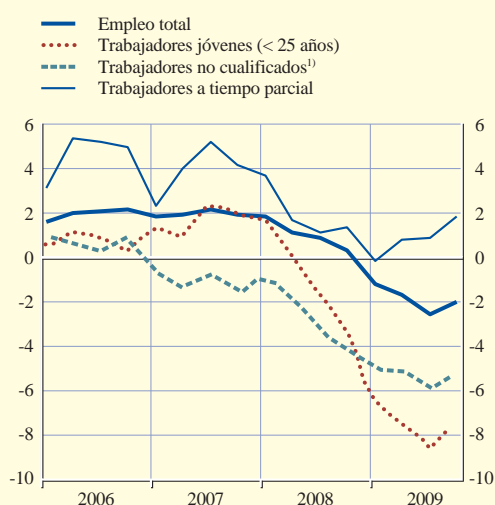
Mientras tanto, el empleo a tiempo parcial ha seguido creciendo (véase gráfico 10). Es todavía demasiado pronto para evaluar en qué medida el aumento de la proporción de trabajadores a tiempo parcial registrado durante la recesión refleja una tendencia subyacente o el impacto de la crisis. Cierto es que la recesión golpeó especialmente a sectores en los que predominaba tradicionalmente el empleo a tiempo completo (como la construc-

ción y la industria). Además, medidas contra la crisis diseñadas para proteger el empleo mediante la reducción de las horas de trabajo pueden haber contribuido a elevar la ratio de empleo a tiempo parcial, observándose que trabajadores «a tiempo completo» trabajan menos horas semanales. Datos recientes de la Encuesta Europea de Población Activa muestran un marcado aumento de la proporción de empleo a tiempo parcial, especialmente masculino, desde el inicio de la recesión⁸. Aunque la participación femenina ha aumentado también, el crecimiento del empleo se ha producido solamente en el segmento del tiempo parcial, contribuyendo a mitigar los efectos de la pérdida de empleo a tiempo completo⁹.

La recesión ha golpeado muy intensamente a otros dos colectivos: los trabajadores jóvenes (menores de 25 años) y los trabajadores no cualificados (aquellos que solo tienen cualificaciones escolares básicas o inferiores). La acusada disminución de las oportunidades de empleo para los trabajadores más jóvenes es particularmente evidente en España e Irlanda, que representan conjuntamente cerca de la mitad del descenso del empleo juvenil de la zona del euro. Desde el inicio de la recesión, las tasas de desempleo juvenil casi se han duplicado, situándose en el 20% para el conjunto de la zona del euro en abril de 2010 (aunque en niveles próximos al 30% en Irlanda e Italia, en el 35% en Eslovaquia y en más del 40% en España). Además de los costes sociales y financieros de largos períodos de inactividad, la notable disminución de las oportunidades de trabajo para los jóvenes plantea importantes problemas macroeconómicos a más largo plazo. Estos trabajadores son una fuente potencial de dinamismo económico, pero pueden perder la posibilidad de recibir la formación necesaria para incrementar la productividad si no pueden tener acceso

Gráfico 10 Crecimiento del empleo en la zona del euro en algunos colectivos de trabajadores

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los trabajadores no cualificados se definen como aquellos trabajadores con educación secundaria de primer grado o inferior.

7 Véase, por ejemplo, S. Bentolila, P. Cahuc, J. Dolado y T. Le Barbachon (2010), «Unemployment and temporary jobs in the crisis: comparing France and Spain», Documento de Trabajo n.º 2010-07, FEDEA.

8 En la Encuesta Europea de Población Activa se pide a las empresas que indiquen la media de horas trabajadas por los trabajadores a tiempo completo y a tiempo parcial. Sin embargo, es posible que se produzca una reclasificación de los trabajadores durante una recesión severa, aunque no se modifiquen sus contratos «estándar».

9 Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la oferta de trabajo», en el Boletín Mensual de junio de 2010.

a los puestos de trabajo que proporcionan dicha formación. Distintos estudios sugieren que los trabajadores quedan seriamente «marcados» durante mucho tiempo por los efectos adversos de experiencias laborales iniciales negativas, como una persistente reducción de las probabilidades de empleo y una considerable merma de los ingresos, que pueden resultar, al menos para algunos jóvenes, en un profundo desánimo y una desvinculación permanente de la población activa¹⁰.

Por lo que respecta a los trabajadores no cualificados, la recesión parece haber exacerbado el descenso estructural a largo plazo de la demanda de tales trabajadores. No obstante, existen escasas variaciones entre países en la disminución del empleo menos cualificado, más allá de las que pueden atribuirse a la concentración sectorial general de la recesión. Estos trabajadores tienden a concentrarse de forma muy especial en la construcción y la industria.

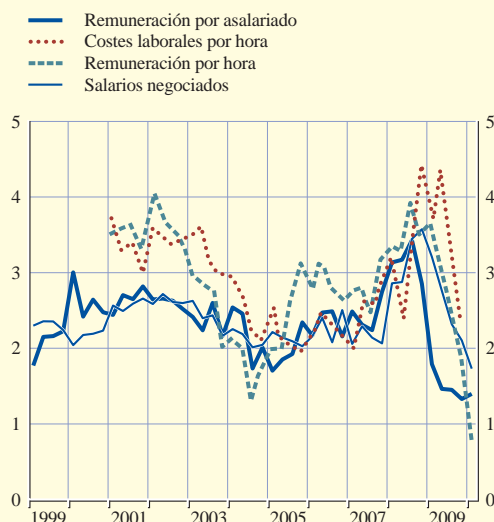
3 LA RESPUESTA DE LOS SALARIOS Y DE LOS COSTES LABORALES

Además de recortar el empleo, las empresas pueden reducir sus costes laborales en respuesta a una desaceleración económica, rebajando los salarios. La capacidad de respuesta de los salarios afecta al comportamiento de las demás variables de los mercados de trabajo y a la economía en general. La Red de Investigación sobre la Dinámica Salarial (*Wage Dynamics Network*), del SEBC¹¹, ha estudiado recientemente la evidencia generalizada sobre la relación entre salarios y empleo utilizando diferentes metodologías. El recuadro incluido en el presente artículo se basa en los resultados de la encuesta de la WDN, que proporciona evidencia microeconómica sobre cómo las empresas han reaccionado ante la crisis. El mensaje que puede extraerse de estos resultados es que el ajuste del empleo ha sido más rápido y generalizado que el de los salarios.

La recesión económica ha tenido un efecto a la baja apreciable, aunque retardado, sobre las presiones salariales en la zona del euro. El gráfico 11

Gráfico 11 Indicadores de salarios de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

muestra cuatro indicadores diferentes de crecimiento de los salarios: remuneración por asalariado, costes laborales por hora, remuneración por hora y salarios negociados¹². Al inicio de la recesión, todas estas medidas siguieron creciendo, como reflejo de los acuerdos salariales (de una duración media de cerca de un año y medio, según la encuesta de la WDN) celebrados en la zona del euro en el período 2007-2008, época de crecientes tensiones en los mercados de trabajo y de elevadas tasas de inflación. En 2009 se produjo una pronunciada reversión de estas tendencias, con un descenso en los incrementos salariales acordados en la negociación colectiva, como consecuencia de la debilidad de la actividad económica, del creciente desempleo y de la reducida inflación. A fi-

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

11 Pueden consultarse el resumen de las conclusiones y las referencias a la literatura y a los estudios relativos a este tema en «Wage dynamics in Europe: final report of the Wage Dynamics Network», diciembre de 2009 (en la dirección del BCE en Internet www.ecb.europa.eu).

12 Para una explicación de estos indicadores, véase la sección de «Precios y costes» del presente Boletín Mensual.

nales de 2009, la mayor parte de las medidas de crecimiento de los costes laborales habían caído por debajo de las tasas medias de crecimiento que venían registrando desde el inicio de la Unión Monetaria.

Como resultado de las tendencias mostradas por el PIB, el empleo y los salarios, el crecimiento de los costes laborales unitarios se elevó durante un pe-

ríodo muy prolongado, alcanzando un máximo del 5,9%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2009, al caer fuertemente la productividad del trabajo, como consecuencia de la retención de trabajadores (véase gráfico 12). Desde entonces, el crecimiento de los costes laborales unitarios ha disminuido rápidamente, tornándose negativo en el primer trimestre de 2010, cuando la productividad empezó a crecer.

Recuadro

NUEVA EVIDENCIA PROCEDENTE DE UNA ENCUESTA SOBRE EL AJUSTE DEL MERCADO DE TRABAJO A LA RECESIÓN EN LA ZONA DEL EURO

En el presente recuadro se analizan las características del ajuste del mercado de trabajo que se ha producido durante la recesión, a partir de la información obtenida a nivel de empresas. Se presentan brevemente algunas de las conclusiones de la red de investigación sobre la dinámica salarial (*Wage Dynamics Network*)¹, creada por el Eurosistema y el SEBC, centrando la atención especialmente en la nueva evidencia procedente de una encuesta en la que se preguntó a las empresas cuál fue su respuesta a la contracción de la actividad económica durante la recesión. La encuesta, realizada por esta red en el verano de 2009 en diez países (Bélgica, República Checa, Estonia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria y Polonia), incluyó a más de 5.500 empresas, de las cuales el 85% están establecidas en la zona del euro. Los datos obtenidos constituyen, pues, una actualización de la evidencia anterior procedente de una encuesta llevada a cabo antes de la crisis².

Las contestaciones de las empresas estuvieron en línea con la evidencia macroeconómica sobre la intensidad de la recesión. En los países de la zona del euro incluidos en la encuesta, solo el 15% de las empresas no observaban un impacto negativo sobre su actividad, mientras que el 38% consideraban que el impacto negativo era fuerte o excepcionalmente fuerte. Esta media oculta una elevada heterogeneidad entre países. Por ejemplo, mientras que en Bélgica el 44% de las empresas contestaron que sufrían un impacto negativo fuerte o excepcionalmente fuerte, en los Países Bajos las contestaciones en este sentido no superaron el 28%. Además, al referirse a las consecuencias de la recesión, la mayor parte de las empresas señalaron una caída de la demanda (el 41% de las empresas declararon que se veían afectadas fuertemente o muy fuertemente por una caída de la demanda), seguida de las dificultades en cobrar a los clientes (29%), mientras que atribuyeron una importancia relativamente menor a las restricciones financieras (19%). Estos resultados se observaron en distintos países y sectores y en empresas de distinto tamaño.

La respuesta más habitual de las empresas a este deterioro de la actividad ha sido reducir los costes, mientras que la reducción de los precios parece haber sido la menos frecuente. En efecto, cerca del

1 Red de investigación formada por investigadores de 24 bancos centrales de la UE que estudia las causas y las características de la evolución de los salarios y los costes laborales más relevantes para la política monetaria, así como la relación entre los salarios, los costes laborales y los precios, a nivel de empresas y a escala macroeconómica.

2 Esta encuesta se ha llevado a cabo como seguimiento de la encuesta ad hoc a empresas sobre la fijación de precios y salarios, realizada precedentemente por la WDN para recoger información anterior a 2008 entre más de 19.000 empresas de 20 países de la UE. Puede consultarse un resumen de la evidencia sobre fijación de salarios recopilada en la encuesta inicial de la WDN en el artículo titulado «Nueva evidencia procedente de una encuesta sobre el proceso de determinación de los salarios en Europa», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2009.

73% de las empresas de los países de la zona del euro incluidos en la muestra contestaron que la reducción de los costes es una estrategia de ajuste relevante o muy relevante. Si se analizan con detalle las estrategias de reducción de costes llevadas a cabo por estas empresas durante la recesión (véase cuadro A), se observa que han consistido, principalmente, en ajustar los costes laborales, en la mayor parte de los casos mediante la reducción del factor trabajo en términos de empleo indefinido o temporal o de horas trabajadas por asalariado. El porcentaje de empresas que decidieron reducir el empleo temporal como opción principal para ajustar los costes fue muy elevado en Bélgica, España y Países Bajos (más del 40%). Confirmando que en la zona del euro los salarios respondieron inicialmente en muy escasa medida a la crisis, solo un número reducido de empresas señaló recortes del salario base como principal estrategia de ajuste para reducir los costes laborales. Sin embargo, el ajuste a través de los componentes variables de los salarios fue más habitual.

Cuanto más intenso es el impacto de la crisis, más probable es que una empresa recurra a reducir los costes laborales y, en particular, el empleo. De forma similar, las grandes empresas son más propensas que las pequeñas a despedir a trabajadores temporales y menos proclives a reducir los costes no laborales.

La evidencia procedente de los datos de la encuesta recopilados antes de la última recesión mostró que los salarios de los trabajadores se recortaron en muy pocas ocasiones en el período de cinco años anterior a la realización de la encuesta y que la rigidez a la baja de los salarios predominó en la mayor parte de los países de la zona del euro³. Si se vuelven a analizar estos hechos en el contexto de la reciente crisis financiera, la evidencia sugiere que sigue predominando la rigidez a la baja de los salarios. En promedio, cerca del 2,1% de las empresas de los países de la zona del euro incluidos en la muestra de la nueva encuesta recortaron el salario base durante el período comprendido entre el inicio de la crisis y el verano de 2009 (véase cuadro B), frente al 1,3% de la misma muestra antes del inicio de la crisis. Sin embargo, la incidencia de las congelaciones salariales ha crecido considerablemente como resultado de la crisis, pasando del 7,6% durante los cinco años anteriores a 2008, al 37,1% en el verano de 2009. En general, ello implica que la rigidez a la baja de los salarios seguía predominando en el verano de 2009 y que muchas empresas congelaban los salarios en lugar de

3 Babecký, P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina y T. Rõm (2010), «Downward nominal and real wage rigidity: survey evidence from European firms», Working Paper n.º 1105, BCE.

Cuadro A Estrategias de reducción de costes de las empresas de la zona del euro durante la recesión

Estrategia principal	Porcentaje de empresas
Reducir los costes laborales	69,6
Ajustar el trabajo	
Reducir el número de trabajadores temporales/otros trabajadores	27,5
Reducir el número de trabajadores indefinidos	16,6
Reducir el número de horas trabajadas por asalariado	15,4
Ajustar los salarios	
Reducir los componentes variables del asalariado	8,6
Reducir el salario base	1,5

Fuente: Encuesta de la WDN.
Notas: Todas las cifras están ponderadas por el empleo. La muestra abarca Bélgica, España, Francia, Italia, Países Bajos y Austria. El sector de la construcción no está incluido en las muestras de España, Francia e Italia y la intermediación financiera no está incluida en las de España y Francia.

Cuadro B Incidencia de los recortes y congelaciones salariales en la zona del euro durante la recesión

Porcentaje de empresas que recortan los salarios			Porcentaje de empresas que congelan los salarios		
Cinco años antes de la crisis	Verano de 2009		Cinco años antes de la crisis	Verano de 2009	
Recortaron	Recortarán		Congelaron	Congelarán	
1,3	2,1	3,3	7,6	37,1	43,1

Fuente: Encuesta de la WDN.
Nota: Véanse las notas del cuadro A.

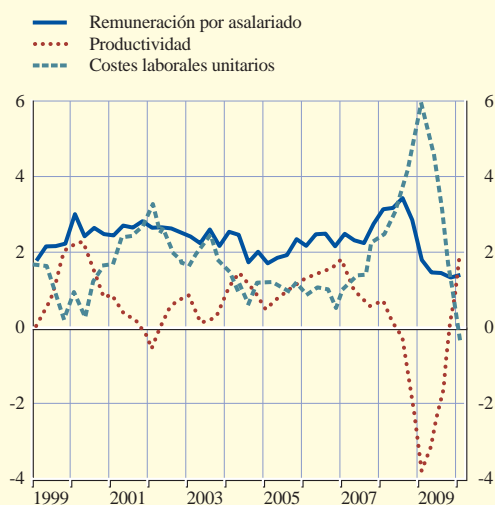
recortarlos, incluso en un entorno de recesión económica acompañado de una inflación próxima a cero.

Por último, el análisis empírico confirma que los factores institucionales influyen notablemente en las respuestas de las empresas. En particular, la combinación de una negociación colectiva a nivel superior al de la empresa y una fuerte protección legal del empleo reduce el margen para recortar los salarios y potencia el ajuste a través de las horas trabajadas por asalariado en lugar de a través del empleo⁴. La existencia de convenios colectivos centralizados dificulta también el ajuste de los salarios, incluso el de sus componentes variables, e induce a las empresas a reducir los costes laborales a través de las horas trabajadas.

4 Véase la publicación citada en la nota 11 del artículo

Gráfico 12 Indicadores de costes laborales de la zona del euro

(tasas de variación interanual)

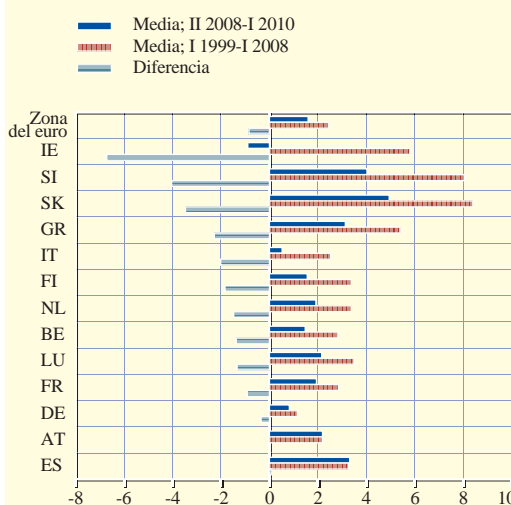


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La productividad se calcula como el PIB dividido por el empleo total. Los costes laborales unitarios se calculan como la remuneración por asalariado dividida por la productividad.

Gráfico 13 Crecimiento medio de la remuneración por asalariado antes y desde el inicio de la recesión, por países

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Chipre y Portugal no se incluyen debido a la limitación de los datos disponibles. Los datos de Grecia empiezan en I 2000. Los datos de Irlanda se refieren al período hasta III 2009, y los de Luxemburgo, Países Bajos y Austria, hasta IV 2009.

La capacidad de respuesta de los salarios a la desaceleración económica ha variado sustancialmente entre los países de la zona del euro, reflejo de su exposición a la recesión y del impacto de las diferencias entre las instituciones salariales. Dado que los distintos países tenían patrones salariales muy diferentes antes de la recesión, el gráfico 13 muestra la tasa media de crecimiento interanual de la remuneración efectiva por asalariado a lo largo de la crisis (desde el tercer trimestre de 2008 hasta el primer trimestre de 2010), la tasa media de crecimiento interanual durante el período anterior a la

crisis (desde el primer trimestre de 1999 hasta el primer trimestre de 2008) y la diferencia entre las dos series¹³.

Desde el inicio de la recesión, la remuneración por asalariado ha crecido en la zona del euro en torno al 1,6%, en tasa media interanual, es decir, 0,8 puntos porcentuales por debajo de la media regis-

13 En este contexto, los salarios se definen como la remuneración por asalariado. Otra medida de los salarios, los costes laborales por hora, ha evolucionado de una manera ligeramente diferente durante la crisis, debido a las distintas tendencias que se han venido observando en las horas trabajadas.

trada antes de la crisis. Esta desaceleración se observó de forma generalizada, ya que el crecimiento de la remuneración por asalariado fue moderándose en casi todos los países de la zona del euro. Las desaceleraciones más notables tienden a producirse en los países más pequeños de la zona del euro¹⁴. Ello puede reflejar la relativa flexibilidad de las instituciones salariales en esos países, así como una mayor disposición de los empresarios y los trabajadores a aceptar una moderación salarial, para limitar la pérdida de empleo, a la vista de la importante merma del empleo y del PIB que se ha producido durante la crisis. La relativa rigidez de los salarios en España, en comparación con la intensa reacción del empleo, fue resultado, en parte, de la estructura institucional de los convenios colectivos en ese país. Predomina la negociación salarial a nivel sectorial, con ámbitos de negociación regionales, lo que dificulta que los salarios puedan ajustarse a la productividad de las empresas. Por

consiguiente, pese a la reducida inflación durante la recesión y una indiciación salarial relativamente generalizada, la carga del ajuste de los mercados de trabajo españoles ha recaído en mayor medida sobre el empleo.

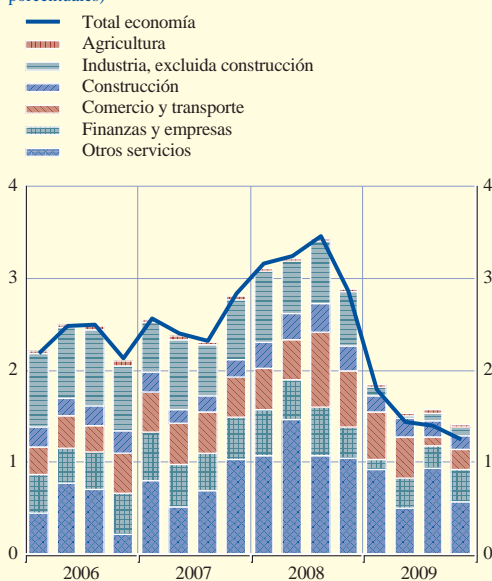
Por lo que se refiere al desglose por sectores de la remuneración por asalariado en la zona del euro, el gráfico 14 muestra que la mayor parte de la desaceleración observada desde el máximo alcanzado en el tercer trimestre de 2008 se ha producido en tres sectores¹⁵. Los sectores de industria, comercio y transporte, y otros servicios han contribuido cada uno en torno a 0,6 puntos porcentuales a la desaceleración. En efecto, los salarios en el sector industrial apenas crecieron en 2009. Ello es conse-

14 El crecimiento de los salarios registrado en Eslovenia y Eslovaquia antes de la crisis ha de interpretarse con cautela, dado que podría reflejar, en parte, el proceso de convergencia.

15 Actualmente solo se dispone del desglose por sectores de la remuneración por asalariado hasta el cuarto trimestre de 2009.

Gráfico 14 Crecimiento de la remuneración por asalariado en la zona del euro y contribuciones por sectores

(Tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

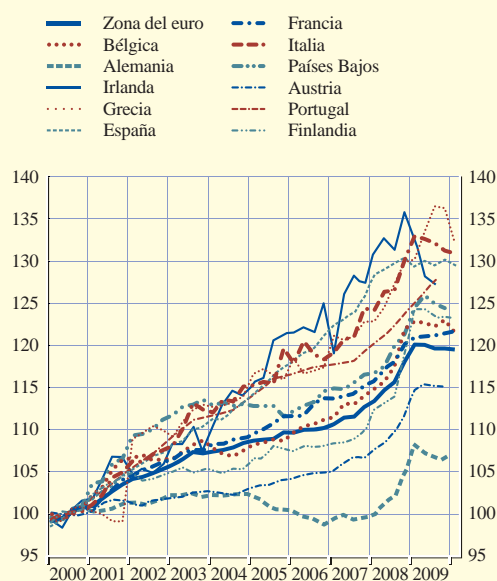


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los sectores se ponderan utilizando ponderaciones de las remuneraciones.

Gráfico 15 Costes laborales unitarios, por países

(índice: 2000 = 100)



Fuente: Eurostat.

Notas: Datos trimestrales hasta I 2010 (III 2009 para Irlanda, IV 2009 para Países Bajos y Austria). Las estimaciones para Portugal se basan en datos anuales. La evolución de los costes laborales unitarios de Grecia y Portugal puede diferir de los cálculos de los respectivos BCN. La evolución de los costes laborales unitarios de Grecia refleja una importante volatilidad de los datos trimestrales de remuneración de los asalariados.

cuencia, en parte, del impacto de la reducción de las horas trabajadas por asalariado en este sector, que rebajó la remuneración media neta por asalariado. En el último trimestre, más de la mitad del crecimiento interanual de la remuneración total por asalariado procedió de «otros servicios», reflejo de la mayor capacidad de resistencia de los salarios del sector público. En la construcción, la desaceleración relativamente limitada de la remuneración por asalariado, pese a la notable caída del producto, debería considerarse en el contexto de la fuerte pérdida de empleo en ese sector.

Aunque el anterior análisis se ha centrado en la moderación del crecimiento salarial durante la recesión, las perspectivas dependerán también de cómo los países intenten mantener (o recuperar) la competitividad. Los costes laborales unitarios se elevaron con relativa rapidez en varios países en la década que precedió a la crisis, en particular en Irlanda, Grecia, España, Italia y Portugal (véase gráfico 15). De estos países, solo en Irlanda y, en menor medida, en Italia ha mejorado la competitividad de forma sostenida en los dos últimos años. Así pues, parece necesario efectuar ajustes mucho mayores en varios países de la zona del euro antes de que puedan lograr una fuerte competitividad salarial, que facilitaría un crecimiento equilibrado y sostenible del empleo y del producto.

4 EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS DE EMPLEO Y DE LAS INSTITUCIONES RELACIONADAS CON EL MERCADO DE TRABAJO

Los Gobiernos de los países de la zona del euro han adoptado una serie de medidas contra la crisis para contrarrestar los efectos más adversos de la recesión. Casi todos los países han diseñado políticas orientadas a reducir las horas de trabajo, rebajar los impuestos laborales y facilitar la transición a otros empleos en el mercado de trabajo. Además, cerca de la mitad de estos países ha incrementado las prestaciones y la asistencia a los desempleados. Muchas de las medidas adoptadas, unidas a la estricta protección legal del empleo vigente en numerosos países, pueden haber contribuido a paliar, a corto plazo, el impacto de la cri-

sis. Sin embargo, dado que varias de las medidas están teniendo efectos indeseables sobre las perspectivas de empleo a largo plazo, una supresión ordenada de muchas de ellas ayudaría a acelerar el proceso de reestructuración.

El principal efecto de las medidas temporales de reducción de las horas de trabajo ha sido facilitar el ajuste a la baja de las horas, como alternativa parcial a la reducción del empleo (véanse gráficos 5 y 6). Las estimaciones oficiales muestran que estas medidas han producido efectos significativos en Alemania (el plan «Kurzarbeit») e Italia (el plan «Cassa Integrazione Guadagni»), donde se han aplicado a un máximo del 1,3% y el 3% de los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, respectivamente. En efecto, el grueso del descenso del total de horas trabajadas en Alemania se puede atribuir a reducciones de la media de semanas trabajadas en el sector privado, más que a reducciones de las plantillas (véase gráfico 6).

Muchos de los planes de reducción de las horas de trabajo de la zona del euro, inicialmente contemplados como medidas a corto plazo, se han ampliado o expirarán en 2010. Estos programas han contribuido a evitar una reducción excesiva del empleo y a mantener el capital humano a corto plazo. Sin embargo, a medida que la recuperación se vaya afianzando, y dado que es necesaria una reestructuración de las economías, una congelación del empleo en determinados sectores podría dificultar los ajustes necesarios. Las medidas generan también una mayor carga fiscal, sin crear incentivos a la inversión para fomentar la recuperación¹⁶.

Las reducciones de los impuestos sobre el trabajo se han aplicado, en general, a las cotizaciones sociales. En la medida en que estas reducciones permiten aminorar la carga laboral de las empresas, pueden haber contribuido a fomentar el empleo. En la mayor parte de los países de la zona del euro existe una elevada brecha fiscal, según los estándares internacionales. Reducir esta brecha podría

¹⁶ Véase también el recuadro titulado «Ajustes de los mercados de trabajo durante la actual contracción de la actividad económica», en el Boletín Mensual de junio de 2009.

ayudar a corregir las deficiencias de anteriores reformas, aunque ello requeriría más esfuerzos de consolidación fiscal en algunos países. Por consiguiente, la posibilidad de realizarlos podría depender de ajustes presupuestarios en otras partidas.

Muchos países han adoptado medidas encaminadas a facilitar la búsqueda de empleo a los parados (políticas activas de empleo). La mayor parte de los Gobiernos han puesto en marcha o ampliado programas de formación de los desempleados destinados a contribuir a reestructurar sus economías, y muchos han adoptado medidas para mejorar el flujo de información en el mercado de trabajo, con el fin de incrementar las posibilidades de los parados de encontrar empleo. Mantener o ampliar estas medidas, en función de los recursos presupuestarios disponibles, podría ayudar a los desempleados a encontrar trabajo, en un contexto de reasignación sectorial de los trabajadores. Además, en muchos países se han implantado o aumentado las subvenciones a los empresarios, con objeto de limitar los efectos del desplazamiento de los trabajadores del mercado laboral y potenciar el acceso al trabajo¹⁷.

Muchos Gobiernos han extendido las prestaciones por desempleo (por ejemplo, ampliando los criterios de admisión), para mitigar el impacto social de la crisis. Sin embargo, estas medidas reducen los incentivos a buscar empleo e incrementan las cargas fiscales de los países de la zona del euro.

Uno de los principales factores institucionales que han determinado la evolución de los mercados de trabajo en los últimos años ha sido el grado de protección legal del empleo. Entre los factores que propiciaron el fuerte crecimiento del empleo en los años anteriores a la crisis, figuran las reformas orientadas a moderar la protección legal del empleo y a fomentar los contratos temporales. La protección legal del empleo varía sustancialmente entre los países europeos y según el tipo de contrato (temporal o indefinido). Algunos países tienen niveles relativamente altos de protección contra los despidos individuales o colectivos de trabajadores indefinidos, lo que ha contribuido, al menos temporalmente, a la retención de trabajadores y ha mitigado la reacción del empleo. Por el contrario, las

limitadas restricciones al despido de trabajadores temporales han permitido reducir considerablemente el número de estos trabajadores. Así pues, esta dualidad de los mercados de trabajo desplaza la carga del ajuste hacia este último colectivo. A más largo plazo, la protección legal del empleo puede incluso reducir la creación neta de empleo, ya que, ante unos elevados costes de ajuste, las empresas se muestran poco dispuestas a contratar.

5 CONCLUSIONES

En este artículo se ha examinado la evolución de los mercados de trabajo en la zona del euro durante la reciente recesión y se han extraído varias conclusiones importantes. La zona del euro ha sufrido una considerable reducción del empleo, tras la fuerte caída de la actividad generada por una profunda crisis financiera. Sin embargo, esta reducción ha sido algo menos grave de lo que hubiera podido esperarse, al menos en relación con los patrones históricos. Además, existe una elevada heterogeneidad en las respuestas de los mercados de trabajo entre los distintos países de la zona del euro, atribuible, en gran parte, a la evolución de los sectores de la construcción y de las manufacturas. Varios colectivos de trabajadores se han visto afectados de manera desproporcionada por la crisis: los temporales, los jóvenes y los no cualificados, muchos de los cuales han quedado desplazados de los citados sectores. Los salarios han reaccionado con lentitud y en menor medida, reflejando las rigideces institucionales de algunos países, lo que puede haber contribuido a la caída del empleo.

De cara al futuro, cabe esperar que el empleo siga disminuyendo en 2010, aunque más lentamente que hasta ahora. Con un amplio margen para un aumento de las horas trabajadas, a largo plazo existe cierto riesgo de que la creación de empleo no sea suficiente para reducir el desempleo durante bastante tiempo, si no se produce una moderación salarial adecuada para estimular la demanda de mano de obra. Queda la duda sobre la transferi-

17 Véase «Labour markets and the crisis», Economics Department Working Paper n.º 756, OCDE, 2010.

bilidad de los niveles específicos de cualificación de los recién despedidos del sector de la construcción y de algunas ramas industriales, en los que, a partir de ahora, será probablemente necesario reducir las plantillas de forma permanente.

Las reformas de las políticas de empleo deberán orientarse ahora a facilitar la reestructuración y generar un crecimiento del empleo suficiente para absorber a los trabajadores actualmente desplazados del mercado laboral. En muchos países, los esfuerzos por reducir la dualidad de los mercados de trabajo deberán concentrarse en incrementar la movilidad y la flexibilidad laboral, en lugar de ampliar la protección del empleo a los trabajadores temporales. En la fase de recuperación, nuevas reformas encaminadas a ampliar los contratos flexi-

bles animarán probablemente a los empresarios a contratar, en un entorno caracterizado por un alto grado de incertidumbre económica. También será necesario adoptar medidas adicionales de fomento de la formación, dirigidas a los trabajadores desplazados del mercado laboral y diseñadas para incrementar la eficiencia en la búsqueda de empleo, y habrán de realizarse reformas de los sistemas fiscales y de prestaciones sociales para potenciar los incentivos al trabajo. El crecimiento del empleo dependerá, asimismo, de recuperar la competitividad a escala empresarial, sectorial y nacional. Ello requerirá nuevas reformas de los mercados de productos y de las instituciones salariales, a fin de garantizar que las condiciones locales de los mercados de trabajo queden adecuadamente reflejadas en la negociación salarial.

LA EFICACIA DE LAS POLÍTICAS FISCALES DE LA ZONA DEL EURO

ARTÍCULOS

La eficacia de las políticas fiscales de la zona del euro

En el período posterior a la crisis económica y financiera de 2008 y 2009, se acometieron importantes planes de estímulo fiscal en la zona del euro. Aunque en las últimas décadas se han preferido los estabilizadores fiscales automáticos al activismo fiscal, la crisis financiera creó unas condiciones adversas en las que probablemente los programas de estímulo de carácter temporal, adoptados oportunamente y con un objetivo específico, serían más eficaces para sostener el producto que en circunstancias normales. Al mismo tiempo, su eficacia para asegurar una recuperación autosostenida dependía de forma decisiva de que se establecieran estrategias de salida y de consolidación presupuestaria creíbles que respaldaran la confianza en la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas.

En este artículo se resume la evidencia teórica y empírica acerca de la eficacia de las políticas fiscales, centrándose en la zona del euro. En consonancia con la evidencia relativa a los multiplicadores fiscales, el análisis sugiere que los programas de estímulo fiscal de carácter temporal adoptados en el marco del Plan Europeo de Recuperación Económica han sostenido, en cierta medida, el crecimiento del producto y el empleo en la zona del euro. Sin embargo, también han contribuido a provocar un deterioro más pronunciado y persistente de los saldos presupuestarios. Algunos países de la zona del euro han tardado en decidir y en aplicar estrategias de salida y de consolidación fiscal, lo que ha acrecentado los riesgos para la estabilidad financiera. Un análisis ilustrativo de los planes multianuales de ajuste fiscal indica que las ganancias económicas a largo plazo derivadas de restablecer una situación presupuestaria saneada en la zona del euro compensan sobradamente los costes a corto plazo.

I INTRODUCCIÓN

A raíz de la crisis económica y financiera internacional de 2008 y 2009, los Gobiernos de todo el mundo implementaron políticas fiscales expansivas destinadas a estimular la demanda. En el caso de los países de la zona del euro, los planes de estímulo fiscal representan aproximadamente el 2% del PIB durante el período de dos años de 2009 a 2010 (sin tener en cuenta las medidas fuera de balance y el apoyo económico de los estabilizadores fiscales automáticos). El marco común de estas políticas fiscales contracíclicas nacionales lo proporcionó el Plan Europeo de Recuperación Económica, que la Comisión Europea anunció el 26 de noviembre de 2008 y el Consejo Europeo aprobó el 11 y el 12 de diciembre de 2008¹.

Sin embargo, de acuerdo con la experiencia pasada, la eficacia de las expansiones fiscales contracíclicas (discrecionales) suele verse mitigada por los retrasos en la aplicación de las medidas presupuestarias, la dificultad de destinarlas específicamente a los hogares y a las empresas más afectados y, más en general, la incertidumbre en torno a la respuesta de la economía a los programas de gasto de carácter temporal o a recortes de impuestos. Otro

problema guarda relación con la complejidad de revertir las expansiones fiscales que inicialmente tuvieron un carácter temporal, pues esto podría ocasionar una pérdida de confianza en la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Como consecuencia, la política fiscal contracíclica destinada a estabilizar la macroeconomía ha estado muy desacreditada desde la década de los años setenta.

El objetivo de este artículo es analizar la eficacia de las políticas fiscales de la zona del euro, centrándose concretamente en la crisis de 2008 y 2009. El artículo se basa en la investigación empírica existente y en el análisis basado en modelos. Además de evaluar la eficacia de los programas de estímulo fiscal, el artículo presenta también las ventajas a largo plazo y los costes a corto plazo de los planes de consolidación fiscal. Las ratios de déficit público superaban ya en 2009 el valor de referencia del 3% del PIB en la gran mayoría de países de la zona del euro. Las ratios de deuda pública en rela-

1 Véase Comisión Europea, «A European Economic Recovery Plan», COM(2008)800, 26 de noviembre de 2008. En A. van Riet (ed.), «Euro area fiscal policies and the crisis», Occasional Paper Series, n.º 109, BCE, abril de 2010, se efectúa un breve análisis del Plan Europeo de Recuperación Económica.

ción con el PIB también estaban aumentando considerablemente, acercándose al 100% o superando este valor, lo que ha cuestionado la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Así pues, la realización de esfuerzos de saneamiento presupuestario ambiciosos debe ser parte integrante de la estrategia de salida, con el fin de que las finanzas públicas se ajusten a las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Este artículo considera la política fiscal de la zona del euro en su conjunto, pero conviene destacar que la cuestión principal en esta materia ha sido que algunos países han olvidado totalmente el hecho de que no tenían ningún margen de maniobra presupuestario². Los países que retrasan la consolidación o que no reconocen la gravedad de su situación presupuestaria contribuyen a los problemas fiscales de la zona del euro en su conjunto, lo que puede plantear dudas sobre la estabilidad financiera. Desde este punto de vista, en un área monetaria única, las políticas fiscales necesitan tener en cuenta plenamente los puntos débiles de cada país, dentro de los requerimientos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

El artículo se organiza de la manera siguiente. En la sección 2 se presenta una panorámica de los fundamentos teóricos de la eficacia de la política fiscal, que se centra específicamente en las condiciones de la reciente crisis. En este contexto, se analiza el papel de la estabilización automática y de la política fiscal discrecional, el concepto de equivalencia ricardiana, la cuestión de las restricciones a la liquidez y al crédito, y la importancia crucial de mantener la confianza en la sostenibilidad fiscal a largo plazo. En la sección 3 se analiza la evidencia empírica relativa a los efectos de las políticas fiscales sobre el crecimiento económico y la evidencia sobre los multiplicadores fiscales. En la sección 4 se evalúan los efectos macroeconómicos de los programas de estímulo fiscal en el marco del Plan Europeo de Recuperación Económica y se examina también, de manera más general, el tamaño de los multiplicadores fiscales en los modelos estructurales utilizados por distintas instituciones. En el contexto de los desequilibrios presupuestarios posteriores a la crisis existentes en

la zona del euro, en la sección 5 se aborda el estudio de los costes y los beneficios de los programas multianuales de consolidación fiscal. Finalmente, en la sección 6 se presentan las conclusiones.

2 EFICACIA DE LA POLÍTICA FISCAL: CONSIDERACIONES TEÓRICAS

En esta sección, se examinan los fundamentos teóricos de la política fiscal contracíclica y la estabilización fiscal automática. En este contexto, se efectúa una comparación entre la eficacia de las políticas fiscales en situaciones cíclicas normales y su eficacia en las circunstancias específicas de una crisis financiera seguida de una recesión. En el análisis se destaca también la importancia crucial de mantener la confianza en la sostenibilidad fiscal a largo plazo al diseñar los programas de estímulo³.

POLÍTICA FISCAL CONTRACÍCLICA

La idea de que el gasto público (manteniendo constantes los tipos impositivos) es el instrumento adecuado para hacer frente a las recesiones económicas se basa en la noción de que, si la demanda privada es demasiado baja, el gasto público ayuda a mantener el gasto privado. Esta idea keynesiana ha sido puesta en tela de juicio por la visión neoclásica, esto es, que el gasto público y los impuestos no pueden hacer nada para influir en los niveles agregados de gasto y de empleo en la economía. Por consiguiente, tales políticas únicamente redirigirán los recursos del sector privado al sector público, provocando una compensación total. En la crisis de 2008 y 2009, la idea keynesiana parece haber vuelto a cobrar fuerza.

Por lo tanto, deben considerarse los distintos niveles en los que puede producirse el efecto compensa-

2 Para una evaluación de las distintas situaciones presupuestarias de los países de la zona del euro al inicio de la crisis económica y financiera, véase, por ejemplo, A. van Riet (ed.), «Euro area fiscal policies and the crisis», Occasional Paper Series, n.º 109, BCE, abril de 2010.

3 Véase también W. Köhler-Töglhofer y L. Reiss, «The effectiveness of fiscal stimulus packages in times of crisis», Oesterreichische Nationalbank, *Monetary Policy and the Economy*, primer trimestre de 2009, pp. 78-99.

torio. En primer lugar, el Gobierno llevará a cabo actividades productivas que, de otra manera, habrían sido realizadas por el sector privado, de modo que el gasto público simplemente suplantaría a la inversión privada. En segundo lugar, el gasto público puede generar una presión al alza sobre los tipos de interés reales, especialmente en los países muy endeudados, lo que reduce el gasto privado que es sensible a los tipos de interés (por ejemplo, el gasto en bienes de consumo duradero, la inversión fija empresarial y la construcción residencial). En tercer lugar, existen importantes efectos riqueza negativos relacionados con el gasto público financiado mediante la emisión de deuda. Este tipo de efecto compensatorio suele asociarse a la hipótesis de la equivalencia ricardiana, que afirma que los hogares ahorran los ingresos derivados de un estímulo fiscal financiado mediante deuda en anticipación de futuras subidas de impuestos necesarias para financiar la deuda pública adicional. Bajo supuestos bastante restrictivos (véase recuadro 1), tal comportamiento ricardiano implica que la riqueza neta de los consumidores no varía con un aumento del gasto público financiado mediante deuda.

En una grave recesión asociada a una crisis financiera mundial, como la experimentada recientemente, el efecto compensatorio podría ser más débil por distintos motivos. En primer lugar, el porcentaje de agentes con restricciones de liquidez o de crédito puede aumentar durante una recesión, en particular si los bancos se enfrentan a problemas relacionados con sus balances y reducen la oferta de crédito. Esto hace que el comportamiento ricardiano sea menos importante. En segundo lugar, cuando la economía está sufriendo una recesión grave, y la inflación ya está muy baja, cabe la posibilidad de que el banco central no quiera contrarrestar los efectos inflacionistas de los estímulos fiscales de carácter temporal. De ahí que, en igualdad de condiciones, probablemente se produzca una menor presión al alza sobre el tipo de interés real y un efecto compensatorio más reducido. En tercer lugar, cuando existe una importante brecha de producción negativa, la probabilidad de desplazar el gasto privado es tal vez menor. Finalmente, enfrentados a una recesión de carácter global, una respuesta fiscal contracíclica común (coordinada) puede internalizar las filtraciones transfronterizas y aumentar su eficacia para todos los países participantes.

Recuadro 1

EQUIVALENCIA RICARDIANA

En la teoría económica, la equivalencia ricardiana se produce cuando los consumidores que tienen en cuenta los efectos futuros ahorran los ingresos que se derivan de un estímulo fiscal que se financia mediante la emisión de deuda, anticipando la subida de impuestos futura necesaria para financiar dicha deuda pública. Por lo tanto, la riqueza neta de los consumidores no varía en caso de que aumente el gasto público financiado mediante deuda, y los déficits presupuestarios no tendrían efectos económicos reales a corto plazo. Esta teoría contrasta con la hipótesis keynesiana tradicional de que unos mayores déficits presupuestarios estimularían la demanda a corto plazo¹.

La posibilidad teórica de la equivalencia ricardiana se basa en una serie de supuestos estrictos, entre los que se incluyen que los hogares viven hasta el infinito (o altruismo intergeneracional de los hogares que tienen una vida finita), la flexibilidad de precios, los impuestos globales, los mercados de capitales eficientes y la ausencia de restricciones crediticias.

1 Véanse D. Ricardo, «On the principles of political economy and taxation», en P. Sraffa (ed.), *The works and correspondence of David Ricardo*, vol. I, Cambridge University Press, 1951; y R. Barro, «Are government bonds net wealth?», *Journal of Political Economy*, 82(6), 1976, pp. 1095-117.

Por un lado, en el caso de una recesión grave, es posible que la equivalencia ricardiana se produzca en menor medida que en épocas normales. En particular, el porcentaje de hogares con restricciones de liquidez o de crédito puede aumentar, haciendo que cualquier efecto del comportamiento ricardiano sea menos importante. Por otro lado, también se ha argumentado que, si se percibe que los planes de estímulo fiscal son de carácter permanente en lugar de temporal y que generan expectativas de una deuda pública mucho más elevada, la importancia del comportamiento ricardiano podría aumentar realmente. Además, las posibles reacciones negativas de los mercados financieros ante incrementos sustanciales de la deuda pública podrían reducir los efectos económicos favorables que se esperan de un estímulo fiscal. Efectivamente, un aumento del riesgo de impago de la deuda pública y la posible subida de los tipos interés frenarían o incluso compensarían el estímulo fiscal².

2 Véase, por ejemplo, J. Seater, «Ricardian equivalence», *Journal of Economic Literature*, 31, 1993, pp. 142-190.

Por lo que se refiere a la implantación de la política fiscal, los aspectos teóricos anteriores sugieren que, para que un estímulo fiscal sea efectivo, tiene que adoptarse oportunamente, tener un objetivo específico y ser de carácter temporal⁴. Pero la oportunidad puede verse obstaculizada por retrasos en la toma de decisiones y en su aplicación. De hecho, cuando el impulso fiscal llega a la economía, es frecuente que las medidas adoptadas ya no sean necesarias y que realmente se conviertan en medidas procíclicas. La eficacia de las políticas fiscales también puede verse atenuada por las llamadas al activismo fiscal de distintos colectivos sociales, lo que puede agudizar las dificultades para acordar medidas discrecionales específicas. Así pues, también puede resultar difícil la tarea de lograr que las políticas fiscales tengan como objetivo sectores específicos. Además, al final, a los Gobiernos les podría resultar complicado revertir los aumentos del gasto o los recortes de impuestos que inicialmente pretendían ser transitorios, lo que empeoraría la situación de las finanzas públicas y podría conllevar una subida de los tipos de interés nacionales al elevarse las primas de riesgo. Las expansiones fiscales con un carácter realmente temporal (o de corta duración) reducen el efecto riqueza negativo del gasto público y, por ello, es probable que el efecto compensatorio sea menor. La evidencia de algunos trabajos de investigación muestra asimismo que la expansión fiscal puede ser más eficaz cuando los hogares esperan que esta situación se invierta mediante recortes futuros del gasto público⁵.

Además, cabe la posibilidad de que las medidas de estímulo fiscal destinadas a determinados sectores de la economía (por ejemplo, las ayudas a la sustitución de automóviles adoptadas en algunos países de la zona del euro) y a los mercados de trabajo (por ejemplo, subvencionando la reducción de las horas de trabajo) tengan efectos distorsionadores sobre la competencia y sobre los ajustes estructurales. Este es otro motivo por el que tales estímulos deberían tener un carácter transitorio⁶.

Por consiguiente, aunque existen numerosas razones teóricas para argumentar que un estímulo fiscal de carácter temporal, adoptado oportunamente y con un objetivo específico, puede ser eficaz, hay muchas cuestiones prácticas que ponen en peligro su eficacia. Al mismo tiempo, estas restricciones de carácter práctico podrían ser menos importantes en una crisis financiera, cuando las expectativas de que la recesión sea prolongada hacen que el riesgo de que se produzca una respuesta cíclica sea menor, y debería ser más fácil destinar las medidas

4 Véanse, por ejemplo, el recuadro titulado «Políticas fiscales discrecionales, estabilización automática e incertidumbre económica», en el Boletín Mensual de junio de 2008; y A. van Riet (ed.), «Euro area fiscal policies and the crisis», Occasional Paper Series, n.º 109, BCE, abril de 2010, para más información y posibles extensiones de las tres condiciones de la eficacia de los estímulos fiscales.

5 Véase G. Corsetti, A. Meier y G. Müller, «Fiscal stimulus with spending reversals», CEPR Discussion Paper n.º 7302, 2009.

6 Véanse el recuadro titulado «Los efectos de los planes de sustitución de automóviles en los países de la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre de 2009; y el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», en el presente Boletín Mensual.

a los agentes que tienen que hacer frente a restricciones de liquidez o de crédito. Además, el carácter transitorio de un estímulo fiscal puede indicarse con una estrategia de salida creíble condicionada al mantenimiento de la recuperación.

ESTABILIZADORES AUTOMÁTICOS

Las ventajas de la estabilización automática son bien conocidas. En primer lugar, está menos sujeta a retrasos en la toma de decisiones que las medidas discrecionales. Además, no está supeditada a procesos de toma de decisiones de carácter político y su efecto económico se ajusta automáticamente al ciclo. Naturalmente, cuanto mejor sea la situación de las finanzas públicas, mayor margen habrá para el libre y pleno funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Tal razonamiento constituye la base del marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, según el cual los países deben lograr su propio objetivo presupuestario a medio plazo «próximo al equilibrio o con superávit». Por consiguiente, los estabilizadores automáticos deberían constituir la primera línea de defensa de una recesión económica, siempre que no pongan en peligro la estabilidad financiera.

CONSOLIDACIÓN FISCAL

En relación con las consideraciones anteriores, los favorables efectos de expectativas podrían también, en teoría, contrarrestar sobradamente el efecto contractivo de la consolidación presupuestaria sobre el crecimiento (los denominados efectos fiscales no keynesianos). La hipótesis de la contracción fiscal expansiva plantea que los consumidores anticipan los beneficios que supone el saneamiento presupuestario para su renta permanente y, por lo tanto, se incrementa de inmediato el consumo privado.

En otras palabras, la supuesta reacción keynesiana negativa del consumo privado al ajuste fiscal puede revertirse. Por ejemplo, un reducción significativa y sostenida del gasto público podría ocasionar que los consumidores supusieran que en el futuro próximo también se produciría un recorte de impuestos de carácter permanente, lo que generaría un efecto riqueza positivo y un aumento del

consumo privado⁷. Adicionalmente, y además del efecto riqueza positivo, los efectos expansivos derivados de la consolidación fiscal también pueden estar relacionados con otros factores, tales como reformas estructurales o reformas por el lado de la oferta, ajustes en la política monetaria o depreciaciones del tipo de cambio, que acompañan al saneamiento presupuestario.

Por otra parte, el anuncio y la implementación creíbles de una estrategia de consolidación fiscal podrían reducir la prima de riesgo asociada a la emisión de deuda pública, que, a su vez, reduce los tipos de interés reales y hace más probable el mantenimiento del gasto privado. Esto sucedería, en particular, en países con déficits presupuestarios muy abultados y con un endeudamiento público elevado; los cuales, en el contexto de una crisis, son más vulnerables a variaciones súbitas en el clima de los mercados. No obstante, si la rebaja del gasto público es pequeña y transitoria, o carece de credibilidad, el gasto privado puede que no responda positivamente al recorte fiscal⁸. Además, la literatura económica sobre el tema hace referencia, asimismo, a los beneficios a largo plazo del saneamiento presupuestario sobre el producto que se derivan de tipos de interés a largo plazo más reducidos como consecuencia de las menores necesidades de financiación de las Administraciones Públicas.

POLÍTICAS FISCALES Y CRECIMIENTO ECONÓMICO A LARGO PLAZO

El modelo de crecimiento neoclásico tradicional no prevé que las políticas fiscales afecten a la tasa de crecimiento a largo plazo de la economía. Sin embargo, varias extensiones de la teoría neoclásica del crecimiento han considerado que el gasto público y los impuestos desempeñan un papel crucial en

7 Véase O. Blanchard, «Comment on Giavazzi and Pagano», en O. Blanchard y S. Fischer (eds.), *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 5, MIT Press, 1990, pp. 111-116.

8 Véase F. Giavazzi y M. Pagano, «Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries», en O. Blanchard y S. Fischer (eds.), *NBER Macroeconomics Annual 1990*, MIT Press, 1990, pp. 75-111. Para más información sobre la evidencia empírica, véase, por ejemplo, A. Afonso, «Expansionary fiscal consolidations in Europe: new evidence», *Applied Economics Letters*, 17(2), 2010, pp. 105-109.

la determinación del crecimiento económico a largo plazo⁹. Además, el gasto público en infraestructura y en investigación y desarrollo también constituye un importante factor de crecimiento¹⁰. La composición del gasto público se ha identificado, asimismo, como un factor de importancia, sobre todo la inversión pública en educación, que incrementa el nivel de capital humano y es una de las fuentes principales de crecimiento económico a largo plazo. Por lo tanto, el gasto productivo tiene un efecto positivo en el crecimiento potencial de una economía, al aumentar la productividad marginal del capital o la productividad total de los factores o del trabajo. En este sentido, el gasto público «esencial» puede ser tan significativo para el crecimiento del producto a largo plazo como el capital privado y el trabajo, puesto que puede aumentar el *stock* de capital físico y humano y el progreso técnico de la economía directa o indirectamente mediante la creación de sinergias para la actividad privada¹¹.

Además, unas políticas fiscales eficientes y sostenibles constituyen un requisito imprescindible para el crecimiento a largo plazo. Estas políticas implican un gasto público moderado y predecible potenciador del crecimiento, que estimula la inversión privada y la innovación, al tiempo que minimiza las posibles repercusiones adversas derivadas de los impuestos necesarios mediante la reducción de los desincentivos a ahorrar, invertir, trabajar e innovar. Por consiguiente, la magnitud, la composición y la volatilidad de las partidas presupuestarias pueden afectar al crecimiento económico. En particular, unos niveles más elevados de gasto público en relación con el PIB podrían poner en peligro la sostenibilidad fiscal o aumentar la presión fiscal, lo que es perjudicial para el crecimiento potencial.

3 EFICACIA DE LA POLÍTICA FISCAL: EVIDENCIA EMPÍRICA

En esta sección se analiza la evidencia empírica procedente de dos líneas de investigación de la literatura económica. La primera está relacionada con los efectos de la política fiscal sobre el crecimiento

a largo plazo. La segunda se refiere a la literatura que estudia el tamaño de los multiplicadores fiscales, es decir, el impacto de las medidas discrecionales de política fiscal sobre el producto, considerando distintos instrumentos fiscales.

EFFECTOS DE LA POLÍTICA FISCAL SOBRE EL CRECIMIENTO A LARGO PLAZO

Los resultados empíricos relativos a los efectos de las políticas fiscales sobre el crecimiento económico, que abarcan a los países de la OCDE, se basan predominantemente en el análisis de datos de panel y de vectores autorregresivos (VAR). Los resultados de esos estudios pueden resumirse de la forma siguiente: los efectos negativos se derivan de unos impuestos distorsionadores y de unos niveles de consumo y de salarios públicos desproporcionados, mientras que los efectos positivos están relacionados con la inversión pública y, sobre todo, con el gasto en educación¹². Por ejemplo, la evidencia empírica disponible sobre el rendimiento macroeconómico de la inversión pública sugiere que esta variable es expansiva y que tiene efectos de atracción en la mayoría de los países de la OCDE¹³. Al mismo tiempo, los estudios empíricos encuentran una relación negativa entre el tamaño del gobierno y el crecimiento¹⁴. Por ejemplo, tanto el tamaño del gobierno como la volatilidad fiscal tienden a obstaculizar el crecimiento de los países de la OCDE.¹⁵

9 Véanse D. Aschauer, «Is public expenditure productive?», *Journal of Monetary Economics*, 23, 1989, pp. 177-200; y R. Barro y X. Sala i Martín, «Technological diffusion, convergence and growth», *Journal of Economic Growth*, 2, 1995, pp. 1-27.

10 R. Lucas, «On the mechanism of economic development», *Journal of Monetary Economics*, 22, 1998, pp. 3-42; R. Barro, «Economic growth in a cross section of countries», *Quarterly Journal of Economics*, 106(2), 1991, pp. 407-430; y P. Romer, «Endogenous technological change», *Journal of Political Economy*, 98(5), 1990, pp. 71-102.

11 Véase «Políticas estructurales en tiempos de crisis», en el Boletín Mensual de diciembre de 2008.

12 Véase un resumen en A. Afonso y J. González Alegre, «Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU», Working Paper Series, n.º 848, BCE, 2008.

13 Véase A. Afonso y M. St. Aubyn, «Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects», *Manchester School*, 77(S1), 2009, pp. 21-39.

14 Véase Comisión Europea, «Public finances in EMU 2008», *European Economy*, 4/2008.

15 Véase A. Afonso y D. Furceri, «Government size, composition, volatility and economic growth», Working Paper Series, n.º 849, BCE, 2008.

MULTIPLICADORES FISCALES: EVIDENCIA EMPÍRICA

Existe una extensa literatura económica sobre el estudio del tamaño de los multiplicadores fiscales, es decir, el impacto de una modificación de las variables fiscales sobre el nivel del producto. Por ejemplo, la evidencia disponible derivada de los modelos de vectores autorregresivos bayesianos de carácter estructural para Estados Unidos, Reino Unido, Alemania e Italia considera que los *shocks* de gasto público tienen, en general, un efecto reducido, pero positivo, sobre el PIB. Además, los multiplicadores fiscales del gasto son positivos, pero relativamente pequeños, en la zona del euro, y el análisis VAR de parámetros variables en el tiempo constata que los multiplicadores fiscales del gasto se incrementaron, hasta situarse cerca de 1 en 1985, y más tarde cayeron hasta 0,5, aproximadamente, en 2008¹⁶.

No obstante, la incertidumbre existente en los estudios empíricos sobre la respuesta del sector privado a medidas fiscales de carácter temporal es generalizada. Los multiplicadores fiscales del gasto y de los impuestos (recortes) que se basan en modelos VAR oscilan entre cifras negativas y cifras positivas muy por encima de 1¹⁷.

Una de las principales dificultades de la literatura empírica está relacionada con la identificación de las perturbaciones fiscales, es decir, el componente autónomo de las medidas fiscales. En épocas de crisis económica es habitual introducir importantes programas de estímulo fiscal. Por lo tanto, los aumentos de gasto observados en los datos económicos suelen reflejar cambios en la situación económica, más que variaciones autónomas en la política fiscal acometida por los Gobiernos. Otro problema se refiere a que las medidas fiscales van precedidas normalmente de procesos presupuestarios o incluso legislativos. Como consecuencia, el sector privado suele anticiparlas. En este caso, la dificultad de evaluar la eficacia de las medidas de estímulo fiscal mediante modelos VAR se agudiza¹⁸. Además, como también se comenta en la sección 2, la especificidad del entorno político en el cual se aplica habitualmente la política fiscal contracíclica también dificulta la generalización de los resul-

tados obtenidos a partir del número limitado de episodios en que se han producido expansiones fiscales de carácter discrecional¹⁹.

La evidencia adicional de que se dispone también indica que una ratio más elevada de deuda pública en relación con el PIB reduce la eficacia de la política fiscal. Así pues, un estímulo fiscal en una situación de endeudamiento público más bajo puede tener un efecto mayor sobre la recuperación económica que en una situación de endeudamiento público más alto²⁰.

Diversos estudios sugieren que la eficacia de un estímulo fiscal basado en el gasto público puede variar mucho, dependiendo de los regímenes de política monetaria y fiscal, es decir, de la intensidad con la que las políticas monetaria y fiscal reaccionan ante variaciones en la situación económica, que incluyen el nivel de endeudamiento público y un conjunto de otros factores, tales como el tamaño del país, el grado de apertura y otros factores institucionales. En este sentido, los modelos estructurales suponen una ventaja clara con respecto a los enfoques empíricos basados en la metodología VAR en lo que se refiere a la evaluación del papel de diferentes entornos de carácter político e institucional sobre la eficacia de las medidas de estímulo fiscal. Estos modelos también permiten que se consideren distintos instrumentos de política fiscal.

- 16 Véanse O. Blanchard y R. Perotti, «An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output», *Quarterly Journal of Economics*, 117, 2002 pp. 1329-68; A. Afonso y R. Sousa, «The macroeconomic effects of fiscal policy», Working Paper Series, n.º 991, BCE, 2009; y M. Kirchner, J. Cimadomo y S. Hauptmeier, «Transmission of government spending shocks in the euro area: time variation and driving forces», *Tinbergen Institute Discussion Papers*, TI 2010-021/2, 2010.
- 17 Véase P. van Brusselen, «Fiscal stabilisation plans and the outlook for the world economy», ENEPRI Working Papers, n.º 55, 2009.
- 18 Los estudios de casos, o la evidencia narrativa sobre noticias fiscales, se traducen en mayores multiplicadores fiscales que los obtenidos en los VAR fiscales convencionales. Véanse C. Favero y F. Giavazzi, «Reconciling VAR-based and narrative measures of the tax-multiplier», IGER Working Papers, n.º 360, 2010; y V. Ramey y M. Shapiro, «Costly capital reallocation and the effects of government spending», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 48, 1998, pp. 145-94.
- 19 Véase, por ejemplo, T. Davig y M. Leeper, «Monetary-fiscal policy interactions and fiscal stimulus», The Federal Reserve Bank of Kansas City, RWP 09-12, 2009.
- 20 Véase del capítulo 3 del FMI, «Perspectivas de la economía mundial: crisis y recuperación», abril de 2009.

4 EFICACIA DE LA POLÍTICA FISCAL EN LOS MODELOS ESTRUCTURALES

Los Gobiernos de la zona del euro han respondido a la crisis económica con una gama de medidas de estímulo fiscal dentro del marco del Plan Europeo de Recuperación Económica. En el cuadro 1 se presenta una desagregación de las diferentes medidas fiscales aplicadas a escala de la zona del euro, estimadas por la Comisión Europea. En total, las medidas de estímulo fiscal representan un 1,1% y un 0,8% del PIB en los años 2009 y 2010, respectivamente. Estas medidas se han aplicado además de los estímulos proporcionados a través del funcionamiento de los estabilizadores fiscales automáticos y no incluyen otras medidas de carácter extrapresupuestario, tales como inyecciones de capital, préstamos y avales a empresas no financieras e inversión de empresas públicas.

En el cuadro 1 se pone de manifiesto que, dentro del Plan Europeo de Recuperación Económica, el apoyo al poder adquisitivo de los hogares representa en torno al 40% del estímulo total introducido en los países de la zona del euro en los años 2009 y 2010. Estas medidas fiscales han adoptado la forma de reducciones de los impuestos directos, de las cotizaciones sociales y del IVA, así como de ayudas directas, como el apoyo a la renta de los hogares y a los mercados de vivienda o de inmuebles. También se han adoptado considerables medidas de estímulo para respaldar directamente a la inversión y a las empresas. Estas categorías constituyen aproximadamente el 30% y el 20% del estímulo total,

respectivamente. El apoyo a la inversión se ha materializado, principalmente, a través de inversión pública (en infraestructuras), mientras que las medidas destinadas a apoyar directamente la actividad empresarial han tratado sobre todo de reducir los costes empresariales (rebaja de impuestos y cotizaciones sociales, ayuda directa en forma de pago anticipado de las devoluciones del IVA, subvenciones e intensificación de la promoción de las exportaciones). Las medidas relativas al mercado de trabajo (subsidios salariales y políticas laborales activas) representan casi el 10% del estímulo total y, por lo tanto, suponen la fracción más pequeña de las medidas de estímulo totales²¹.

El nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro (NAWM) del BCE²² se ha utilizado para ilustrar, mediante simulaciones, los posibles efectos económicos del Plan Europeo de Recupe-

21 Véase «Public finances in EMU», *European Economy*, 5/2009, Comisión Europea, 2009.

22 El análisis se basa en la versión del NAWM descrita en R. Straub y I. Tchakarov, «Assessing the impact of a change in the composition of public spending - a DSGE approach», Working Paper Series, n.º 795, BCE, 2007. En el modelo, la autoridad presupuestaria ajusta los impuestos globales en respuesta a desviaciones de la ratio de deuda pública en relación con el PIB con respecto a la ratio del 60% que establece el Tratado de Maastricht. La autoridad monetaria sigue una regla de Taylor estándar en términos de inflación de los precios de consumo y desviación de su objetivo de estabilidad de precios (excluidos los efectos de primera vuelta de las variaciones en los impuestos sobre el consumo) y de la brecha de producción. En el NAWM, los hogares difieren en cuanto a su capacidad para acceder a los mercados financieros. Se supone que una proporción fija del 75% de los hogares son ricardianos (no tienen restricciones de liquidez) y que el restante 25% de los hogares son no ricardianos (tienen restricciones de liquidez), teniendo los hogares no ricardianos una propensión más elevada a consumir.

Cuadro 1 Composición de los planes de estímulo fiscal en la zona del euro en 2009 y 2010

(en porcentaje del PIB)

	2009	2010	Instrumentos fiscales correspondientes en el NAWM
Medidas destinadas a los hogares	0,4	0,3	Transferencias e impuestos sobre las rentas del trabajo de todos los hogares; impuestos sobre el consumo
Aumento del gasto en medidas destinadas al mercado de trabajo	0,1	0,1	Consumo público
Medidas destinadas a las empresas	0,2	0,2	Impuestos sobre nóminas; impuestos sobre las rentas del capital; deducciones fiscales a la inversión privada
Aumento de la inversión pública	0,3	0,2	Inversión pública
Total	1,1	0,8	

Fuentes: «Public finances in EMU 2009», *European Economy* 5/2009, p. 14, cuadro 1.1.1, Comisión Europea, 2009. Las discrepancias se deben al redondeo. Para 2010 solo se dispone del volumen total de las medidas de estímulo. Las medidas individuales para 2010 se calculan utilizando los porcentajes del estímulo total en 2009.

Nota: En el caso de los instrumentos fiscales múltiples utilizados en el nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro, se supone que las medidas de estímulo se asignan a cada instrumento de manera proporcional.

Cuadro 2 Efectos económicos del estímulo fiscal de la zona del euro en el nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro

(en porcentaje/en puntos porcentuales)

	2009	2010	2011	2012	2013
PIB real	0,7	0,6	0,1	0,1	0,1
Inflación general medida por el IPC	-0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1
Déficit público en relación con el PIB	0,6	0,7	-0,2	-0,4	-0,3
Deuda pública en relación con el PIB	-0,1	0,7	1,2	0,9	0,6

Notas: El PIB real se expresa en desviaciones porcentuales con respecto al nivel de referencia que es la solución calibrada en estado estacionario del modelo. Todas las demás variables se expresan en desviaciones en puntos porcentuales con respecto al nivel de referencia.

ración Económica. Para ello, el cuadro 1 también facilita información sobre la manera en que las distintas medidas fiscales adoptadas dentro del marco del Plan se asignaron a las variables fiscales del NAWM en el ejercicio de simulación. Debido a la correspondencia inevitablemente imperfecta de las medidas de estímulo fiscal adoptadas por los países de la zona del euro con las variables fiscales del NAWM, fue necesario utilizar cierto grado de discrecionalidad. Por ejemplo, las medidas relativas al mercado de trabajo se asignaron al consumo público, ya que son principalmente políticas laborales activas, cuyo coste es asumido por los Gobiernos. Sin embargo, teniendo presente esa cautela, las simulaciones reflejan, en general, las actuales medidas adoptadas en el marco del Plan Europeo de Recuperación Económica.

En el NAWM, las sendas de los instrumentos fiscales que se especifican en el cuadro 1 son impuestas y se simula la respuesta endógena de la economía. Se supone que, inicialmente, el estímulo está totalmente financiado mediante la emisión de deuda. En los dos primeros años, el tipo de interés nominal y los impuestos globales se mantienen constantes. Después, el tipo de interés se ajusta según la regla de Taylor y los impuestos globales se ajustan gradualmente para reducir la ratio de deuda pública en relación con el PIB hasta su objetivo a largo plazo del 60%. Obsérvese que las simulaciones basadas en el modelo no consideran explícitamente los aspectos de estabilidad financiera y las posibles repercusiones del aumento del riesgo para la estabilidad financiera resultante del deterioro del saldo presupuestario. Las simulaciones también consideran la zona del euro en su conjunto y, por lo tanto, no se ocupan de las circunstancias específicas de las distintas situaciones presupuestarias.

En el cuadro 2 se presentan los resultados de la simulación realizada con el NAWM. El impacto sobre el PIB real en 2009 y 2010 (en relación con el nivel de referencia en estado estacionario) es positivo, y representa cerca del 0,7% y del 0,6%, respectivamente^{23, 24}. Suponiendo que las medidas de estímulo fiscal desaparecen en 2011, los efectos sobre el PIB real remiten de manera bastante rápida. La respuesta de la inflación general medida por el IAPC es débil, y supone -0,2 puntos porcentuales en 2009 y 0,1 puntos porcentuales en 2010. El efecto sobre la ratio de déficit público en relación con el PIB asciende a 0,6 puntos porcentuales en 2009 y 0,7 puntos porcentuales en 2010, seguido de mejoras de los saldos presupuestarios a partir de 2011. La ratio de deuda pública en relación con el PIB cae ligeramente en el primer año (por el favorable efecto denominador en 2009), pero luego el impacto pasa a ser positivo y se mantiene en un nivel elevado, aumentando un máximo de 1,2 puntos porcentuales en 2011²⁵.

Si se tiene en cuenta la asignación de las medidas de estímulo fiscal que se presenta en el cuadro 1,

23 Debido al carácter transitorio del estímulo fiscal, y dado que, en el modelo, el *stock* de capital físico se ajusta lentamente, el aumento del PIB real se debe, principalmente, a una subida del empleo.

24 Los efectos del Plan Europeo de Recuperación Económica sobre, por ejemplo, el PIB real estimado sobre la base del NAWM son ligeramente menores que los obtenidos con el modelo Quest III de la Comisión Europea (véase «Public finances in EMU», *European Economy*, 5/2009, Comisión Europea). Las diferencias reflejan supuestos de modelización alternativos (por ejemplo, en lo que se refiere a la importancia de los hogares con restricciones de liquidez y de crédito) y un diseño algo diferente de las simulaciones. Por ejemplo, el aumento del porcentaje de hogares no ricardianos del 25% al 50% haría que en el NAWM los efectos del PIB real fueran un 0,1% más elevados en los años 2009 y 2010.

25 La existencia de hogares ricardianos implica un efecto riqueza negativo en respuesta al anticipo de aumentos futuros de impuestos, de modo que el PIB real a corto plazo se ve afectado negativamente por el alza inicial de la deuda pública.

estos resultados son coherentes con el análisis más detallado de los multiplicadores fiscales que se efectúa en el recuadro 2. En concreto, según las simulaciones, el multiplicador medio de dos años del PIB del Plan Europeo de Recuperación Económica se aproxima a 0,7, lo cual está dentro del rango de los distintos multiplicadores de instrumentos, comprendido entre 0 y 2, que se recoge en el recuadro 2 (véase cuadro B, columna I). En el recuadro 2 también se explica detalladamente el hecho de que las medidas fiscales de carácter temporal basadas en el gasto tienen multiplicadores más elevados que las medidas transitorias basadas en los ingresos, ya que las primeras estimulan la demanda agregada de forma directa y más efectiva. En concreto, los multiplicadores basados en el gasto oscilan entre 0,3 y 2, mientras que los multiplicadores basados en los ingresos se sitúan en un intervalo comprendido entre 0 y 0,4 (véase cuadro B, columna I, en el recuadro 2). La composición del Plan Europeo de Recuperación Económica que figura en el cuadro 1 pone de manifiesto que la división de las medidas de gasto y de ingresos es, aproximadamente, 50/50, lo que produce el multiplicador total del PIB del Plan Europeo de Recuperación Económica que se ha

mencionado anteriormente. Estas consideraciones llevan a la conclusión de que los planes de estímulo fiscal podían haber sido más eficaces a la hora de reactivar la producción y el empleo si, por ejemplo, una proporción mayor de estos planes se hubiera destinado a medidas para el fomento transitorio de las inversiones pública o privada.

En resumen, las simulaciones sugieren que las ganancias de producción derivadas de las medidas de estímulo fiscal de carácter transitorio son positivas, aunque de corta duración. Al mismo tiempo, los planes de estímulo han contribuido también a que se produzca un nuevo deterioro de los saldos presupuestarios. Muchos países de la zona del euro han tardado en adoptar estrategias de salida y de consolidación fiscal, lo que se ha traducido en un aumento del riesgo para la estabilidad financiera, al disminuir la confianza del público en la capacidad de los Gobiernos para restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas. Este hecho subraya la suma importancia de una rápida puesta en marcha de estrategias de saneamiento creíbles, con el fin de restablecer el saldo presupuestario en el periodo posterior a la crisis.

Recuadro 2

MULTIPLICADORES FISCALES EN LOS MODELOS DE EQUILIBRIO GENERAL¹

Dado el recurso generalizado a la política fiscal como instrumento para luchar contra el desplome de la demanda a raíz de la crisis económica y financiera, las instituciones académicas y de política económica han elaborado recientemente un número considerable de trabajos de investigación sobre los efectos de los estímulos fiscales utilizando modelos estructurales de equilibrio general. Los resultados de estos trabajos sugieren que es fundamental el diseño del estímulo fiscal, por ejemplo, el instrumento elegido, la duración del estímulo, si el tipo de interés nominal se mantiene constante o no, y la manera en que se financia².

1 Este recuadro se basa fundamentalmente en G. Coenen, J. Kilponen y M. Trabandt, «When does fiscal stimulus work?», *Research Bulletin*, n.º 10, BCE, 2010.

2 Véanse, por ejemplo, los siguientes artículos: L. Christiano, M. Eichenbaum y S. Rebelo, «When is the government spending multiplier large?», NBER Working Paper, n.º 15394, 2009; J. F. Cogan, T. Cwik, J. B. Taylor y V. Wieland, «New Keynesian versus Old Keynesian government spending multipliers», *Journal of Economic Dynamics and Control*, 34, pp. 281-295, 2009; G. Corsetti, A. Meier y G. Müller, «Fiscal stimulus with spending reversals», IMF Working Paper, n.º 09/106, 2009; C. Erceg y J. Lindé, «Is there a fiscal free lunch in a liquidity trap?», *CEPR Discussion Paper*, n.º 7624, 2010; R. Hall, «By how much does GDP rise if the government buys more output?», NBER Working Paper, n.º 15496, 2009; y M. Woodford, «Simple analytics of the government expenditure multiplier», NBER Working Paper, n.º 15714, 2010.

La importancia cuantitativa de varios de estos factores se analizó en un ejercicio de comparación de modelos coordinado por el FMI en la primavera de 2009³. Los modelos que se compararon, entre los que se incluía el NAWM del BCE, comparten muchas características como el comportamiento de los hogares y las empresas, que tienen en cuenta los efectos futuros, las rigideces nominales y reales, así como las restricciones de liquidez o de crédito. Por lo tanto, los modelos se apartan de las hipótesis de la equivalencia ricardiana que se comentan en el recuadro 1. Los modelos están calibrados o estimados para Estados Unidos, la zona del euro/UE y el resto del mundo. Como consecuencia de las diferencias existentes entre estas áreas económicas, los modelos presentan, entre otras variables, los diferentes grados de rigidez de precios, las distintas proporciones de hogares con restricciones de liquidez o de crédito y los diversos niveles de apertura. En todos los modelos, las políticas monetaria y fiscal se caracterizan por sencillas reglas de respuesta.

En el cuadro A se presentan los intervalos de los efectos de la inflación y de los multiplicadores fiscales que resultan de los distintos modelos para la zona del euro/UE. Los efectos se muestran de acuerdo con dos supuestos diferentes, esto es, que el tipo de interés nominal reaccione en consonancia con una regla de respuesta del tipo de interés y que el tipo de interés nominal se mantenga sin cambios durante dos años. Puede observarse que los multiplicadores del consumo público son sorprendentemente similares en todos los modelos (próximo a 1, pero por debajo de esta cifra) cuando el tipo de interés nominal se ajusta. Un tipo de interés nominal constante —que recuerda una situación en la que tal vez el banco central no quiera contrarrestar los efectos inflacionistas de un estímulo fiscal— incrementa el multiplicador en todos los modelos. Cuando el banco central eleva los tipos de interés nominales de acuerdo con una regla de respuesta, el multiplicador se sitúa en un intervalo comprendido entre 0,7 y 0,8, mientras que, con un tipo de interés nominal fijo, el multiplicador oscila entre 1,1 y 1,7.

La considerable diferencia entre los multiplicadores está relacionada con las distintas reacciones del tipo de interés real. Con un tipo de interés nominal fijo, y debido a las incipientes presiones sobre los

3 Para más información, véanse G. Coenen, C. Erceg, C. Freedman, D. Furceri, M. Kumhof, R. Lalonde, D. Laxton, J. Lindé, A. Mourougane, D. Muir, S. Mursula, C. de Resende, J. Roberts, W. Roeger, S. Snudden, M. Trabandt y J. in't Veld, «Effects of fiscal stimulus in structural models», IMF Working Paper, n.º 10/73, 2010.

Cuadro A Multiplicadores del PIB y efecto sobre la inflación medida por el IPC, basados en modelos para la zona del euro/UE

(en porcentaje/en puntos porcentuales)

	Multiplicador del PIB		Inflación general medida por el IPC	
	Tipo de interés nominal variable	Tipo de interés nominal constante en dos años	Tipo de interés nominal variable	Tipo de interés nominal constante en dos años
Aumentos del gasto				
Consumo público	0,7 - 0,8	1,1 - 1,7	0,0 - 0,1	0,2 - 0,3
Inversión pública	0,8 - 1,1	1,1 - 1,6	0,0 - 0,1	0,1 - 0,3
Transferencias a todos los hogares	0,0 - 0,2	0,1 - 0,5	0,0 - 0,1	0,1 - 0,1
Transferencias a los hogares no ricardianos	0,1 - 0,6	0,6 - 1,2	0,1 - 0,2	0,2 - 0,3
Reducciones de ingresos				
Impuestos sobre las rentas del trabajo	0,1 - 0,3	0,0 - 0,8	-0,1 - 0,0	-0,1 - 0,1
Impuestos sobre el consumo	0,2 - 0,3	0,4 - 1,0	0,0 - 0,0	0,1 - 0,2
Impuestos sobre las rentas del capital	0,1 - 0,1	0,1 - 0,2	0,0 - 0,0	0,0 - 0,1

Notas: En este cuadro se presentan los intervalos (mínimo - máximo) del multiplicador del PIB y el efecto sobre la inflación general medida por el IPC (excluido el efecto directo de las variaciones de impuestos sobre el consumo) en todos los modelos. Los multiplicadores fiscales se calculan como una desviación porcentual media de dos años del PIB real con respecto al PIB de referencia. El efecto sobre la inflación medida por el IPC se calcula como la desviación porcentual media de dos años anualizada con respecto a la inflación de referencia. Todos los estímulos fiscales están estandarizados al 1% del PIB de referencia. Salvo en el caso de los impuestos sobre las rentas del capital, los modelos son el modelo QUEST de la Comisión Europea, el modelo GIMF del FMI, el modelo NAWM del BCE y el Small Fiscal Model de la OCDE. En el caso de los impuestos sobre las rentas del capital, los modelos son el QUEST y el GIMF. Se supone que el estímulo fiscal dura dos años y que luego revierte plenamente al nivel de referencia. En los dos primeros años, el estímulo fiscal se financia totalmente mediante la emisión de deuda.

precios, el tipo de interés real cae, mientras que, cuando se ajusta el tipo de interés nominal, el tipo de interés real aumenta. En este último caso, el aumento del tipo de interés real hace que los hogares y las empresas aplacen sus planes de consumo y reduzcan la inversión en capital físico. Con un tipo de interés nominal fijo, la caída del tipo de interés real se traduce en un consumo y un gasto en inversión más elevados que en el caso de la respuesta endógena de los tipos de interés.

Los resultados que figuran en el cuadro A también ponen de manifiesto que los instrumentos fiscales que estimulan directamente la demanda agregada (consumo e inversión públicos) o las transferencias a agentes específicos (es decir, las transferencias a hogares no ricardianos que consumen sus rentas del trabajo en cada período) dan lugar en el corto plazo a unos multiplicadores fiscales más elevados que los recortes impositivos. La diferencia entre los multiplicadores fiscales está relacionada con la fortaleza de los efectos riqueza negativos implícitos. En el caso de aumentos del gasto público de carácter temporal, el efecto riqueza negativo del gasto público (es decir, el incremento del valor actual de pagos futuros de impuestos necesarios para equilibrar el presupuesto público en el tiempo) es reducido. Por consiguiente, el efecto expulsión del gasto privado es limitado cuando el estímulo fiscal es de corta duración. Utilizando el mismo argumento, los recortes impositivos de carácter transitorio solo tienen un efecto reducido sobre el gasto privado, ya que el efecto riqueza favorable implícito es pequeño.

¿Qué afecta al multiplicador fiscal? Resultados del NAWM

Utilizando el NAWM, en el cuadro B se observa cómo los multiplicadores fiscales para la zona del euro se ven influidos por los distintos supuestos relativos al entorno económico, así como por instrumentos fiscales alternativos. Estos supuestos o instrumentos alternativos reflejan, en la medida de lo posible, las diferencias en las características específicas de los países de la zona del euro.

Cuadro B Multiplicadores del PIB de la zona del euro: resultados del NAWM

	Referencia	Tipo de interés nominal variable	Estímulo a un año	Estímulo retrasado	Eliminación gradual del estímulo	Más hogares no ricardianos	Primas de riesgo de la deuda pública	Precios más flexibles	Economía más abierta
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Aumentos del gasto									
Consumo público	1,2	0,8	0,6	0,8	0,6	1,2	1,1	1,3	1,1
Inversión pública	1,1	0,9	0,6	0,8	0,5	1,2	1,0	1,2	1,0
Transferencias a todos los hogares	0,3	0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,2	0,4	0,2
Subvenciones a la inversión privada (deducciones fiscales)	2,0	1,0	0,6	1,6	1,4	2,1	2,1	2,4	0,9
Reducciones de ingresos									
Impuestos sobre las rentas del trabajo	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,1
Impuestos sobre el consumo	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,5	0,3	0,5	0,3
Impuestos sobre nóminas (cotizaciones a la seguridad social)	0,1	0,3	0,1	0,2	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	0,3
Impuestos sobre las rentas del capital	0,1	0,1	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,1

Notas: Este cuadro presenta los multiplicadores del PIB para la zona del euro a partir del NAWM del BCE para varios instrumentos fiscales y especificaciones de modelos. El multiplicador se calcula como la desviación porcentual media del PIB con respecto a su nivel de referencia durante los dos primeros años. El estímulo fiscal está estandarizado al 1% del PIB de referencia e inicialmente se financia totalmente mediante la emisión de deuda. Tras la desaparición del estímulo fiscal, se ajustan los impuestos globales para reducir la ratio de deuda en relación con el PIB a su objetivo a largo plazo del 60%. En el caso de referencia, el estímulo fiscal dura dos años y luego revierte plenamente al nivel de referencia, y la autoridad monetaria mantiene fijo el tipo de interés durante los dos primeros años.

Se observan varios resultados de interés en el caso de referencia (véase columna I), en el que el supuesto de tipos de interés nominales constantes durante dos años se utiliza para captar las excepcionales circunstancias de la crisis. En primer lugar, los multiplicadores fiscales del NAWM tienden a situarse en la parte baja de los intervalos que se presentan en el cuadro A, como consecuencia de supuestos de modelización alternativos (por ejemplo, relativos a la importancia de los hogares con restricciones de liquidez y al grado de rigideces nominales). En segundo lugar, los resultados confirman la observación anterior de que los estímulos fiscales de carácter transitorio basados en el gasto producen, por lo general, multiplicadores más elevados que los estímulos basados en los ingresos. En tercer lugar, de entre todos los instrumentos, las ayudas a la inversión privada dan lugar al multiplicador más alto, ya que constituyen el mayor estímulo para la inversión en capacidad productiva, lo que finalmente amplía el estímulo inicial. En cuarto lugar, las rebajas de las cotizaciones sociales de las empresas únicamente tienen un efecto reducido sobre el producto, dado que el carácter transitorio del estímulo no induce a las empresas a reducir los precios lo suficiente como para reactivar la demanda. Ello se debe a la existencia de rigideces nominales relativamente elevadas en la zona del euro.

En consonancia con los resultados del ejercicio de comparación de modelos llevado a cabo por el FMI, un tipo de interés nominal variable (véase columna II) reduce el multiplicador de las medidas de gasto, como consecuencia del incremento del tipo de interés real en relación con el caso referencia.

Si se supone un estímulo de un año en lugar de uno de dos años (véase columna III), el multiplicador disminuye debido a la presencia de rigideces nominales y reales, que impiden la propagación de un estímulo fiscal a más corto plazo. Por otra parte, en el cuadro B también se aprecia que la expansión fiscal que va mucho más allá de los dos años (véase columna V) genera respuestas del producto considerablemente peores, es decir, da lugar a multiplicadores más pequeños. La razón es que las expansiones más persistentes se traducen en un mayor aumento del valor actual descontado de los pagos futuros de impuestos y, por lo tanto, en un efecto riqueza negativo más abultado⁴.

Se ha argumentado que los estímulos fiscales están sujetos a retrasos en cuanto a su decisión o implementación. La columna IV del cuadro B muestra que un estímulo fiscal que se retrasa un año reduce el multiplicador como resultado de los efectos de anticipación. En particular, los motivos de suavización del consumo, en conjunción con la anticipación de efectos riqueza negativos, inducen a los hogares a incrementar sus ahorros, lo que reduce el multiplicador.

La evidencia empírica sugiere que la crisis económica y financiera ha aumentado el porcentaje de hogares no ricardianos con restricciones de liquidez o de crédito. Si se supone un porcentaje de hogares no ricardianos del 50% (véase columna VI) en lugar del 25%, el multiplicador aumenta, ya que las medidas fiscales incrementan directa o indirectamente la renta disponible de estos hogares. No obstante, desde un punto de vista cuantitativo, el efecto es bastante limitado, lo que apunta a que el efecto de la mayor proporción de hogares no ricardianos se ve compensado por el comportamiento de los hogares ricardianos.

En la columna VII del cuadro B se observa que el multiplicador cae si en el análisis se tienen en cuenta las primas de riesgo de la deuda pública. El estímulo fiscal se financia inicialmente con deuda pública. Debido a las primas de riesgo, los hogares ahorran más anticipando que un *stock* mayor de deuda pública tiene que ser financiado mediante futuras subidas de impuestos. Este hecho reduce el multiplicador.

4 Véase también el recuadro titulado «La eficacia de las diversas medidas adoptadas para estimular la economía», en el Boletín Mensual de marzo de 2009.

En países con precios más flexibles (véase columna VIII), los multiplicadores basados en el gasto aumentan si el tipo de interés nominal se mantiene constante. Un mayor aumento de la inflación en respuesta al estímulo se traduce en una caída más pronunciada del tipo de interés real, lo que finalmente reactiva la demanda agregada de manera más eficaz.

Por último, un grado de apertura más elevado (véase columna IX) hace descender el multiplicador, pues algunos de los estímulos fiscales nacionales se dirigen al resto del mundo a través del comercio y de los mercados de capitales.

En general, estos resultados sugieren que los multiplicadores del gasto son, en promedio, más sensibles a los supuestos relativos a si el tipo de interés nominal se mantiene constante o no, y a la duración del estímulo fiscal. Los multiplicadores de los impuestos, por su parte, son más sensibles a los supuestos que se refieren a las primas de riesgo de la deuda pública y al grado de rigidez de los precios. En unos pocos casos, los recortes impositivos pueden ser contraproducentes (multiplicador negativo). El motivo es que con un tipo de interés nominal fijo, una rebaja de impuestos implica una bajada de la inflación y, por lo tanto, un tipo de interés real más elevado, que desplaza a la demanda privada. De nuevo, este hecho pone de relieve la importancia del canal de tipos de interés reales en la transmisión de la respuesta fiscal al gasto privado.

Por último, los multiplicadores del gasto más elevados están asociados a deducciones fiscales a la inversión, mientras que los multiplicadores de los impuestos más altos están relacionados con impuestos sobre el consumo. Los multiplicadores del gasto y de los impuestos más reducidos son los que se refieren a las transferencias a todos los hogares y a los recortes de los impuestos sobre las rentas del trabajo, respectivamente.

5 COSTES Y BENEFICIOS DE LA CONSOLIDACIÓN FISCAL

Las políticas fiscales expansivas y el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, junto con la fuerte caída de los ingresos, han contribuido a un acusado deterioro de las finanzas públicas de la zona del euro y han puesto en peligro su sostenibilidad a largo plazo. El rápido deterioro de las perspectivas fiscales se recoge en el gráfico 1. Tras haberse situado próximo al equilibrio en 2007, la Comisión Europea prevé que el presupuesto de las Administraciones Públicas de la zona del euro arroje un déficit del 6,1% del PIB en 2011, como consecuencia de un desplazamiento al alza de las ratios de gasto y de un descenso constante de los ingresos en relación con el PIB.

En este contexto, la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro, afectada también por el apoyo público otorgado para estabilizar el sector financiero, continúa aumentando incluso

Gráfico 1 Saldo presupuestario de la zona del euro y sus componentes durante el período 1999-2011

(en porcentaje del PIB)

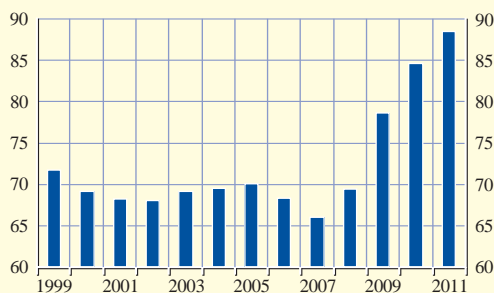


Fuentes: Comisión Europea, *European Economic Forecast*, primavera de 2010.

Notas: Los datos para 2010 y 2011 son proyecciones. Se supone que un tercio del estímulo fiscal de 2010 se mantiene en 2011.

**Gráfico 2 Deuda de las Administraciones Públicas
de la zona del euro, 1999-2011**

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Comisión Europea, European Economic Forecast, otoño de 2009 para 1999 y 2000, y European Economic Forecast, primavera de 2010, para los años restantes.

Nota: Los datos para 2010 y 2011 son proyecciones.

durante la recuperación y la retirada gradual de las medidas de estímulo de carácter temporal (véase gráfico 2). Efectivamente, tras haber descendido, aproximadamente, desde el 72% del PIB en 1999 hasta el 66% del PIB en 2007, la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se incrementó hasta el 69,4% en 2008 y se prevé que siga creciendo hasta el 88,5% en 2011.

Dada la magnitud de los desequilibrios fiscales acumulados, los ambiciosos esfuerzos de saneamiento presupuestario a largo plazo deben constituir claramente parte integral de la estrategia de salida, con el fin de que las finanzas públicas se correspondan con las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En esta sección se tratan los efectos económicos del ajuste fiscal, centrándose especialmente en los costes a corto plazo y en los posibles beneficios a largo plazo en relación con el PIB de la zona del euro. Para facilitar la comparación con los resultados presentados en la sección anterior, el término «a corto plazo» hace referencia a la desviación del PIB real con respecto a su nivel inicial durante los dos primeros años; el término «a largo plazo» se refiere a la desviación del PIB real con respecto a su nivel inicial después del ajuste total.

Como punto de partida natural, se plantea la pregunta de si los multiplicadores del producto del estímulo fiscal y de la consolidación presupuesta-

ria son simétricos. Si el objetivo de los programas de saneamiento era solamente lograr reducciones de los déficits públicos de carácter temporal, entonces los costes de producción a corto plazo resultantes podrían considerarse un reflejo de los planes de estímulo fiscal. En otras palabras, si el estímulo fiscal de carácter transitorio incrementa el PIB real en un 1% en el primer año, una consolidación presupuestaria de carácter temporal debería reducir el PIB real en un 1%, *ceteris paribus*. Así pues, el análisis de los multiplicadores fiscales que se efectúa en el recuadro 2 podría interpretarse como un análisis de la consolidación presupuestaria con los signos de las respuestas del PIB real invertidos.

No obstante, cabe destacar que los programas de consolidación fiscal, si están bien diseñados, tienen por objeto lograr mejoras permanentes, y no transitorias, en los saldos presupuestarios. A su vez, estas mejoras permanentes, cuando son anticipadas por los hogares y las empresas, pueden dar lugar a unos efectos de expectativas positivos que reducen los costes a corto plazo del saneamiento presupuestario, como se comenta en la sección 2.

Utilizando el NAWM del BCE, en el cuadro 3 se presentan los efectos a corto y largo plazo de la consolidación presupuestaria haciendo uso de varios supuestos sobre la manera de lograr dicha consolidación²⁶. Las simulaciones no pretenden ofrecer una explicación cuantitativa exacta del ajuste fiscal, sino simplemente exponer los factores fundamentales que importan realmente en la determinación de sus beneficios a largo plazo y de sus costes a corto plazo.

Como reflejo de los incrementos previstos en las ratios de deuda en relación con el PIB de los países de la zona del euro, las simulaciones consideran los efectos de una reducción permanente de estas ratios cifrada en 30 puntos porcentuales (del 90% al 60%), en consonancia con el valor de referencia de la ratio de deuda que se recoge en el

26 Para un análisis relacionado, véase G. Coenen, M. Mohr y R. Straub, «Fiscal consolidation in the euro area: long-run benefits and short-run costs», Working Paper Series, n.º 902, BCE, 2007.

Cuadro 3 Costes y beneficios de la consolidación fiscal: resultados de la simulación con el NAWM

(en porcentaje/en puntos porcentuales)

	Sin efectos de confianza			Incluidos los efectos de confianza		
	A corto plazo PIB real	A largo plazo PIB real	Impuesto sobre las rentas del trabajo	A corto plazo PIB real	A largo plazo PIB real	Impuesto sobre las rentas del trabajo
Reducciones permanentes del gasto						
Consumo público	-0,6	0,4	-4,0	-0,4	1,8	-4,3
Inversión pública	-0,7	-1,7	-2,6	-0,5	-0,3	-3,0
Transferencias a todos los hogares	0,3	1,6	-4,4	0,5	3,0	-4,7
Transferencias a los hogares no ricardianos	0,6	2,2	-4,8	0,8	3,6	-5,1
Aumentos permanentes de los ingresos						
Impuestos sobre las rentas del trabajo	-0,3	0,5	-1,8	-0,1	1,9	-2,2
Impuestos sobre el consumo	-0,1	0,9	-4,0	0,1	2,3	-4,3
Impuestos sobre nóminas a las empresas (cotizaciones a la seguridad social)	-0,6	0,5	-3,0	-0,4	1,9	-3,3
Impuestos sobre las rentas del capital	-0,4	-1,1	-3,9	-0,2	0,4	-4,1

Notas: Este cuadro muestra los efectos de una reducción permanente de la ratio de deuda en relación con el PIB en la zona del euro (del 90% al 60%), efectuada con distintos instrumentos fiscales, para lo que se ha utilizado el NAWM del BCE. Se supone que cada instrumento fiscal ha de ajustarse en un 1% del PIB inicial en estado estacionario. El margen presupuestario creado por la consolidación se utiliza, en parte, comenzando después de diez años, para recortar los impuestos sobre las rentas del trabajo de carácter distorsionador. El PIB real se mide en términos de desviaciones porcentuales con respecto a su estado estacionario inicial. El tipo impositivo del impuesto sobre las rentas del trabajo se mide en términos de desviaciones en puntos porcentuales con respecto a su estado estacionario inicial. «A corto plazo» se refiere a la desviación porcentual media del PIB real con respecto a su estado estacionario inicial durante los dos primeros años. «A largo plazo» se refiere a la desviación porcentual/en puntos porcentuales de las variables en su nuevo estado estacionario en relación con sus estados estacionarios iniciales. El panel «Incluidos los efectos de confianza» muestra los efectos cuando el tipo de interés de equilibrio a largo plazo cae de forma permanente 30 puntos básicos anuales en respuesta a una consolidación duradera.

Tratado²⁷. La reducción permanente de las ratios de deuda en relación con el PIB, efectuada mediante una variación estandarizada del 1% en un instrumento fiscal concreto, genera un margen presupuestario que se asigna en el medio y largo plazo a recortes en los impuestos sobre las rentas del trabajo de carácter distorsionador^{28, 29}.

En el cuadro 3 se observa que varios instrumentos fiscales generan considerables beneficios en el largo plazo, medidos en términos del PIB real, que se producen mediante un recorte a largo plazo de los tipos impositivos de los impuestos sobre las rentas del trabajo de carácter distorsionador. Ello es consecuencia del margen presupuestario de maniobra que se genera y de las ganancias dinámicas que resultan de una mayor productividad y acumulación del capital. Por motivos que se explicarán más adelante, la valoración de los costes a corto plazo (los dos primeros años) y los beneficios a largo plazo de la consolidación presupuestaria dependen de si se tienen en cuenta o no los efectos de confianza. Como se indica en la sección 2, en el análisis que se presenta a continuación, los efectos de confianza positivos se toman en consideración mediante una reducción permanente del tipo de

interés a largo plazo y, por lo tanto, unos costes de financiación de la deuda pública más bajos.

SIN EFECTOS DE CONFIANZA

Comenzando con el caso en el que el tipo de interés a largo plazo no se ve afectado por la consolidación

27 Para obtener información sobre reducciones de deuda de magnitud similar o incluso mayores que han tenido éxito, véase, por ejemplo, el recuadro titulado «El programa de ajuste económico y financiero en Grecia», en el Boletín Mensual de mayo de 2010.

28 El margen presupuestario generado por la consolidación se utiliza exclusivamente para reducir la deuda pública en los diez primeros años. Posteriormente, se permite que los impuestos sobre las rentas del trabajo se ajusten en respuesta a las desviaciones del déficit público de su objetivo a largo plazo (que es acorde con la ratio del 60% de la deuda en relación con el PIB).

29 Obsérvese que el marco de simulación de una consolidación fiscal permanente es diferente del marco de simulación de las medidas de estímulo fiscal de carácter temporal. En este último, el aumento transitorio de la deuda pública para financiar inicialmente el estímulo se invierte mediante incrementos de los impuestos globales a medio plazo. Como se argumenta en la sección anterior, esta consolidación transitoria anticipada (es decir, la subida futura de impuestos globales) produce un efecto riqueza negativo y, por lo tanto, reduce el multiplicador del PIB. Por el contrario, en el caso de las consolidaciones presupuestarias de carácter permanente que se examinan en esta sección, los instrumentos fiscales individuales, tales como el consumo público, la inversión, los impuestos sobre el consumo, etc., se modifican de manera permanente con el fin de lograr una reducción también permanente en la ratio de deuda pública en relación con el PIB.

fiscal de carácter permanente (denominado «Sin efectos de confianza» en el cuadro 3), resulta que los beneficios a largo plazo se sitúan en el intervalo comprendido entre el 0,4% y el 2,2% del PIB real inicial en estado estacionario. Se han de destacar dos excepciones: las reducciones de la inversión pública y las subidas de los impuestos sobre las rentas del capital provocan descensos del PIB real a largo plazo. Ambas medidas inciden negativamente en el *stock* de capital público y privado del conjunto de la economía, de tal modo que la capacidad productiva de la economía disminuye. Y, lo que es más interesante, la rebaja del tipo impositivo del impuesto sobre las rentas del trabajo, que tiene un efecto positivo sobre el empleo, no puede compensar plenamente la caída del capital en el conjunto de la economía, lo que significa que el impacto negativo a largo plazo sobre el PIB real se mantiene.

Los costes a corto plazo de la consolidación suelen ser escasos en relación con las ganancias permanentes. En algunos casos (reducción de las transferencias), el impacto a corto plazo podría ser incluso positivo a causa del abultado efecto riqueza negativo que se traduce en un incremento de la oferta de trabajo.

La reducción de la ratio de deuda pública en relación con el PIB es endógena y evoluciona gradualmente. Por ejemplo, en el caso de un descenso permanente del consumo público del 1% del PIB inicial en estado estacionario, la ratio de deuda pública en relación con el PIB registra una disminución de 10 puntos porcentuales, aproximadamente, después de diez años; de 15 puntos porcentuales después de 15 años y de 20 puntos porcentuales después de que transcurran 22 años.

CON EFECTOS DE CONFIANZA

En el cuadro 3 también se presentan resultados para el caso en el que se tienen en cuenta los efectos de confianza positivos (denominados «Incluidos los efectos de confianza»), que generan una reducción permanente del tipo de interés a largo plazo y, por lo tanto, de los costes de financiación de la deuda pública. Una reducción permanente de los costes de financiación hace que los beneficios

a largo plazo de la consolidación presupuestaria sean considerablemente más elevados y proporciona más margen de maniobra presupuestaria para recortar los impuestos sobre las rentas del trabajo, de modo que las distorsiones introducidas por los impuestos se reducen aún más. Los efectos de confianza también implican unos costes de ajuste a corto plazo moderadamente más reducidos, pues unos costes de financiación más bajos reactivan directamente la demanda interna y los hogares y las empresas anticipan ganancias económicas más sustanciales en el largo plazo. Por ejemplo, en el caso del consumo público, si se compara con el caso en el que los efectos de confianza no se tienen en cuenta, una reducción permanente de 30 puntos básicos en los costes de financiación de la deuda pública supone una ganancia adicional en el PIB real a largo plazo del 1,4% y una atenuación del 0,2% en los costes a corto plazo de la consolidación fiscal en términos del PIB real^{30,31}. Las ganancias relativas derivadas de los efectos de confianza para los otros instrumentos fiscales también se encuentran en el mismo orden de magnitud.

Una comparación con el análisis de los multiplicadores fiscales de carácter temporal que se recogen en el cuadro B del recuadro 2 indica que los costes a corto plazo suelen ser aproximadamente solo la mitad de cuantiosos si se considera una consolidación basada en el gasto de carácter permanente. Nuevos resultados de las simulaciones sugieren que las ganancias a largo plazo pueden ser incluso mayores si el margen de maniobra presupuestario adicional creado por la consolidación se utiliza para recortar el impuesto sobre las rentas del capital, en lugar del impuesto sobre las rentas del trabajo.

En conjunto, las simulaciones muestran que, si la consolidación fiscal se diseña de forma adecuada para aprovechar plenamente las ganancias econó-

30 La reducción de 30 puntos básicos en los costes de financiación de la deuda pública se basa en la evidencia empírica sobre la relación entre el nivel de endeudamiento público y los rendimientos de la deuda pública. Véase, por ejemplo, T. Laubach, «New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt», *Journal of the European Economic Association*, 7(4), 2009, pp. 1-28.

31 En este caso concreto, el PIB real alcanza su nivel inicial después de ocho años, y la mitad del nivel de beneficios a largo plazo se consigue después de 20 años.

micas a largo plazo, se puede llevar cabo con unos costes a corto plazo moderados, mientras que, al mismo tiempo, supone un paso imprescindible para el restablecimiento de la sostenibilidad fiscal a largo plazo en la zona del euro.

6 CONCLUSIONES

La crisis financiera y económica internacional ha situado la eficacia de la política fiscal en el centro del debate sobre política económica que se está manteniendo en todo el mundo. Los Gobiernos de la zona del euro han respondido a las perspectivas de una recesión profunda con distintas medidas contracíclicas de estímulo fiscal en el marco del Plan Europeo de Recuperación Económica.

La incertidumbre sobre el grado en el que los Gobiernos pueden reactivar la economía con medidas fiscales contracíclicas de carácter transitorio es considerable. La evidencia que se presenta en este artículo muestra que la eficacia de la política fiscal depende de numerosos factores, tales como el instrumento presupuestario elegido, la persistencia de los estímulos fiscales, el nivel inicial de endeudamiento público, el tipo de interés nominal (si se mantiene o no constante) y la flexibilidad de precios.

En estas circunstancias, y tomando en consideración las características específicas de la crisis sufrida en 2008 y 2009, la evidencia de que se dispone hasta el momento apunta a que las medidas fiscales adoptadas han apoyado, en términos generales, al producto, centrándose fundamentalmente en estímulos fiscales de corta duración.

Al mismo tiempo, sin embargo, acomodar el impacto de los estabilizadores automáticos y la puesta en marcha de políticas fiscales contracíclicas durante la crisis ha tenido un coste elevado para las finanzas públicas de la zona del euro. Tras estar próximo al equilibrio en 2007, se prevé que el presupuesto de las Administraciones Públicas de la zona del euro arroje un déficit del 6,1% del PIB en 2011 y que las ratios de deuda en relación con el PIB se incrementen significativamente, hasta el

88,5% en 2011. Estas tendencias son claramente insostenibles y socavan la confianza en la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas.

A la luz de estos resultados, muchos países de la zona del euro han tardado demasiado en adoptar estrategias de salida y de consolidación presupuestaria, lo que se ha traducido en un aumento de los riesgos para la estabilidad financiera. Este hecho subraya la extrema importancia de restablecer los saldos presupuestarios después de la crisis. La consolidación fiscal necesitará superar sustancialmente el ajuste estructural anual del 0,5% del PIB establecido como requisito mínimo por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La principal cuestión que se plantea en la zona del euro en materia fiscal es que algunos países han olvidado totalmente el hecho de que no tenían ningún margen de manobra presupuestario. Los países que retrasan la consolidación contribuyen a los problemas fiscales de la zona del euro en su conjunto. Cuanto más se posponga el ajuste fiscal, mayores serán el riesgo de reputación y las pérdidas de confianza, más doloroso será el ajuste a corto plazo y más alejados estarán los beneficios a largo plazo de la consolidación presupuestaria.

En este artículo se ha presentado un análisis ilustrativo de los programas de consolidación fiscal permanente de la zona del euro destinados a restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo. Los resultados indican claramente que las ganancias económicas a largo plazo de restablecer una situación fiscal saneada en la zona del euro compensan sobradamente los costes a corto plazo.

Los resultados de las simulaciones también sugieren que el grueso del ajuste fiscal debería recaer en el lado del gasto, de conformidad con la evidencia empírica disponible, que apunta a un mayor éxito de la consolidación presupuestaria basada en el gasto. Además, el margen presupuestario adicional generado por los esfuerzos de saneamiento podría dirigirse en el medio plazo a reducir los impuestos que son más perjudiciales para la oferta de trabajo y la acumulación de capital en el largo plazo (es decir, los impuestos sobre las rentas del trabajo y del capital).

EL IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA EN LOS PAÍSES DE EUROPA CENTRAL Y ORIENTAL

ARTÍCULOS

El impacto de la crisis financiera en los países de Europa Central y Oriental

Los ocho países de la UE de Europa Central y Oriental que no forman parte de la zona del euro se vieron notablemente afectados por la crisis financiera mundial. No obstante, el impacto de la crisis varió significativamente de unos países a otros. Mientras que Polonia capeó el temporal relativamente bien, otros experimentaron una considerable caída del PIB, y los Estados bálticos, que ya habían entrado en recesión antes de la quiebra de Lehman Brothers, registraron una contracción de la actividad económica de dos dígitos en 2009. Estas variaciones observadas guardan relación, en parte, con las diferentes posiciones en el ciclo en las que se encontraba cada país antes de la intensificación de la crisis en septiembre de 2008 y, de forma más importante, con los distintos grados en que los países habían acumulado desequilibrios externos e internos y vulnerabilidades antes de la crisis. Además, hay que tener en cuenta el papel desempeñado por la especialización comercial por sectores y regional y por los factores financieros. Las medidas de política adoptadas para hacer frente a la crisis también han variado de forma significativa de unos países a otros, principalmente como consecuencia de los diferentes márgenes de maniobra, tanto en el ámbito de la política fiscal como en el de la política monetaria.

I IMPACTO DE LA CRISIS EN LOS DISTINTOS PAÍSES: REGULARIDADES EMPÍRICAS

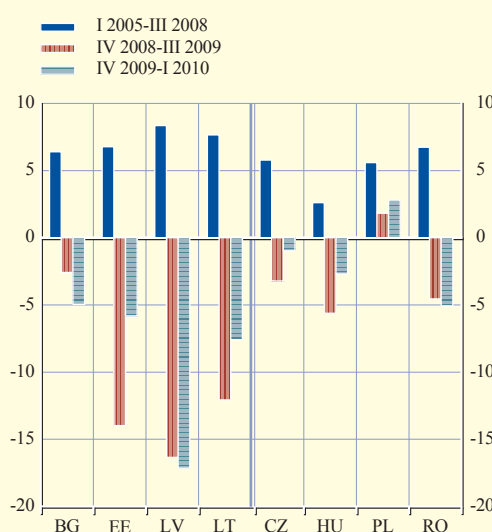
Cuando, tras la quiebra de Lehman Brothers, se intensificó la crisis financiera y económica mundial, los países de Europa Central y Oriental se vieron notablemente afectados, como se refleja, por ejemplo, en la significativa caída del crecimiento del PIB. Pese a que, hasta septiembre de 2008, habían mostrado una relativa resistencia, estos países sufrieron los efectos de la mayor aversión al riesgo hacia la región por parte los inversores internacionales, el desapalancamiento general de las instituciones financieras y una acusada contracción de la demanda externa. No obstante, el impacto de la crisis sobre el crecimiento del PIB varió considerablemente de unos países a otros. Mientras que Polonia capeó el temporal relativamente bien, siendo el único país de la UE cuyo PIB creció en 2009, otros experimentaron una considerable caída del PIB, llegando incluso a registrar una contracción de la actividad económica de dos dígitos, como en el caso de los Estados bálticos (véase gráfico 1).

En general, los países que habían registrado un fuerte crecimiento en los años que precedieron a la crisis —Bulgaria, los Estados bálticos y Rumanía— son los que han experimentado posteriormente las caídas más acusadas del producto. Tres países de Europa Central y Oriental, a saber, Letonia, Hungría y Rumanía, también tuvieron que solicitar asistencia financiera internacional de la UE y del FMI como consecuencia de la crisis. Las dife-

rencias en el ciclo, que ya eran pronunciadas antes de la crisis, en comparación, por ejemplo, con las de los países de la zona del euro, parecen haber aumentado aún más después de la crisis. Además, no solo ha sido diferente en cada país la magnitud del impacto, sino también el momento y la velocidad en

Gráfico 1 Crecimiento del PIB real

(tasas medias de crecimiento interanual; datos trimestrales)



Fuente: Eurostat.

Notas: Datos desestacionalizados y ajustados por días laborables, salvo en el caso de Bulgaria (datos originales) y Rumanía (desestacionalizados solamente). No se dispone de datos correspondientes al primer trimestre de 2010 para Letonia. Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

que se han visto afectados por la crisis. En los Estados bálticos, el crecimiento del PIB ya había comenzado a desacelerarse mucho antes de septiembre de 2008, mientras que en Hungría la actividad económica inició su contracción, en términos interanuales, a finales de 2008. En Bulgaria, la República Checa y Rumanía, el crecimiento interanual del producto era todavía relativamente robusto en el cuarto trimestre de 2008, pero se tornó negativo en el primer trimestre de 2009. En la mayoría de los países, la mayor caída del producto se produjo en el tercer trimestre de 2009; por consiguiente, en el presente artículo se analiza el impacto de la crisis en el período comprendido entre el cuarto trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009. Debido, principalmente, a la recuperación de la demanda externa, el descenso de la actividad económica se ralentizó en la mayoría de los países de la región en el primer trimestre de 2010 e incluso la República Checa volvió a crecer.

La inflación, medida por el IAPC, que había aumentado significativamente en la mayoría de los países antes del inicio de la crisis, se redujo de manera ge-

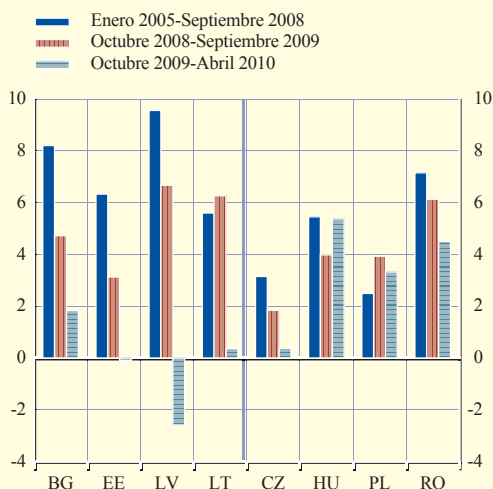
neralizada y pronunciada posteriormente, aunque el ritmo y la senda de desaceleración fue distinto en cada país (véase gráfico 2). La reducción de la inflación reflejó, principalmente, un descenso de los precios mundiales de las materias primas, un menor crecimiento de los salarios y una acusada caída de la demanda interna. La caída más pronunciada de la inflación se produjo en Bulgaria y en los Estados bálticos. Estos países todavía registraban tasas de inflación de dos dígitos en septiembre de 2008, antes de que se redujeran a cero o, en algunos casos, incluso se tornaran negativas apenas un año después. La inflación ha comenzado a aumentar en los últimos meses en varios países, mientras que Letonia era el único país de la región que aún registraba tasas de inflación negativas en mayo de 2010.

2 IMPACTO DE LA CRISIS EN LOS DISTINTOS PAÍSES: FACTORES CÍCLICOS Y ESTRUCTURALES SUBYACENTES

DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS ANTERIORES A LA CRISIS

Gráfico 2 Inflación medida por el IAPC

(tasas medias de crecimiento interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Notas: Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

Para entender el impacto diferenciado de la crisis en los distintos países de la región, es importante examinar en primer lugar las respectivas posiciones cíclicas y su estrecha relación con los desequilibrios macroeconómicos existentes cuando se intensificó la crisis financiera en septiembre de 2008. De hecho, estos países se encontraban en posiciones muy diferentes dentro del ciclo económico al inicio de la crisis. En los años que la precedieron, varios de ellos, en particular los Estados bálticos, crecieron muy rápidamente, con frecuencia a tasas insostenibles, lo que dio lugar a un aumento de la brecha de producción positiva y fomentó la aparición de desequilibrios internos y externos. Debido a la gran afluencia de capitales y al fuerte crecimiento del crédito —este último estimulado por unos tipos de interés reales muy bajos y, en algunos casos, incluso negativos— varios países de la región experimentaron notables aumentos de los precios de los activos, especialmente de los precios de la vivienda. A su vez, los efectos riqueza avivaron en exceso las presiones de demanda. En algunos países, especialmente Bulgaria, los Estados bálticos y

Rumanía, los sustanciales incrementos salariales, acompañados en algunos casos de un rápido crecimiento de los salarios del sector público, desembocaron en fuertes aumentos de los costes laborales unitarios. Las políticas fiscales expansivas también estimularon el crecimiento del PIB antes de la crisis y dieron lugar a abultados déficits presupuestarios estructurales en 2007 en varios países, concretamente en la República Checa, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía (véase gráfico 3).

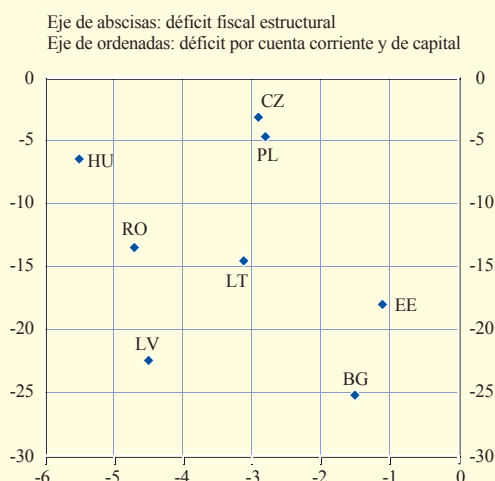
La intensificación de las presiones de demanda interna se tradujo, en última instancia, en una escalada de la inflación y en una apreciación real de la moneda en algunos países. Ello, a su vez, exacerbó el deterioro de los déficits por cuenta corriente y de capital, con la consiguiente pérdida de competitividad. Como consecuencia, los déficits exteriores alcanzaron proporciones de dos dígitos con respecto al PIB en Bulgaria, los Estados bálticos y Rumanía antes de la crisis (véase gráfico 3), superando los niveles que podrían explicarse por estar inmersos en un proceso de convergencia¹. Los elevados déficits por cuenta corriente y de capital contribuyeron a la aparición de vulnerabilidades, especialmente porque una gran proporción de estos déficits

se financiaron mediante entradas de capital que incrementaron los niveles de deuda externa. Además, en varios países, en particular los Estados bálticos, un elevado porcentaje de su financiación externa antes de la crisis provino de entradas de «otras inversiones», consideradas como una forma de financiación menos estable que la inversión directa extranjera. Como resultado, el endeudamiento externo y las necesidades de financiación alcanzaron niveles relativamente elevados en muchos países de la región, haciéndoles vulnerables a los cambios en el sentimiento de los inversores.

La vulnerabilidad ante los cambios en el sentimiento de los inversores y, en algunos casos, las consiguientes depreciaciones de la moneda se vieron exacerbadas aún más en algunos países por la rápida acumulación de un gran volumen de deuda denominada en moneda extranjera en el sector privado, principalmente en forma de créditos hipotecarios. La creciente proporción de préstamos en moneda extranjera (principalmente en euros) en los países de Europa Central y Oriental acompañó —y podría, en algunos casos, haber contribuido— a una fuerte expansión del crédito total (véase gráfico 4). Cabe señalar, no obstante, importantes diferencias entre unos países y otros. Mientras que en Estonia y Letonia se observó un marcado sesgo hacia los préstamos en moneda extranjera (de alrededor del 80%), el porcentaje de este tipo de préstamos al sector privado en la República Checa y Polonia se cifró tan solo en torno al 10% y el 25%, respectivamente. La fuerte presencia de bancos extranjeros y los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos en moneda nacional y en moneda extranjera fueron importantes factores determinantes a la hora de explicar la relevancia de los préstamos en moneda extranjera en los países de la región. También podrían haber influido factores relacionados con los tipos de cambio y las expectativas respecto a la adopción del euro, especialmente en los países con regímenes de tipo de cambio fijo. La elevada exposición a bruscos movimientos de los tipos de cambio ha supuesto un riesgo de primera magnitud para los balances de los prestatarios.

Gráfico 3 Desequilibrios por cuenta corriente y de capital y déficits fiscales estructurales

(porcentajes del PIB, 2007)

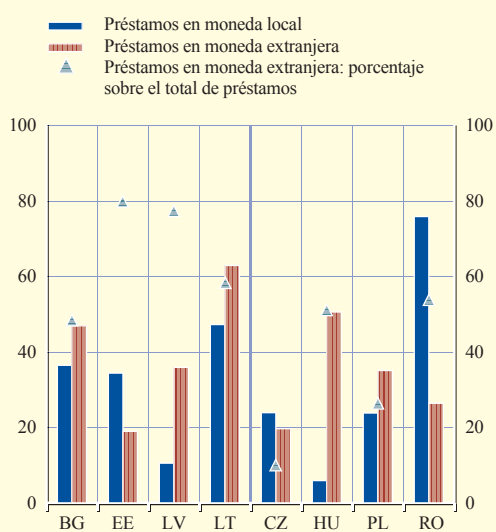


Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

1 Véase M. Ca'Zorzi, A. Chudik y A. Dieppe, «Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?», Working Paper Series, n.º 995, BCE, 2009.

Gráfico 4 Crecimiento del crédito al sector privado

(tasas medias de crecimiento interanual; enero 2005-septiembre 2008)



Fuente: BCE.

Notas: El porcentaje de préstamos en moneda extranjera se ha calculado como promedio del período comprendido entre enero de 2005 y septiembre de 2008. Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES RESPECTO A LA CAÍDA DE LA DEMANDA INTERNA

El considerable descenso del crecimiento del PIB que la mayoría de los países de Europa Central y Oriental sufrieron a partir de septiembre de 2008 tuvo su origen en dos factores: un desplome de las exportaciones y una caída brusca de la demanda interna. El giro que se produjo, desde un significativo exceso de presiones de demanda a una considerable caída de la demanda agregada, con un rápido descenso de las tasas de inflación, fue más pronunciado en los países que habían mostrado los signos de recalentamiento más acusados antes de la crisis y habían permitido la acumulación de grandes desequilibrios externos e internos, como se ha descrito anteriormente. Estos países se vieron especialmente afectados por el aumento de la aversión al riesgo entre los inversores internacionales a partir de septiembre de 2008 y por el proceso de desapalancamiento general de las instituciones financieras en

todo el mundo tras la quiebra de Lehman Brothers, que dio lugar a una fuerte caída de los flujos de capital transfronterizos.

Tras un endurecimiento de las condiciones financieras, incluidos los costes de financiación², y el notable deterioro de las perspectivas económicas, el crecimiento del crédito se desplomó particularmente en los países que, antes de la crisis, habían recurrido masivamente al capital extranjero para financiar sus expansiones crediticias (es decir, los Estados bálticos y Rumanía). Ello, a su vez, podría explicar la acusada contracción del producto en estos países. Por el contrario, el descenso en el crecimiento del crédito fue más moderado en los países que habían crecido a menor ritmo y habían dependido en mayor medida de fuentes de financiación internas antes de la crisis (véase gráfico 5). Por ejemplo, el crecimiento total del crédito se ha reducido, en promedio, más de 35 puntos porcentuales en los Estados bálticos y en Rumanía entre el último trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009 en comparación con las tasas medias de crecimiento observadas en el período previo a la crisis. La reducción del crecimiento del crédito fue menor en la República Checa, Hungría y Polonia: entre 5 y 14 puntos porcentuales. El crédito siguió decreciendo en el primer trimestre de 2010 en todos los países salvo en Rumanía, en donde registró un ligero incremento. Además, las tasas de crecimiento del crédito siguieron siendo negativas en los Estados bálticos y en Hungría, situándose entre el -5% y el -7,5%.

En este contexto, la inversión se contrajo en todos los países de la región, aunque en grados diferentes, contribuyendo a la reducción del PIB en todos ellos, salvo en Polonia (véase gráfico 6). La caída más pronunciada de la inversión se observó en los

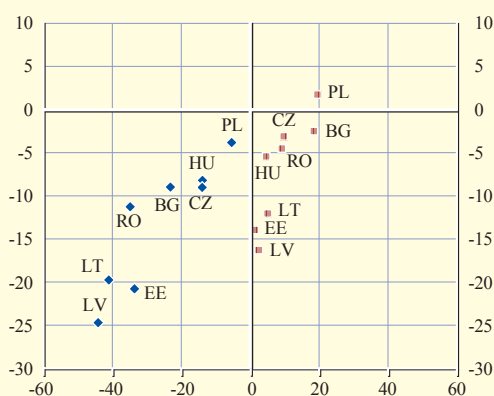
2 A partir de septiembre de 2008, el coste de la financiación para las sociedades no financieras y los hogares se incrementó notablemente en la mayoría de los países de Europa Central y Oriental. Aunque los tipos de interés se redujeron ligeramente en el segundo semestre de 2009, en particular debido al menor coste de la financiación para los bancos tras la aplicación de una política monetaria expansiva en la zona del euro y en muchos países de la región, siguieron siendo elevados en el caso de los préstamos denominados en moneda local. Sin embargo, los tipos de interés aplicados a los préstamos denominados en euros descendieron en la mayoría de los países en comparación con los niveles observados antes de la crisis.

Gráfico 5 PIB real y crédito al sector privado

(tasas medias de crecimiento interanual; puntos porcentuales)

Eje de abscisas: crecimiento de los préstamos de IFM
al sector privado (tasa interanual)
Eje de ordenadas: crecimiento del PIB real (tasa interanual)

- ◆ Diferencia de crecimiento con respecto
a la media del período anterior a la crisis
- Crecimiento medio



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Las diferencias de crecimiento con respecto a la media del período anterior a la crisis representan la diferencia de las tasas medias de crecimiento interanual entre el período comprendido entre el cuarto trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009 y el período comprendido entre el primer trimestre de 2005 y el tercer trimestre de 2008; las tasas medias de crecimiento abarcan el período transcurrido desde el cuarto trimestre de 2008 hasta el tercer trimestre de 2009.

Estados bálticos y tuvo su origen, principalmente, en el descenso de las inversiones en el sector de la construcción, antes floreciente, que representa la mitad de la inversión total en esos países. Además, las diferencias geográficas en el impacto sobre la inversión también podrían guardar relación con el patrón de la financiación de cada país y con el grado de dependencia de las empresas de las fuentes de financiación externas. En el caso de Polonia, el hecho de que una gran proporción de la inversión se financiara típicamente con recursos internos podría explicar por qué el impacto fue menos severo.

En todos los países de la región, salvo en la República Checa y Polonia, la acusada caída de la demanda interna también estuvo determinada por un pronunciado descenso del consumo privado. El sector servicios sufrió de forma especialmente notable la reducción del consumo privado y contribuyó negativamente al crecimiento del PIB, excepto en Bulgaria y Polonia (véase gráfico 7). La con-

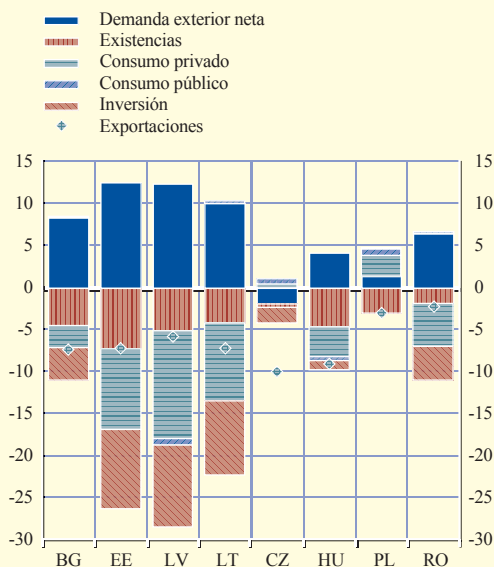
tracción del consumo privado fue muy pronunciada en los Estados bálticos y Rumania. Al menos en el caso de los Estados bálticos, ello podría reflejar, en gran medida, el impacto de los efectos riqueza —como consecuencia de la fuerte caída de los precios de la vivienda y de las acciones— y la corrección del excesivo crecimiento del consumo privado, impulsado por la facilidad de acceso al crédito, antes de la crisis.

Las diferencias en la velocidad y en la magnitud con que los mercados de trabajo han respondido a la crisis también podrían explicar las divergencias en la evolución del consumo privado entre unos países y otros. Esas diferencias tuvieron su origen no solo en el alcance de la recesión económica en cada país, sino también en otros factores como la flexibilidad de los mercados de trabajo (incluidos los efectos de la legislación sobre la protección del empleo) y la distribución sectorial del empleo. En concreto, en los Estados bálticos, cuyos mercados de trabajo son relativamente flexibles, las empresas reaccionaron rápidamente frente a la crisis recortando salarios y despidiendo trabajadores, sobre todo en el sector de la construcción, que empleaba una proporción mayor de trabajadores temporales. En otros países, especialmente en la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía, la situación del empleo siguió siendo más sólida, debido en parte al mantenimiento de los puestos de trabajo por parte de las empresas, y el ajuste se produjo, en gran medida, a través de un menor crecimiento de los salarios y, en el sector industrial, mediante una reducción de la jornada laboral, que se vio facilitada, en parte, por las medidas de política adoptadas.

Como consecuencia de la fuerte caída de la demanda interna, y dado el elevado contenido en importaciones de algunas exportaciones, las importaciones se redujeron drásticamente en la mayoría de los países de Europa Central y Oriental hasta el tercer trimestre de 2009. Concretamente, en Bulgaria, los Estados bálticos y Rumanía, la caída de las importaciones excedió con mucho el notable descenso de las exportaciones, lo que se tradujo en una contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento durante este período en los países de la región. La República Checa fue el

Gráfico 6 Contribuciones del gasto al crecimiento del PIB real

(tasas medias de crecimiento interanual IV 2008-III 2009)

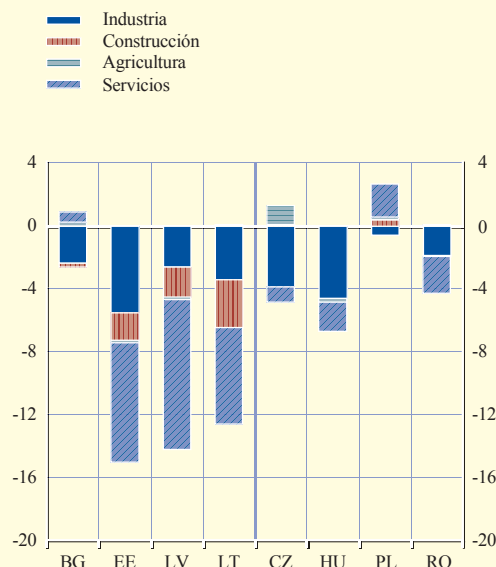


Fuente: Eurostat.

Notas: Datos desestacionalizados y ajustados por días laborables, salvo en el caso de Bulgaria (datos originales) y Rumanía (desestacionalizados solamente). Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

Gráfico 7 Contribuciones de los sectores económicos al crecimiento del valor añadido

(tasas medias de crecimiento interanual IV 2008-III 2009)



Fuente: Eurostat.

Notas: Datos desestacionalizados y ajustados por días laborables, salvo en el caso de Bulgaria (datos originales) y Rumanía (desestacionalizados solamente). Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

único país en el que la contribución de la demanda externa neta al crecimiento fue negativa (véase gráfico 6).

DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES EN LA EXPOSICIÓN AL DESPLOME DE LA DEMANDA EXTERNA

La demanda externa de todos los países de Europa Central y Oriental se desplomó tras la eclosión de la crisis financiera y económica mundial. Dado que la mayoría de estos países son economías muy abiertas, el canal comercial ha sido un factor determinante para explicar el impacto de la crisis sobre el crecimiento. Si bien todos estos países registraron un acusado descenso de las exportaciones entre el tercer trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009, se observan notables diferencias de magnitud entre unos países y otros, con variaciones de entre más del 16% en Lituania y menos del 4% en Rumanía (véase cuadro 1).

Estas diferencias geográficas en cuanto al impacto sobre el comercio pueden atribuirse, en parte, a los distintos regímenes cambiarios. De hecho, en los países que registraron una fuerte depreciación de sus tipos de cambio efectivos nominales o reales entre el tercer trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009, como Hungría, Polonia y Rumanía, la contracción de las exportaciones fue relativamente menos acusada. Por el contrario, los Estados bálticos, que tienen regímenes de tipo de cambio fijo, mostraron en promedio la caída más pronunciada de las exportaciones para el conjunto de la región. Así pues, una significativa depreciación real podría haber ayudado a los países con regímenes de tipo de cambio flexible a frenar la caída de sus exportaciones.

Las diferencias entre países en la composición por sectores también parecen explicar, en parte, el comportamiento diferenciado de las exportaciones. En

**Cuadro I Variación de las exportaciones totales
y tipo de cambio efectivo nominal y real**

(tasas de variación entre III 2008 y III 2009)

	Exportaciones totales	TCEN	TCER-IPC
Bulgaria	-6,7	1,0	1,8
Estonia	-9,6	1,8	0,6
Letonia	-14,7	2,9	3,8
Lituania	-16,5	2,9	5,1
República Checa	-7,7	-4,7	-4,8
Hungría	-6,9	-12,2	-8,0
Polonia	-9,0	-20,5	-17,0
Rumanía	-3,7	-14,4	-10,1

Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Las exportaciones totales incluyen bienes y servicios y se expresan en precios constantes. TCEN es el tipo de cambio efectivo nominal. TCER-IPC es el tipo de cambio efectivo real deflactado por el IPC. Un valor positivo (negativo) del TCEN o del TCER indica una apreciación (depreciación) durante el período. Los cuatro primeros países tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*, mientras que los cuatro últimos tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

varios países de la región, la menor demanda externa de bienes intermedios y de capital afectó en gran medida a sus exportaciones de automóviles y repuestos. Una de las principales características de la industria del automóvil, que es de magnitud relativamente considerable en la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía, es su fuerte orientación al mercado de exportaciones y, por consiguiente, su significativa contribución a la evolución de este mercado en los países productores. Como resultado de su naturaleza altamente cíclica, la industria del automóvil y las que la abastecen han sido muy sensibles a la evolución del ciclo económico mundial. Ello explica, a su vez, en parte, las diferencias geográficas observadas en el impacto de la crisis y, en cierta medida, la contribución negativa al crecimiento del sector industrial en los países con una industria automovilística de magnitud considerable (véase gráfico 7). Hacia finales de 2009, este factor se compensó, en parte, con las externalidades positivas de los diversos planes para la renovación de automóviles adoptados en otros países europeos.

La concentración geográfica de las exportaciones también parece haber influido en la diferente evolución del comercio en los países de la región (véase gráfico 8). El grueso de las exportaciones de estos países (entre el 80% y casi el 90% de las exportaciones totales) se dirige a otros países europeos, fenó-

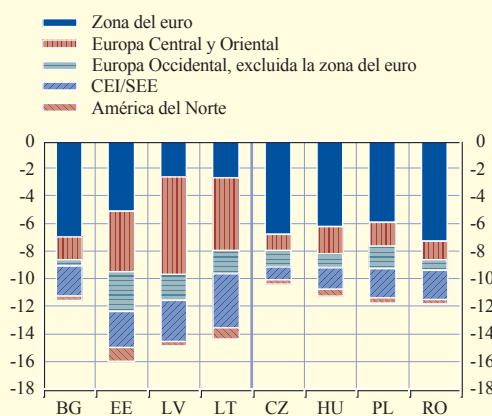
meno que, en gran medida, guarda relación con la proximidad geográfica y los avances realizados en la integración económica regional. No obstante, persisten algunas diferencias entre ellos. La zona del euro representa el destino prioritario para las exportaciones de Bulgaria, la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía. Por el contrario, los Estados bálticos comercian principalmente con otros países de la región —básicamente, otros Estados bálticos y Polonia— y con los países de la Comunidad de Estados Independientes y los del sureste de Europa. En particular, los estrechos vínculos que existen entre los tres Estados bálticos podrían explicar la fuerte contribución negativa de la región al desplome de la demanda externa en estos países.

AJUSTES DE LOS SALDOS EXTERNOS

Principalmente como resultado de la intensificación de la crisis financiera, los países de Europa Central y Oriental experimentaron una corrección de los

**Gráfico 8 Desagregación regional
de la contracción de la demanda externa**

(tasas de variación interanual en términos reales, 2008)



Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

Notas: Datos disponibles solo hasta 2008. El agregado Europa Occidental, excluida la zona del euro, comprende Dinamarca, Noruega, Suecia, Suiza y el Reino Unido. La Comunidad de Estados Independientes (CEI) y los países del sureste de Europa (SEE) incluyen Albania, Azerbaiyán, Bosnia, Croacia, Kazajistán, la ex República Yugoslava de Macedonia, Moldavia, Mongolia, Rusia, Tayikistán, Turquía, Turkmenistán, Ucrania y Uzbekistán. América del Norte comprende Estados Unidos y Canadá. Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

desequilibrios externos. El origen podría estar en un notable descenso de las presiones de demanda interna, que ocasionaron una pronunciada caída de las importaciones, compensando con creces la contracción de las exportaciones asociada a la demanda externa. Como consecuencia, los déficits por cuenta corriente y de capital se redujeron sustancialmente en todos los países de la región, salvo en la República Checa, entre el tercer trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009. Al mismo tiempo, en los Estados bálticos, el saldo agregado de la cuenta corriente y de capital incluso registró superávit (véase gráfico 9).

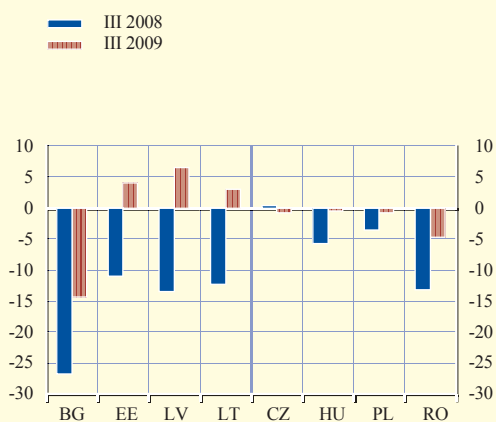
Además, se han producido cambios notables en la estructura de los flujos de financiación externa (véase gráfico 10). Desde el cuarto trimestre de 2008, los Estados bálticos, Bulgaria y Rumanía, en particular, han registrado fuertes salidas netas de «otras inversiones», que, en algunos países, solían ser la principal fuente de financiación antes de la crisis financiera y económica mundial. El cambio de signo de los flujos de «otras inversiones» puede atribuirse, en parte, a la reevaluación de los riesgos por parte de las instituciones financieras interna-

cionales, al proceso de desapalancamiento mundial y a las consiguientes transferencias de fondos realizadas por los bancos privados nacionales a los bancos extranjeros, incluyendo a sus bancos matrices. Al mismo tiempo, las entradas de inversión directa extranjera se redujeron en la mayoría de los países, aunque siguieron financiando una parte significativa del déficit por cuenta corriente y de capital. En general, un aumento en los activos de reserva se registra como una salida de capital en las estadísticas de balanza de pagos. Por este motivo, las salidas netas de activos de reserva en Bulgaria, que pueden atribuirse a un cambio en la regulación de las exigencias de reservas por parte del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria), se registraron como un cambio positivo en la contribución a la financiación del déficit por cuenta corriente. En Hungría, un cambio negativo en la financiación de la cuenta corriente se debió a los desembolsos realizados en el marco del programa de asistencia financiera internacional.

El cambio en la composición de la financiación de la cuenta corriente parece haber afectado a la magnitud de los ajustes totales de la cuenta corriente y

Gráfico 9 Balanza por cuenta corriente y de capital

(medias de cuatro trimestres hasta III 2008 y III 2009; en porcentaje del PIB)

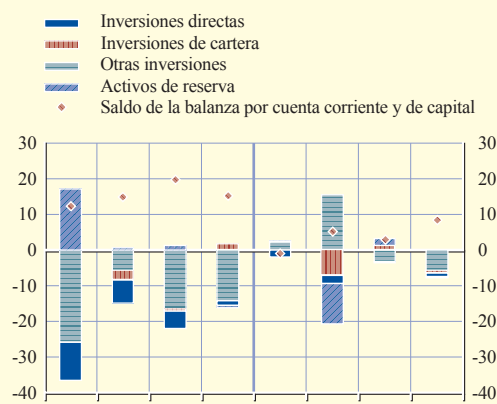


Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

Gráfico 10 Cambios en la financiación externa entre III 2008 y III 2009

(en porcentajes del PIB)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: Los datos corresponden a medias de cuatro trimestres hasta III 2008 y III 2009. Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

de capital en todos los países durante la crisis financiera. En particular, países como los Estados bálticos, que habían registrado un elevado porcentaje de entradas de «otras inversiones» antes de la crisis, sufrieron una contracción muy fuerte de sus déficits por cuenta corriente y de capital.

3 DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES EN LAS POLÍTICAS ADOPTADAS PARA HACER FRENTE A LA CRISIS

POLÍTICA FISCAL

Las políticas fiscales adoptadas para hacer frente a la crisis variaron notablemente de unos países a otros, lo que posiblemente contribuyó también a las diferencias geográficas en el impacto de la crisis. Las respuestas reflejaron la necesidad de equilibrar la creciente preocupación con respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas y a otros desequilibrios macroeconómicos con el deseo de permitir el funcionamiento de los estabilizadores automáticos o incluso aplicar estímulos fiscales para atenuar el impacto desestabilizador de la crisis en la actividad económica.

En Letonia, Hungría y Rumanía, los requisitos de los programas de asistencia financiera del FMI y de la UE impusieron la necesidad de sanear a fondo las finanzas públicas adoptando medidas de amplio alcance tanto por el lado de los ingresos como de los gastos a partir de 2009. Estas medidas estaban orientadas a reducir el gasto público redimensionando la administración pública, recortando sus salarios y reduciendo las prestaciones (por ejemplo, las pensiones) y el gasto de capital. Por lo que respecta a los ingresos, entre las medidas se incluía un aumento de la base impositiva.

Bulgaria, Estonia y Lituania también adoptaron medidas de ajuste fiscal en 2009, encaminadas a frenar el rápido deterioro presupuestario. En Estonia y Lituania, las medidas incluyeron, concretamente, recortes de las principales partidas de gasto excluidas las transferencias sociales, así como un incremento de los impuestos. En Bulgaria, por el contrario, en 2009 se adoptaron una serie de medidas orientadas a recortar el gasto y elevar la recauda-

ción impositiva mejorando el cumplimiento de las obligaciones tributarias, tanto en lo que respecta al impuesto sobre el valor añadido como al impuesto de sociedades, a fin de mantener una reserva fiscal suficientemente grande.

En cambio, en la República Checa y Polonia, no se aplicó una política fiscal más restrictiva en 2009, permitiéndose el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. En Polonia, el efecto de dichos estabilizadores quedó contrarrestado, en parte, por los recortes del gasto discrecional, mientras que, en la República Checa, se aplicaron algunas medidas de estímulo fiscal. En el caso de Polonia, las reducciones en el impuesto sobre las rentas del trabajo que ya se habían aprobado antes de la crisis actuaron como estímulo fiscal. En la República Checa, el saneamiento de las finanzas públicas se inició en 2010 y consistió, principalmente, en medidas que afectaron al ingreso, como el aumento del impuesto sobre el valor añadido y de los impuestos especiales y algunos recortes en las prestaciones sociales.

En total, seis de los ocho países de Europa Central y Oriental están sujetos a una decisión del Consejo de la UE sobre la existencia de un déficit excesivo y, en consecuencia, su respuesta frente a la crisis también ha estado determinada por las recomendaciones formuladas en los respectivos procedimientos de déficit excesivo (véase cuadro 2). Además, la Comisión Europea ha iniciado también un procedimiento de déficit excesivo contra Bulgaria, dado que este país registró un déficit presupuestario del 3,9% del PIB en 2009.

En general, resulta difícil valorar la idoneidad de la política fiscal aplicada en los países de la región durante la crisis, dada la incertidumbre en cuanto al nivel y la tasa de crecimiento de su producto potencial. Esto complica la evaluación de las medidas estructurales que subyacen en las políticas fiscales adoptadas para hacer frente a la recesión económica. Las proyecciones de la Comisión Europea indican que, en 2010, solo Bulgaria y Estonia registrarán déficits inferiores al valor de referencia del 3% del PIB establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, mientras que la República

Cuadro 2 Recomendaciones formuladas en el marco de los procedimientos de déficit excesivo

	Plazo	Recomendación del Consejo de la UE (extracto)
República Checa	2013	Aplicar [...] medidas en 2010; lograr en promedio un esfuerzo fiscal anual del 1% del PIB en el período [...] 2010-2013.
Letonia	2012	Lograr en promedio un esfuerzo fiscal anual de un 2,75% del PIB, como mínimo, en el período [...] 2010-2012.
Lituania	2012	Aplicar [...] las medidas correctivas previstas [...] para 2010 [...]; lograr en promedio un esfuerzo fiscal anual de un 2,25% del PIB, como mínimo, en el período [...] 2010-2012 [...].
Hungría	2011	Lograr como mínimo un esfuerzo fiscal acumulado del 0,5% del PIB en 2010-2011.
Polonia	2012	Lograr en promedio un esfuerzo anual en materia de ajuste fiscal de un 1,25% del PIB, como mínimo, a partir de 2010 [...].
Rumanía	2012	Aplicar [...] medidas en 2010 [...] y continuar el ajuste fiscal en 2011 y 2012; lograr en promedio un esfuerzo fiscal anual de un 1,75% del PIB, como mínimo, en el período [...] 2010-2012 [...].

Fuente: Dictámenes del Consejo de la UE.

Checa, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia y Rumanía seguirán contabilizando abultados déficits presupuestarios. En todos los países de la región, salvo Hungría, se prevé que el gasto en relación con el PIB aumente significativamente en 2010 en comparación con el nivel observado en 2008. Según las proyecciones, Hungría será el único país con una ratio de deuda superior al 60% del PIB en 2010, mientras que, en Polonia y Letonia, dicha ratio aumentará hasta situarse en torno a este nivel en 2011. Asimismo, se prevé que Letonia y Lituania registren incrementos sustanciales de sus ratios de deuda en 2010, hasta el 48,5% y el 38,6% del PIB, respectivamente (véase cuadro 3).

POLÍTICA MONETARIA

La ejecución de la política monetaria —antes y durante la crisis— ha variado de unos países a

otros, lo que también podría haber contribuido a las diferencias geográficas en el impacto de la crisis. Como se indicó anteriormente, en los países en los que la política monetaria no estaba limitada por un objetivo de tipo de cambio, la reducción de la actividad real desde la eclosión de la crisis fue considerablemente menor que en los países con tipos de cambio fijos, como Bulgaria y los tres Estados bálticos. Ello se debió, en parte, al recalentamiento de estas últimas economías en el período previo a la crisis, propiciado por el fuerte crecimiento del crédito estimulado por unos tipos de interés muy bajos o incluso negativos. Además, los países con regímenes de tipo de cambio fijo tenían limitada la autonomía de la política monetaria para hacer frente a la crisis. Por el contrario, tras el acusado deterioro de sus perspectivas de inflación como resultado de la crisis, los tipos de interés reales a corto plazo incluso han aumentado en esos países, en

Cuadro 3 Evolución de las finanzas públicas en el período 2008-2011

(en porcentajes del PIB)

	Ratio de gasto		Saldo presupuestario				Deuda pública bruta de las Administraciones Públicas			
	2010	Variación ¹⁾ 2008-2010	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Bulgaria	39,7	2,3	1,8	-3,9	-2,8	-2,2	14,1	14,8	17,4	18,8
República Checa	47,0	4,1	-2,7	-5,9	-5,7	-5,7	30,0	35,4	39,8	43,5
Estonia	45,8	5,9	-2,7	-1,7	-2,4	-2,4	4,6	7,2	9,6	12,4
Letonia	44,8	6,2	-4,1	-9,0	-8,6	-9,9	19,5	36,1	48,5	57,3
Lituania	42,5	5,1	-3,3	-8,9	-8,4	-8,5	15,6	29,3	38,6	45,4
Hungría	48,8	-0,4	-3,8	-4,0	-4,1	-4,0	72,9	78,3	78,9	77,8
Polonia	46,0	2,7	-3,7	-7,1	-7,3	-7,0	47,2	51,0	53,9	59,3
Rumanía	39,9	2,3	-5,4	-8,3	-8,0	-7,4	13,3	23,7	30,5	35,8

Fuente: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera de 2010.

1) Las variaciones de la ratio de gasto se expresan en puntos porcentuales.

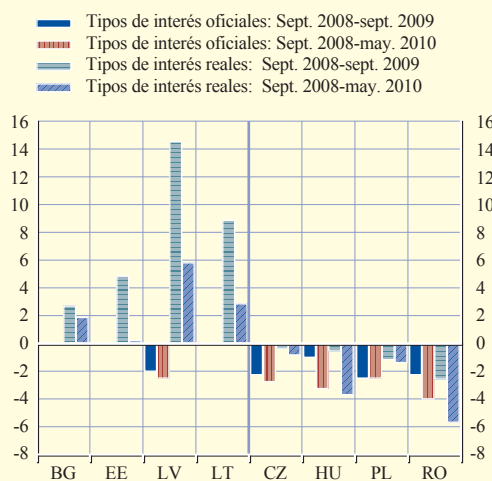
particular en Letonia y Lituania, en comparación con los niveles previos a la crisis, a pesar de los recortes de los tipos de interés oficiales realizados por el BCE (véase gráfico 11). Ello podría haber contribuido en mayor medida a la fuerte contracción del crecimiento del PIB.

En los países con un objetivo de inflación, a saber, la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía, la acumulación de desequilibrios y la dependencia de la financiación exterior fueron menores, en general, en el período previo a la crisis, lo que limitó la vulnerabilidad de estas economías a un agotamiento de los recursos externos. Al mismo tiempo, los objetivos de inflación parecen haber funcionado relativamente bien en estos países para anclar las expectativas de inflación. No obstante, en algunos países, como Hungría y Rumanía, el proceso de desinflación distaba mucho de haberse completado en el período previo a la crisis, obstaculizado de forma notable por la imprudente ejecución de la política fiscal en el pasado. En conjunto, los países con objetivos de inflación pudieron llevar a cabo notables recortes de los tipos de interés oficiales para hacer frente a la crisis.

El ritmo y el alcance de esos recortes tras la intensificación de la crisis variaron de unos países a otros. En la República Checa y Polonia, se recortaron drásticamente los tipos de interés oficiales poco después de septiembre de 2008, y la pronunciada depreciación de la moneda brindó cierto respaldo adicional a la economía. Por el contrario, los tipos de interés se elevaron inicialmente en Hungría y se mantuvieron inalterados en Rumanía, y posteriormente se recortaron de forma notable a lo largo de 2009 y principios de 2010. En estos dos últimos países, las presiones inflacionistas siguieron siendo intensas. Además, las devaluaciones de las monedas plantearon un grave riesgo para la estabilidad financiera, dada la elevadísima exposición del sector privado a las fluctuaciones de los tipos de cambio, ya que una considerable proporción de los préstamos vivos a dicho sector (más del 50%) estaba denominada en moneda extranjera³. Tras el aumento de la aversión al riesgo entre los inversores internacionales, los bancos centrales de Hungría y Rumanía tuvieron que con-

Gráfico 11 Variaciones de los tipos de interés oficiales y de los tipos de interés reales a corto plazo

(puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Consensus Forecast.

Notas: Los tipos de interés reales se definen como tipos del mercado monetario a tres meses deflactados por las previsiones de inflación elaboradas por Consensus Forecast a un año vista. Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

siderar, en su política monetaria, los riesgos asociados a una nueva depreciación del tipo de cambio y las consiguientes presiones inflacionistas, así como el impacto negativo sobre los balances de las empresas y los hogares. Además, la situación fiscal en estos dos países era especialmente difícil, lo que limitó la capacidad de reacción de la política monetaria frente a la crisis.

Al mismo tiempo, la eficacia de la política monetaria se vio seriamente reducida en la mayoría de los países de la región, debido a la crisis financiera mundial, al producirse de manera generalizada un significativo aumento de las primas de riesgo y de liquidez en los mercados interbancarios. El grado en que la crisis obstaculizó el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria parece haber sido distinto en cada país, como consecuencia de las diferencias entre los respectivos mercados financieros, tanto en tamaño como

³ En Hungría, entraron en vigor en marzo de 2010 nuevas medidas regulatorias encaminadas a limitar la elevada exposición del país en lo que respecta a los préstamos en moneda extranjera al sector privado.

en liquidez. En vista de los problemas de funcionamiento del mecanismo de transmisión, varios bancos centrales adoptaron medidas de política monetaria adicionales, a fin de suavizar las condiciones monetarias y evitar una contracción del crédito. Algunos países también hicieron frente a las restricciones de liquidez en divisas suscribiendo acuerdos de divisas de carácter temporal (líneas *swap*) con instituciones financieras nacionales.

4 CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

Muchas son las explicaciones posibles para las considerables diferencias que se observan en el impacto de la crisis sobre los distintos países de Europa Central y Oriental, y también en las medidas de política adoptadas para combatirla. La acumulación de desequilibrios antes de la crisis parece haber desempeñado un papel importante a la hora de explicar estas diferencias geográficas. Los países con señales más evidentes de recalentamiento y desequilibrios más pronunciados eran más vulnerables y, en general, se vieron afectados más severamente por la crisis. Además, el impacto de la crisis varió de unos países a otros con respecto tanto a la caída de la demanda interna como a la exposición a un desplome de la demanda externa. De hecho, los países con economías muy abiertas, regímenes de tipo de cambio fijo y una concentración geográfica de las exportaciones a otros países de la región y a la Comunidad de Estados Independientes se vieron especialmente expuestos a la crisis a través del canal de la demanda externa.

Las diferencias entre países también tuvieron su origen en las distintas políticas macroeconómicas aplicadas antes y después de la crisis. Se observa que el impacto de la crisis fue especialmente pronunciado en los países en los que la política monetaria estaba limitada por la adopción de un objetivo de tipo de cambio para hacer frente tanto al recalentamiento de la economía antes de la crisis como a la posterior recesión económica. En ausencia de políticas de apoyo en otras áreas, como política fiscal y reformas en la regulación para garantizar una evolución sostenible del crédito, ello contribuyó a una mayor volatilidad del producto y

la inflación en esos países. En algunos países con objetivos de inflación, la elevada proporción de deuda denominada en moneda extranjera limitó el margen de maniobra para aplicar una política monetaria menos restrictiva como respuesta a la crisis, dado que los efectos derivados de los tipos de cambio sobre los balances suscitaban inquietud respecto a la estabilidad financiera. Además, en algunos países no se aplicó una política fiscal suficientemente restrictiva antes de la crisis, lo que contribuyó al recalentamiento y generó dudas respecto a la sostenibilidad, y limitó también el margen de actuación de la política fiscal para contrarrestar el impacto de la crisis, permitiendo, como mínimo, el funcionamiento de los estabilizadores automáticos.

De cara al futuro, es crucial para los países de la región evitar la reaparición de desequilibrios macroeconómicos en el futuro y asegurar un proceso de convergencia sostenible. Los países han de comprometerse a realizar ajustes duraderos de las políticas y a reforzar los instrumentos de política contracíclicos que sean necesarios, a fin de situarse en una posición más favorable para hacer frente a las perturbaciones en un entorno en el que los vínculos macrofinancieros parecen desempeñar un papel cada vez más destacado. Concretamente, dada la virtual ausencia de una política monetaria autónoma en los países con tipos de cambio fijos, es imperativo que otras áreas de la política económica proporcionen el margen de maniobra necesario para hacer frente a las perturbaciones y evitar la reaparición de los desequilibrios macroeconómicos.

Para conseguir un patrón de crecimiento más equilibrado, muchos países han de desviar recursos del sector de bienes no comerciables al de bienes comerciables. Asimismo, han de evitar volver a una situación en la que el proceso de convergencia dependa, en gran medida, de un excesivo crecimiento del crédito financiado con recursos externos y de aumentos de los precios de los activos. Los ajustes de las políticas han de orientarse a limitar los factores de vulnerabilidad de los países, incluidos los relacionados con los préstamos en moneda extranjera, y, al mismo tiempo, aumentar aún más su capacidad para hacer frente a las perturbaciones eco-

nómicas, en particular en lo que se refiere a la flexibilidad de sus mercados laborales.

Con respecto a la política fiscal, es importante que los países de Europa Central y Oriental alcancen y mantengan posiciones fiscales sostenibles. Para muchos de estos países, lograr un superávit fiscal es un objetivo apropiado para limitar el riesgo de que se produzcan ciclos de expansión y recesión en el futuro. Los países que están sujetos a un procedimiento de déficit excesivo han de cumplir sus compromisos de forma creíble y puntual. También es preciso aplicar medidas de ajuste adicionales para contener el gasto en los países que aún no han alcanzado sus objetivos presupuestarios

de medio plazo. Asimismo, se necesitan marcos fiscales sólidos que respalden el saneamiento de las finanzas públicas y limiten las desviaciones del gasto público, ayudando, al mismo tiempo, a evitar la reaparición de los desequilibrios macroeconómicos. Por lo que respecta a la política monetaria, es crucial que los países de la región logren la estabilidad de precios y la mantengan de forma duradera. Una vez que remitan los factores desinflacionistas de carácter temporal asociados a la crisis económica y financiera, la consecución de este objetivo exigirá, en particular, una orientación general de las políticas que evite la reaparición de presiones que conduzcan a un recalentamiento de la economía.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

S5

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	S6
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	S7
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	S8
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	S9

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1	Balance agregado de las IFM de la zona del euro	S10
2.2	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro	S11
2.3	Estadísticas monetarias	S12
2.4	Detalle de los préstamos concedidos por las IFM	S14
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	S17
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
2.7	Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM	S21
2.8	Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM	S22
2.9	Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro	S24
2.10	Valores mantenidos por los fondos de inversión según sus emisores	S25

3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1	Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales	S26
3.2	Cuentas no financieras de la zona del euro	S30
3.3	Hogares	S32
3.4	Sociedades no financieras	S33
3.5	Empresas de seguros y fondos de pensiones	S34

4 MERCADOS FINANCIEROS

4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	S35
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	S36
4.3	Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	S38
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
4.5	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro	S42
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	S44
4.7	Curvas de rendimientos de la zona del euro	S45
4.8	Índices bursátiles	S46

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1	IAPC, otros precios y costes	S47
5.2	Producto y demanda	S50
5.3	Mercado de trabajo	S54

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

6	FINANZAS PÚBLICAS	
6.1	Recursos, empleos y déficits/superávits	\$56
6.2	Deuda	\$57
6.3	Variaciones de la deuda	\$58
6.4	Recursos, empleos y déficits/superávits; datos trimestrales	\$59
6.5	Deuda trimestral y variaciones de la deuda	\$60
7	OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR	
7.1	Resumen de la balanza de pagos	\$61
7.2	Cuenta corriente y cuenta de capital	\$62
7.3	Cuenta financiera	\$64
7.4	Presentación monetaria de la balanza de pagos	\$70
7.5	Comercio exterior de bienes	\$71
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivos	\$73
8.2	Tipos de cambio bilaterales	\$74
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	\$75
9.2	En Estados Unidos y Japón	\$76
	LISTA DE GRÁFICOS	\$77
	NOTAS TÉCNICAS	\$79
	NOTAS GENERALES	\$85

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2), 3)}	M3 ^{2), 3)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ²⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ²⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	2,4	9,6	9,7	-	9,5	18,9	4,64	3,69
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	24,1	1,22	3,76
2009 III	12,2	4,5	2,7	-	0,4	24,4	0,87	3,64
IV	12,3	2,2	0,3	-	-0,6	19,7	0,72	3,76
2010 I	11,3	1,7	-0,2	-	-0,4	10,7	0,66	3,46
II	.	.	.	-	.	.	0,69	3,03
2010 Ene	11,5	1,8	0,0	-0,2	-0,6	12,2	0,68	3,66
Feb	11,0	1,6	-0,4	-0,2	-0,4	9,6	0,66	3,49
Mar	10,8	1,6	-0,1	-0,2	-0,2	8,9	0,64	3,46
Abr	10,7	1,3	-0,2	-0,2	0,1	7,5	0,64	3,40
May	10,3	1,4	-0,2	.	0,2	.	0,69	3,00
Jun	.	.	.	.	.	.	0,73	3,03

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

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

3. Estadísticas del sector exterior

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)			Activos de reserva (saldos a fin de período)	Posición de inversión internacional neta (en porcentaje del PIB)	Deuda externa bruta (en porcentaje del PIB)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-21 ⁵⁾ (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado-unidense/euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas y de cartera				Nominal	Real (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008	-144,0	-19,1	145,4	374,2	-17,6	118,2	110,5	110,1	1,4708
2009	-47,8	39,5	222,2	462,4	-16,4	116,6	111,7	110,6	1,3948
2009 III	-2,2	13,8	54,4	430,9	-17,7	116,1	112,1	110,9	1,4303
IV	9,9	19,4	55,3	462,4	-16,4	116,6	113,8	112,2	1,4779
2010 I	-16,9	3,5	-36,2	498,7	.	.	108,7	106,9	1,3829
II	.	.	.	.	.	.	103,1	101,7	1,2708
2010 Ene	-13,0	-7,4	-3,8	468,8	.	.	110,8	108,9	1,4272
Feb	-5,3	5,1	8,1	492,6	.	.	108,0	106,1	1,3686
Mar	1,4	5,7	-40,5	498,7	.	.	107,4	105,7	1,3569
Abr	-7,1	3,6	18,5	521,6	.	.	106,1	104,5	1,3406
May	.	.	.	569,7	.	.	102,8	101,4	1,2565
Jun.	.	.	.	.	.	.	100,7	99,2	1,2209

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

	11 junio 2010	18 junio 2010	25 junio 2010	2 julio 2010
Oro y derechos en oro	286.691	286.691	286.690	352.092
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	213.657	213.718	212.992	232.639
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	28.591	27.875	28.287	31.344
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	17.033	16.451	16.276	16.883
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	829.523	844.913	870.354	680.576
Operaciones principales de financiación	122.039	126.672	151.512	162.912
Operaciones de financiación a plazo más largo	707.076	718.199	718.236	405.927
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	111.237
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	367	11	565	484
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	41	32	42	16
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	40.451	39.365	42.231	43.771
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	406.461	410.377	414.448	416.735
Valores mantenidos con fines de política monetaria	103.733	109.603	115.097	120.062
Otros valores	302.729	300.774	299.351	296.674
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	35.576	35.576	35.576	35.085
Otros activos	249.141	249.774	247.391	240.685
Total activo	2.107.126	2.124.740	2.154.245	2.049.811

2. Pasivo

	11 junio 2010	18 junio 2010	25 junio 2010	2 julio 2010
Billetes en circulación	809.744	808.925	809.750	816.470
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	562.610	574.912	580.559	424.032
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	137.814	295.683	245.063	160.380
Facilidad de depósito	384.260	232.045	284.357	231.717
Depósitos a plazo	40.500	47.000	51.000	31.866
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	36	184	138	68
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	723	1.044	1.038	818
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	130.605	139.563	163.543	123.841
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	41.146	41.794	41.429	41.882
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	1.092	1.051	957	926
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	15.434	14.698	14.648	15.481
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	53.033	53.033	53.033	56.711
Otros pasivos	165.611	162.591	162.161	162.640
Cuentas de revalorización	249.205	249.205	249.205	328.818
Capital y reservas	77.922	77.922	77.922	78.191
Total pasivo	2.107.126	2.124.740	2.154.245	2.049.811

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operaciones principales de financiación								
2010 10 Mar	78.402	71	78.402	1,00	-	-	-	7
17	79.032	79	79.032	1,00	-	-	-	7
24	81.062	81	81.062	1,00	-	-	-	7
31	78.266	73	78.266	1,00	-	-	-	7
7 Abr	71.535	67	71.535	1,00	-	-	-	7
14	70.577	68	70.577	1,00	-	-	-	7
21	70.228	67	70.228	1,00	-	-	-	7
28	75.624	66	75.624	1,00	-	-	-	7
5 May	90.317	76	90.317	1,00	-	-	-	7
12	99.570	81	99.570	1,00	-	-	-	7
19	104.752	81	104.752	1,00	-	-	-	7
26	106.014	83	106.014	1,00	-	-	-	7
2 Jun	117.727	86	117.727	1,00	-	-	-	7
9	122.039	96	122.039	1,00	-	-	-	7
16	126.672	101	126.672	1,00	-	-	-	7
23	151.511	114	151.511	1,00	-	-	-	7
30	162.912	157	162.912	1,00	-	-	-	7
7 Jul	229.070	151	229.070	1,00	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2010 10 Feb	2.757	14	2.757	1,00	-	-	-	28
25	10.205	23	10.205	1,00	-	-	-	91
10 Mar	9.315	11	9.315	1,00	-	-	-	35
1 Abr	2.015	11	2.015	1,00	-	-	-	91
1 ⁵⁾	17.876	62	17.876	-	-	-	-	182
14	15.730	12	15.730	1,00	-	-	-	28
29 ³⁾	4.846	24	4.846	-	1,00	1,00	1,15	91
12 May	20.480	18	20.480	1,00	-	-	-	35
13 ⁵⁾	35.668	56	35.668	-	-	-	-	182
27	12.163	35	12.163	1,00	-	-	-	91
16 Jun	31.603	23	31.603	1,00	-	-	-	28
1 Jul	131.933	171	131.933	1,00	-	-	-	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2010 19 Ene	Operaciones temporales	259.013	188	258.907	-	-	1,00	0,80	0,75	1
9 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	270.783	187	270.566	-	-	1,00	0,80	0,76	1
9 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	295.461	193	294.486	-	-	1,00	0,80	0,76	1
13 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	292.470	186	292.295	-	-	1,00	0,80	0,76	1
11 May	Captación de depósitos a plazo fijo	319.752	193	319.693	-	-	1,00	0,80	0,76	1
19	Captación de depósitos a plazo fijo	162.744	223	16.500	-	-	1,00	0,29	0,28	7
26	Operaciones temporales	86.003	93	26.500	-	-	1,00	0,28	0,27	7
2 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	73.576	68	35.000	-	-	1,00	0,28	0,28	7
9	Captación de depósitos a plazo fijo	75.627	64	40.500	-	-	1,00	0,35	0,31	7
15	Captación de depósitos a plazo fijo	363.775	174	363.475	-	-	1,00	0,80	0,77	1
16	Captación de depósitos a plazo fijo	71.078	66	47.000	-	-	1,00	0,30	0,28	7
23	Captación de depósitos a plazo fijo	71.560	67	51.000	-	-	1,00	0,40	0,31	7
30	Captación de depósitos a plazo fijo	31.866	45	31.866	-	-	1,00	1,00	0,54	7
1 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	111.237	78	111.237	1,00	-	-	-	-	6
7	Captación de depósitos a plazo fijo	87.431	88	59.000	-	-	1,00	0,75	0,56	7

Fuente: BCE.

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

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

(mm de euros; medias de los 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: ¹⁾	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos a la vista y depósitos a plazo o disponibles con preaviso hasta 2 años	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos a plazo o disponibles con preaviso a más de 2 años	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2009 Dic	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2010 Ene	18.454,5	9.829,1	766,1	2.465,6	1.225,0	4.168,7
Feb	18.516,2	9.828,1	759,3	2.479,5	1.282,5	4.166,8
Mar	18.587,9	9.807,3	782,8	2.506,7	1.283,5	4.207,6
Abr	18.861,5	9.912,0	764,4	2.584,6	1.345,7	4.254,8

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010 9 Feb	209,5	210,9	1,4	0,0	1,00
9 Mar	210,9	211,8	1,0	0,0	1,00
13 Abr	211,4	212,5	1,2	0,0	1,00
11 May	211,2	212,4	1,2	0,0	1,00
15 Jun	211,3	212,5	1,3	0,0	1,00
13 Jul	213,0	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ²⁾	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ³⁾	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010 19 Ene	413,0	60,6	648,4	0,4	28,4	147,0	8,1	796,8	119,8	-132,1	211,2	1.155,0
9 Feb	425,6	59,7	662,2	0,2	33,5	168,3	13,3	783,6	122,6	-117,5	210,9	1.162,8
9 Mar	426,9	80,5	641,1	0,9	38,0	186,4	10,5	784,6	113,2	-119,3	211,8	1.182,9
13 Abr	439,8	77,7	650,5	0,4	43,6	200,7	8,4	792,9	113,6	-116,1	212,5	1.206,1
11 May	457,0	76,7	666,4	0,9	49,4	218,2	11,4	796,6	112,1	-100,3	212,4	1.227,2
15 Jun	462,4	110,0	706,7	0,3	86,9	288,8	34,1	806,2	123,1	-98,4	212,5	1.307,5

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

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

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



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
	1	2	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2007	2.046,2	1.029,6	19,9	0,6	1.009,1	300,7	257,2	1,9	41,6	-	17,4	431,1	8,9	258,4
2008	2.982,9	1.803,0	20,6	0,6	1.781,8	362,3	319,6	2,4	40,3	-	14,4	484,7	8,6	309,9
2009 IV	2.829,9	1.475,6	19,5	0,7	1.455,4	451,7	368,3	3,6	79,8	-	16,5	557,7	8,5	320,0
2010 I	2.880,9	1.476,1	19,6	0,7	1.455,9	472,4	376,1	4,1	92,2	-	16,6	583,0	8,4	324,4
2010 Ene	2.823,5	1.464,9	19,5	0,7	1.444,8	451,7	364,3	3,8	83,6	-	16,2	563,2	8,4	319,1
Feb	2.867,1	1.479,4	19,5	0,7	1.459,3	465,4	373,7	3,9	87,9	-	16,1	585,8	8,4	312,0
Mar	2.880,9	1.476,1	19,6	0,7	1.455,9	472,4	376,1	4,1	92,2	-	16,6	583,0	8,4	324,4
Abr	2.946,5	1.511,9	19,0	0,7	1.492,3	478,9	377,6	4,5	96,8	-	16,4	609,9	8,4	321,0
May ³⁾	3.259,2	1.732,5	19,0	0,7	1.712,9	516,5	408,6	4,8	103,1	-	15,9	665,5	8,5	320,4
IFM, excluido el Eurosistema														
2007	29.500,2	16.893,0	954,5	10.144,3	5.794,2	3.950,6	1.197,1	1.013,2	1.740,3	93,5	1.293,8	4.878,9	205,7	2.184,7
2008	31.842,1	18.052,6	968,4	10.772,1	6.312,0	4.630,0	1.245,9	1.406,8	1.977,4	98,7	1.196,1	4.754,3	211,4	2.898,9
2009 IV	31.153,8	17.703,7	1.002,3	10.780,3	5.921,1	5.061,5	1.483,9	1.496,8	2.080,8	85,1	1.234,9	4.258,1	220,4	2.590,2
2010 I	31.566,8	17.742,3	1.033,0	10.795,4	5.913,9	5.128,0	1.551,6	1.482,1	2.094,2	77,7	1.227,6	4.421,9	218,0	2.751,3
2010 Ene	31.408,1	17.723,1	1.013,9	10.770,2	5.939,0	5.077,0	1.496,5	1.493,2	2.087,4	86,9	1.250,2	4.383,5	219,7	2.667,6
Feb	31.525,0	17.712,6	1.009,1	10.773,5	5.930,0	5.094,9	1.523,7	1.497,4	2.073,7	85,6	1.232,7	4.432,0	218,2	2.749,0
Mar	31.566,8	17.742,3	1.033,0	10.795,4	5.913,9	5.128,0	1.551,6	1.482,1	2.094,2	77,7	1.227,6	4.421,9	218,0	2.751,3
Abr	31.977,9	17.895,9	1.037,5	10.816,9	6.041,5	5.131,6	1.561,3	1.490,0	2.080,3	76,6	1.270,6	4.517,2	218,0	2.868,1
May ³⁾	32.707,6	18.178,6	1.050,4	10.859,5	6.268,7	5.103,6	1.563,3	1.474,8	2.065,5	74,7	1.254,6	4.663,4	218,7	3.214,0

2. Pasivo

	Total	Effectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
	1	2	Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2007	2.046,2	697,0	739,1	23,9	19,1	696,2	-	0,1	238,0	113,9	258,1
2008	2.982,9	784,7	1.240,7	68,8	16,6	1.155,2	-	0,1	273,8	377,8	305,9
2009 IV	2.829,9	829,3	1.185,7	102,6	22,6	1.060,5	-	0,1	320,9	140,2	353,7
2010 I	2.880,9	819,9	1.222,8	101,2	22,0	1.099,6	-	0,1	353,0	135,4	349,6
2010 Ene	2.823,5	806,2	1.204,1	116,3	23,5	1.064,2	-	0,1	328,4	133,5	351,3
Feb	2.867,1	807,0	1.225,9	107,0	23,6	1.095,2	-	0,1	344,7	138,1	351,4
Mar	2.880,9	819,9	1.222,8	101,2	22,0	1.099,6	-	0,1	353,0	135,4	349,6
Abr	2.946,5	821,1	1.264,2	87,8	22,0	1.154,4	-	0,1	369,2	140,1	351,8
May ³⁾	3.259,2	828,4	1.511,6	128,8	23,3	1.359,5	-	0,1	407,0	155,3	356,9
IFM, excluido el Eurosistema											
2007	29.500,2	-	15.141,9	126,9	8.927,5	6.087,5	754,1	4.630,9	1.683,6	4.538,6	2.751,1
2008	31.842,1	-	16.740,2	191,0	9.690,4	6.858,8	824,8	4.848,4	1.767,6	4.404,3	3.256,9
2009 IV	31.153,8	-	16.465,8	144,2	10.034,6	6.287,1	732,3	4.919,1	1.921,0	4.099,8	3.015,8
2010 I	31.566,8	-	16.419,7	166,3	10.024,3	6.229,1	705,8	5.013,0	1.928,1	4.290,0	3.210,3
2010 Ene	31.408,1	-	16.461,2	161,1	10.009,6	6.290,5	738,8	4.975,7	1.920,4	4.227,0	3.084,9
Feb	31.525,0	-	16.460,3	166,5	10.012,0	6.281,8	729,4	4.961,0	1.916,9	4.285,4	3.172,0
Mar	31.566,8	-	16.419,7	166,3	10.024,3	6.229,1	705,8	5.013,0	1.928,1	4.290,0	3.210,3
Abr	31.977,9	-	16.591,5	159,7	10.111,5	6.320,2	710,6	5.018,7	1.931,7	4.409,4	3.316,1
May ³⁾	32.707,6	-	16.865,4	155,2	10.136,6	6.573,5	694,1	5.028,2	1.939,1	4.562,4	3.618,4

Fuente: BCE.

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

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

3) 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 ¹⁾

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2007	22.380,4	11.119,4	974,4	10.144,9	2.469,4	1.454,3	1.015,1	882,2	5.310,0	214,6	2.384,7
2008	24.126,7	11.761,8	989,0	10.772,8	2.974,7	1.565,5	1.409,2	784,2	5.239,0	220,0	3.147,1
2009 IV	23.862,6	11.802,7	1.021,7	10.781,0	3.352,5	1.852,2	1.500,3	811,8	4.815,8	228,9	2.851,0
2010 I	24.312,0	11.848,7	1.052,6	10.796,0	3.413,9	1.927,7	1.486,2	793,6	5.004,9	226,4	3.024,5
2010 Ene	24.090,2	11.804,2	1.033,3	10.770,9	3.357,7	1.860,7	1.497,0	815,6	4.946,7	228,1	2.937,7
Feb	24.260,7	11.802,7	1.028,5	10.774,2	3.398,7	1.897,4	1.501,2	801,4	5.017,8	226,6	3.013,6
Mar	24.312,0	11.848,7	1.052,6	10.796,0	3.413,9	1.927,7	1.486,2	793,6	5.004,9	226,4	3.024,5
Abr	24.626,9	11.874,0	1.056,5	10.817,6	3.433,4	1.938,9	1.494,5	825,3	5.127,1	226,4	3.140,7
May ^(p)	25.223,0	11.929,5	1.069,3	10.860,2	3.451,5	1.971,9	1.479,6	800,9	5.328,9	227,1	3.485,0
Operaciones											
2007	2.621,2	1.014,4	-10,0	1.024,4	289,0	-38,3	327,3	55,5	832,9	-1,2	431,1
2008	1.711,0	599,0	12,8	586,2	499,4	90,1	409,2	-56,0	-56,3	-3,0	728,9
2009 IV	-124,1	-3,2	10,2	-13,4	-5,7	-11,4	5,7	9,2	-34,7	3,9	-93,5
2010 I	272,7	29,3	30,4	-1,1	52,2	71,7	-19,5	-13,0	53,9	-2,6	152,8
2010 Ene	126,4	-18,1	11,3	-29,5	2,0	8,6	-6,6	4,9	62,5	-0,7	75,8
Feb	118,5	-1,7	-4,9	3,3	34,4	31,9	2,5	-12,1	16,7	-1,8	83,0
Mar	27,7	49,1	24,0	25,1	15,9	31,2	-15,3	-5,9	-25,3	0,0	-6,0
Abr	271,9	31,4	3,6	27,8	20,6	13,0	7,6	34,9	69,7	0,0	115,3
May ^(p)	393,2	36,0	12,4	23,6	15,8	31,6	-15,7	-18,9	12,9	0,7	346,6

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 ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2007	22.380,4	638,6	150,8	8.946,6	660,4	2.849,1	1.492,7	4.652,5	3.009,2	-19,7
2008	24.126,7	722,9	259,8	9.707,1	725,7	2.830,7	1.615,2	4.782,1	3.562,7	-79,9
2009 IV	23.862,6	770,1	246,8	10.057,2	646,9	2.758,5	1.802,3	4.240,0	3.369,6	-29,0
2010 I	24.312,0	768,7	267,4	10.046,3	628,1	2.826,6	1.830,6	4.425,4	3.559,9	-41,0
2010 Ene	24.090,2	757,2	277,4	10.033,2	651,9	2.804,8	1.798,1	4.360,4	3.436,2	-29,1
Feb	24.260,7	759,7	273,5	10.035,6	643,7	2.799,4	1.814,1	4.423,5	3.523,4	-12,2
Mar	24.312,0	768,7	267,4	10.046,3	628,1	2.826,6	1.830,6	4.425,4	3.559,9	-41,0
Abr	24.626,9	772,7	247,5	10.133,5	633,7	2.841,7	1.839,2	4.549,5	3.667,9	-59,1
May ^(p)	25.223,0	779,1	284,0	10.159,9	619,2	2.859,7	1.876,4	4.717,7	3.975,3	-48,5
Operaciones										
2007	2.621,2	45,8	-13,4	887,5	54,5	269,3	143,4	857,8	446,6	-70,4
2008	1.711,0	83,3	106,1	700,3	29,4	-32,0	139,0	93,1	616,2	-24,6
2009 IV	-124,1	29,4	-48,6	103,1	-46,1	-22,8	52,8	-87,6	-139,1	34,8
2010 I	272,7	-1,3	20,7	-33,0	-20,1	42,5	-0,7	76,3	194,0	-5,7
2010 Ene	126,4	-12,8	30,7	-32,3	4,7	30,3	-8,8	56,3	72,6	-14,2
Feb	118,5	2,4	-3,9	-10,6	-8,2	-13,3	-1,0	28,9	101,7	22,5
Mar	27,7	9,0	-6,1	9,8	-16,6	25,5	9,2	-8,8	19,7	-14,0
Abr	271,9	4,0	-20,0	83,0	1,6	8,2	-3,4	94,8	116,1	-12,7
May ^(p)	393,2	6,4	36,4	6,5	-14,6	-21,4	15,1	16,7	333,4	14,6

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) Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.

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

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

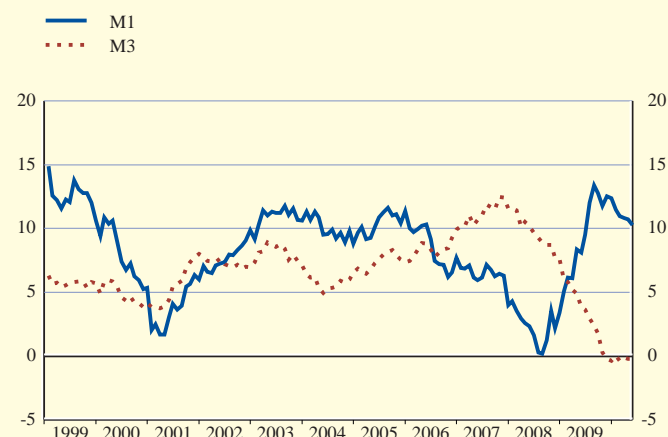
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios ²⁾ y contrapartidas

	M3					M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾
	M2			M3-M2					Préstamos	Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾		
	M1	M2-M1										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2007	3.831,9	3.508,3	7.340,2	1.302,6	8.642,8	-	6.019,1	2.449,9	12.053,7	10.153,6	-	638,7
2008	3.980,2	4.033,1	8.013,3	1.372,0	9.385,4	-	6.285,9	2.576,2	12.965,8	10.777,2	-	437,2
2009 IV	4.492,2	3.688,4	8.180,6	1.146,3	9.327,0	-	6.757,7	2.899,9	13.083,3	10.779,2	-	555,7
2010 I	4.567,8	3.652,6	8.220,4	1.103,0	9.323,5	-	6.895,6	2.979,4	13.090,5	10.801,2	-	591,1
2010 Feb	4.561,1	3.659,6	8.220,7	1.091,1	9.311,8	-	6.872,5	2.929,6	13.118,3	10.795,6	-	572,7
Mar	4.567,8	3.652,6	8.220,4	1.103,0	9.323,5	-	6.895,6	2.979,4	13.090,5	10.801,2	-	591,1
Abr	4.649,8	3.613,8	8.263,6	1.121,3	9.384,8	-	6.947,4	2.983,4	13.096,7	10.819,5	-	604,9
May ^(p)	4.645,1	3.628,5	8.273,6	1.091,5	9.365,2	-	7.003,7	3.034,2	13.102,1	10.857,5	-	653,1
	Operaciones											
2007	148,3	528,6	676,9	220,2	897,1	-	507,7	-51,0	1.403,5	1.024,8	1.115,4	-26,0
2008	130,2	484,0	614,1	47,8	661,9	-	253,1	103,1	927,9	581,9	737,8	-150,3
2009 IV	89,6	-102,4	-12,8	-24,9	-37,7	-	52,5	17,1	-19,8	-4,5	-6,0	27,8
2010 I	71,7	-46,3	25,3	-43,5	-18,2	-	74,4	75,2	-9,3	5,8	-3,4	9,3
2010 Feb	21,2	-11,7	9,5	-8,6	0,9	-	3,4	27,3	19,5	21,6	18,6	-17,6
Mar	6,7	-7,5	-0,8	11,3	10,5	-	13,5	50,6	-23,0	8,8	6,8	16,7
Abr	80,8	-41,1	39,8	14,3	54,1	-	31,9	5,6	14,9	24,6	26,9	-9,4
May ^(p)	-11,8	8,0	-3,7	-29,9	-33,7	-	-11,2	48,8	-9,1	19,0	20,9	10,8
	Tasas de crecimiento											
2007	4,0	17,8	10,2	20,1	11,6	11,9	9,3	-2,2	13,2	11,2	12,1	-26,0
2008	3,4	13,7	8,3	3,6	7,6	7,1	4,2	4,2	7,7	5,7	7,1	-150,3
2009 IV	12,4	-9,1	1,6	-11,6	-0,3	-0,2	6,6	11,9	0,6	-0,2	0,2	122,9
2010 I	10,8	-8,0	1,6	-10,9	-0,1	-0,2	5,8	9,8	0,1	-0,2	-0,1	155,8
2010 Feb	11,0	-8,1	1,6	-12,6	-0,4	-0,2	5,6	9,2	0,2	-0,4	-0,2	139,2
Mar	10,8	-8,0	1,6	-10,9	-0,1	-0,2	5,8	9,8	0,1	-0,2	-0,1	155,8
Abr	10,7	-8,6	1,3	-9,9	-0,2	-0,2	5,8	8,7	0,4	0,1	0,1	88,1
May ^(p)	10,3	-8,0	1,4	-10,7	-0,2	.	4,8	9,8	0,1	0,2	0,2	67,9

CI Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

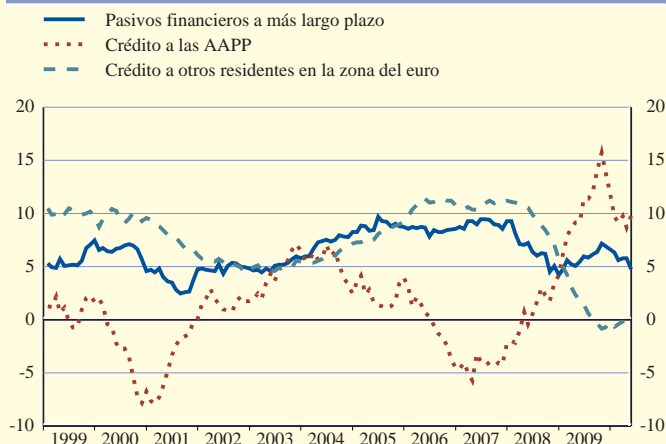
2) Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro, etc.) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central. Véase el Glosario para la definición de M1, M2 y M3.

3) En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.

4) Ajuste por préstamos dados de baja del balance de las IFM por ventas o titulizaciones.

C2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

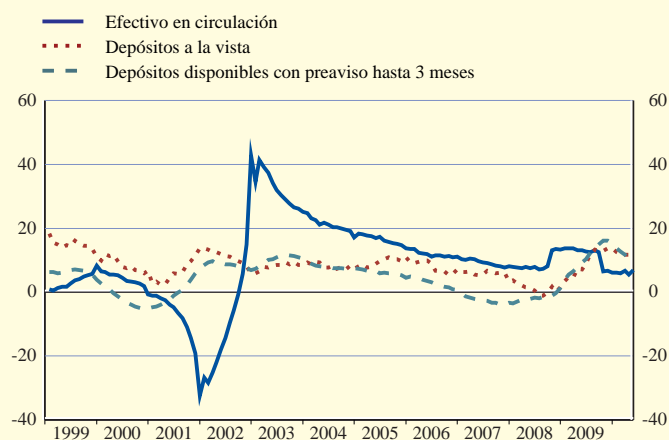
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesio- nes em- porales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2007	625,9	3.206,0	1.966,8	1.541,5	304,6	685,8	312,2	2.548,1	119,6	1.867,6	1.483,7
2008	710,6	3.269,7	2.464,5	1.568,6	350,3	754,9	266,9	2.576,0	121,6	1.984,4	1.603,9
2009 IV	755,3	3.736,9	1.883,0	1.805,4	340,3	673,5	132,6	2.638,4	131,9	2.198,3	1.789,1
2010 I	775,5	3.792,4	1.816,8	1.835,8	343,0	625,3	134,8	2.693,5	132,2	2.241,1	1.828,8
2010 Feb	764,8	3.796,3	1.830,1	1.829,5	323,6	641,7	125,8	2.681,0	131,2	2.245,2	1.815,0
Mar	775,5	3.792,4	1.816,8	1.835,8	343,0	625,3	134,8	2.693,5	132,2	2.241,1	1.828,8
Abr	769,2	3.880,6	1.773,1	1.840,6	359,2	624,2	137,9	2.708,3	131,2	2.260,5	1.847,4
May ^(p)	780,4	3.864,8	1.783,6	1.844,9	358,3	605,6	127,7	2.726,4	129,0	2.253,9	1.894,3
Operaciones											
2007	46,7	101,6	580,6	-52,0	41,0	58,5	120,6	149,3	9,8	207,3	141,3
2008	83,6	46,5	463,4	20,5	47,0	32,6	-31,9	1,2	0,7	114,6	136,7
2009 IV	8,8	80,9	-147,6	45,2	12,4	-23,6	-13,7	4,4	-1,1	4,9	44,3
2010 I	20,2	51,5	-75,7	29,4	2,5	-49,4	3,4	28,0	0,3	35,4	10,7
2010 Feb	4,0	17,3	-20,6	8,9	14,9	-16,8	-6,7	-15,7	-0,5	14,4	5,2
Mar	10,7	-4,0	-13,8	6,3	19,4	-17,4	9,3	10,5	1,0	-4,5	6,4
Abr	-6,2	87,1	-45,7	4,6	16,2	-5,1	3,2	7,7	0,3	17,4	6,6
May ^(p)	11,2	-22,9	4,2	3,9	-1,1	-18,6	-10,2	-21,2	-1,1	-13,5	24,6
Tasas de crecimiento											
2007	8,1	3,3	41,2	-3,3	15,5	9,2	62,1	6,3	9,6	12,4	10,8
2008	13,3	1,4	23,3	1,3	15,3	4,7	-10,6	0,1	0,5	6,1	9,3
2009 IV	6,1	13,8	-24,4	15,1	-2,8	-1,8	-50,1	3,0	7,2	9,6	8,6
2010 I	6,8	11,7	-22,0	11,8	1,3	-11,8	-29,4	3,2	5,5	7,0	8,2
2010 Feb	6,0	12,0	-22,5	12,7	-1,2	-9,4	-41,0	2,7	5,9	8,1	7,2
Mar	6,8	11,7	-22,0	11,8	1,3	-11,8	-29,4	3,2	5,5	7,0	8,2
Abr	5,5	11,8	-22,7	10,6	7,3	-11,8	-31,6	3,6	4,8	7,0	7,6
May ^(p)	6,8	11,0	-21,2	9,6	9,8	-13,9	-33,8	2,3	2,3	5,6	7,8

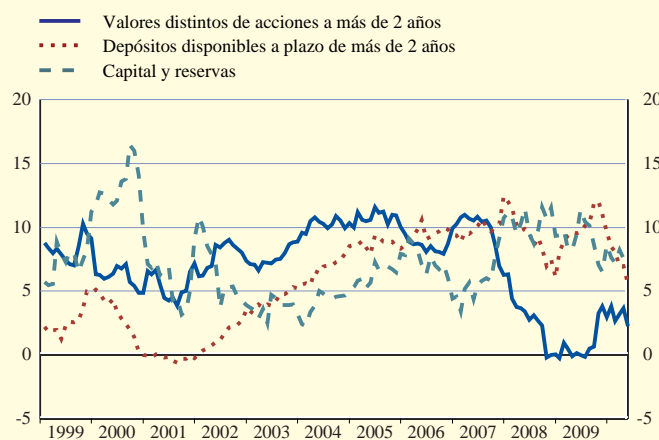
C3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

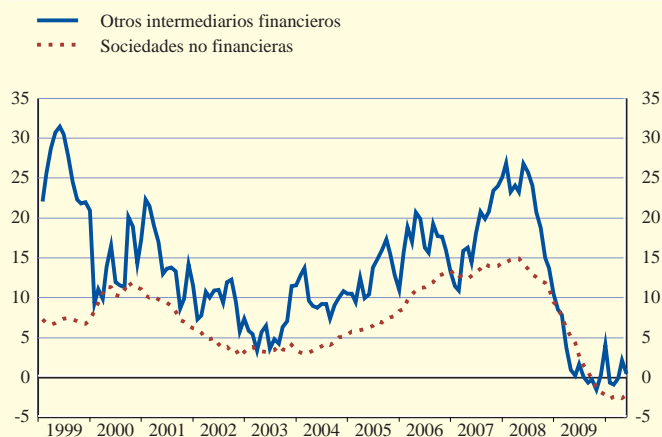
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros ³⁾	Sociedades no financieras				Hogares ⁴⁾			
	Total	Total	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2007	107,5	876,6	4.384,6	1.282,9	859,8	2.241,9	4.784,9	616,7	3.421,0	747,3
2008	104,9	973,0	4.822,5	1.381,6	961,1	2.479,8	4.876,8	631,0	3.482,3	763,5
2009 IV	90,0	1.059,9	4.685,9	1.185,8	936,9	2.563,2	4.943,4	630,3	3.542,4	770,6
2010 I	87,4	1.048,6	4.683,9	1.173,3	923,0	2.587,6	4.981,2	622,0	3.580,4	778,8
2010 Feb	91,3	1.042,4	4.694,8	1.183,9	931,2	2.579,7	4.967,1	624,8	3.565,5	776,9
Mar	87,4	1.048,6	4.683,9	1.173,3	923,0	2.587,6	4.981,2	622,0	3.580,4	778,8
Abr	90,5	1.069,6	4.663,1	1.156,4	918,4	2.588,3	4.996,3	623,4	3.593,1	779,8
May ^(p)	90,2	1.071,8	4.688,3	1.168,1	917,1	2.603,1	5.007,3	623,0	3.604,0	780,3
Operaciones										
2007	16,7	175,2	554,9	145,6	155,7	253,6	278,0	31,4	226,5	20,0
2008	-3,7	87,2	418,7	86,8	119,8	212,0	79,8	10,4	52,3	17,1
2009 IV	-3,4	10,3	-46,4	-45,4	-15,1	14,0	35,1	0,6	30,2	4,3
2010 I	-2,7	-32,4	1,7	-3,0	-10,9	15,6	39,2	-4,4	35,8	7,8
2010 Feb	3,7	-6,6	12,8	-2,2	1,9	13,0	11,7	-1,7	10,4	3,0
Mar	-3,9	3,6	-6,0	-0,1	-6,3	0,5	15,0	-0,9	13,9	1,9
Abr	3,0	19,5	-14,2	-16,9	-1,1	3,8	16,3	0,1	12,7	3,5
May ^(p)	-0,5	-7,4	18,3	10,3	-2,4	10,4	8,6	-1,2	8,8	1,0
Tasas de crecimiento										
2007	18,2	24,7	14,5	12,8	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,7
2008	-3,5	10,0	9,5	6,7	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009 IV	-13,0	3,6	-2,2	-13,1	-1,9	3,8	1,3	-0,1	1,5	1,6
2010 I	-11,3	0,1	-2,4	-10,6	-4,4	2,8	2,1	-1,0	2,6	2,8
2010 Feb	-5,4	-0,6	-2,4	-12,0	-3,5	3,2	1,8	-0,8	2,1	2,7
Mar	-11,3	0,1	-2,4	-10,6	-4,4	2,8	2,1	-1,0	2,6	2,8
Abr	-7,4	2,3	-2,6	-10,9	-5,0	2,7	2,5	-0,4	2,9	3,1
May ^(p)	-7,8	0,5	-2,1	-9,8	-5,1	2,9	2,6	-0,4	3,1	2,9

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

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

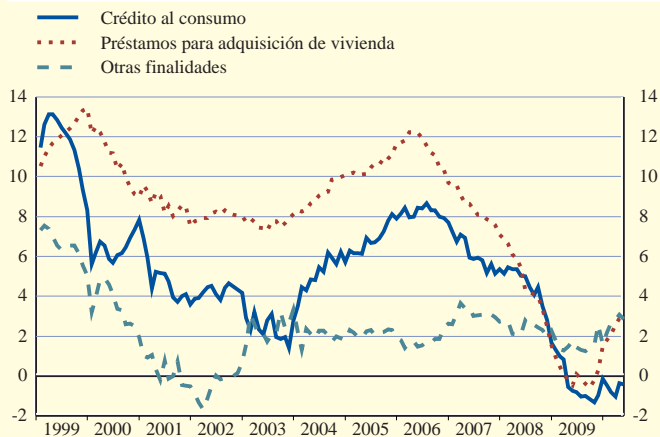
2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) Incluidos fondos de inversión.

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

C6 Préstamos a hogares ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



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

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

2. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros ³⁾				Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2008	93,7	69,3	6,2	18,2	962,5	555,4	169,0	238,1	4.828,2	1.377,4	961,3	2.489,5
2009 IV	80,3	57,4	7,0	15,9	1.052,9	593,4	186,2	273,3	4.692,3	1.181,7	937,3	2.573,3
2010 I	87,1	65,4	5,8	15,9	1.056,2	594,5	184,8	276,9	4.680,5	1.170,0	924,2	2.586,2
2010 Mar	87,1	65,4	5,8	15,9	1.056,2	594,5	184,8	276,9	4.680,5	1.170,0	924,2	2.586,2
Abr	92,1	70,2	5,9	16,0	1.077,4	613,6	185,9	277,8	4.667,1	1.160,0	919,9	2.587,2
May ^(p)	93,8	71,6	5,7	16,6	1.084,4	617,6	186,3	280,4	4.687,1	1.164,8	919,0	2.603,2
Operaciones												
2008	-3,4	-3,1	-1,3	1,0	90,2	27,7	20,1	42,4	419,2	86,1	120,0	213,1
2009 IV	-14,0	-14,2	-0,8	1,0	-9,9	-5,5	-5,2	0,8	-29,5	-46,1	-12,5	29,0
2010 I	6,6	7,9	-1,3	0,0	-17,8	-14,9	-5,9	3,0	-8,2	-2,2	-10,1	4,1
2010 Mar	-1,2	-1,1	0,0	-0,1	17,7	19,2	-1,8	0,2	-4,6	0,4	-3,7	-1,2
Abr	5,1	4,9	0,1	0,1	19,6	18,3	0,7	0,6	-6,6	-10,0	-0,7	4,1
May ^(p)	1,4	1,2	-0,3	0,5	-2,6	-2,4	-1,0	0,8	13,0	3,4	-2,0	11,6
Tasas de crecimiento												
2008	-3,5	-4,3	-17,8	6,1	10,5	5,5	13,5	22,0	9,5	6,7	13,9	9,4
2009 IV	-13,1	-17,1	14,2	-4,8	4,1	4,3	4,4	3,1	-2,2	-13,1	-1,9	3,8
2010 I	-11,2	-12,5	-13,4	-3,2	-0,1	-0,7	-5,6	5,3	-2,3	-10,6	-4,4	2,8
2010 Mar	-11,2	-12,5	-13,4	-3,2	-0,1	-0,7	-5,6	5,3	-2,3	-10,6	-4,4	2,8
Abr	-7,5	-8,1	-4,6	-4,7	2,2	3,6	-5,4	4,2	-2,6	-10,9	-5,0	2,7
May ^(p)	-7,9	-8,7	-9,5	-2,4	0,5	0,5	-5,8	5,0	-2,1	-9,8	-5,1	2,9

3. Préstamos a hogares ⁴⁾

	Total	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Saldos vivos												
2008	4.887,8	633,0	138,8	196,2	298,0	3.490,4	17,2	67,5	3.405,7	764,4	155,0	90,4	519,0
2009 IV	4.954,8	632,3	135,6	195,0	301,8	3.550,8	14,8	60,9	3.475,1	771,6	146,2	87,3	538,1
2010 I	4.971,6	619,8	130,5	191,1	298,2	3.574,8	14,8	60,7	3.499,3	777,1	147,0	85,5	544,6
2010 Mar	4.971,6	619,8	130,5	191,1	298,2	3.574,8	14,8	60,7	3.499,3	777,1	147,0	85,5	544,6
Abr	4.980,2	621,0	130,1	191,4	299,5	3.582,2	14,8	60,6	3.506,9	776,9	145,7	83,9	547,3
May ^(p)	4.994,3	620,8	131,2	190,0	299,6	3.595,3	14,9	60,4	3.520,0	778,2	144,8	83,9	549,4
	Operaciones												
2008	80,2	10,4	1,0	-9,1	18,6	52,6	1,1	-3,8	55,3	17,1	2,5	-5,4	20,0
2009 IV	40,0	0,7	3,0	-1,0	-1,3	34,5	-0,4	-1,6	36,5	4,8	-2,4	0,0	7,2
2010 I	18,2	-8,7	-3,5	-2,6	-2,6	21,7	0,0	0,1	21,7	5,2	0,3	-1,0	6,0
2010 Mar	13,2	1,9	1,0	0,7	0,2	9,3	0,1	0,2	9,0	2,0	0,1	-0,1	2,0
Abr	9,8	0,0	-0,4	-0,5	0,9	7,5	0,0	-0,1	7,6	2,3	-1,2	-0,5	3,9
May ^(p)	11,7	-1,0	0,3	-1,5	0,1	10,9	0,2	-0,3	11,0	1,8	-0,3	0,0	2,0
	Tasas de crecimiento												
2008	1,7	1,7	0,7	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,2	1,7	2,3	1,7	-5,2	4,0
2009 IV	1,3	-0,1	-0,9	-2,1	1,6	1,5	-15,3	-12,0	1,8	1,6	-5,1	-1,9	4,2
2010 I	2,1	-1,0	-1,7	-2,4	0,1	2,6	-10,4	-7,4	2,8	2,8	-2,2	-1,5	5,0
2010 Mar	2,1	-1,0	-1,7	-2,4	0,1	2,6	-10,4	-7,4	2,8	2,8	-2,2	-1,5	5,0
Abr	2,5	-0,4	-0,7	-1,8	0,8	2,9	-7,7	-7,4	3,1	3,1	-1,3	-2,4	5,2
May ^(p)	2,6	-0,4	0,3	-2,4	0,5	3,1	-6,7	-7,7	3,3	2,9	-1,0	-2,4	4,8

Fuente: BCE.

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

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

3) Incluidos fondos de inversión.

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

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

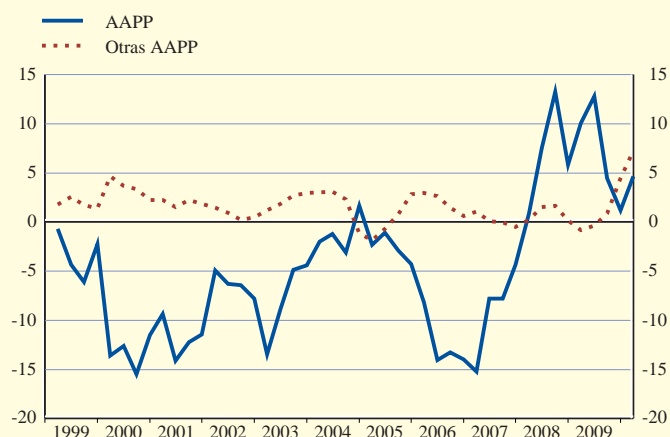
(nm de euros y tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2008	968,4	227,1	210,1	509,0	22,2	3.247,8	2.282,0	965,8	57,8	908,1
2009	1.002,3	229,9	211,0	527,7	33,8	2.826,3	1.917,4	908,9	46,3	862,6
2009 II	999,0	249,4	206,5	514,5	28,6	2.949,2	1.999,9	949,3	57,1	892,2
III	994,7	235,9	209,7	518,3	30,7	2.808,1	1.894,1	914,0	47,7	866,2
IV	1.002,3	229,9	211,0	527,7	33,8	2.826,3	1.917,4	908,9	46,3	862,6
2010 I ⁹⁾	1.033,0	244,0	210,5	543,6	34,9	2.956,1	1.986,9	969,1	47,5	921,6
Operaciones										
2008	13,7	12,4	-8,1	16,5	-7,2	-59,3	-85,8	26,4	0,3	26,1
2009	36,0	2,8	0,9	20,8	11,5	-385,5	-346,8	-39,3	-1,5	-37,8
2009 II	28,0	16,9	0,9	2,6	7,6	-72,3	-78,9	6,9	-1,1	8,1
III	-4,2	-13,4	3,2	3,9	2,1	-75,1	-70,0	-5,1	0,8	-5,9
IV	10,2	-6,2	1,3	12,0	3,1	-4,0	10,6	-15,4	-1,4	-14,0
2010 I ⁹⁾	30,3	13,6	-0,4	16,0	1,2	55,8	23,5	32,1	0,0	32,1
Tasas de crecimiento										
2008	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,5	-1,8	-3,6	2,8	0,5	3,0
2009	3,7	1,2	0,5	4,1	52,0	-11,8	-15,1	-4,1	-3,1	-4,2
2009 II	2,6	12,8	-4,1	3,9	-31,9	-13,8	-16,5	-7,5	-7,8	-7,5
III	1,7	4,5	-0,2	4,4	-32,3	-18,2	-21,9	-9,4	-1,3	-9,9
IV	3,7	1,2	0,5	4,1	52,0	-11,8	-15,1	-4,1	-3,1	-4,2
2010 I ⁹⁾	6,6	4,7	2,4	6,8	66,2	-3,1	-5,5	2,0	-3,5	2,3

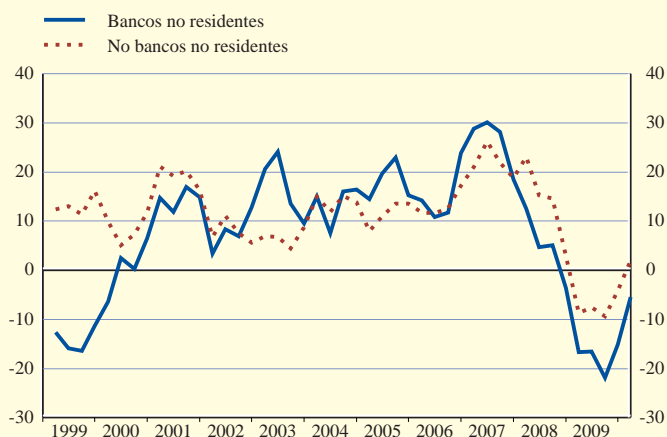
C7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



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

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

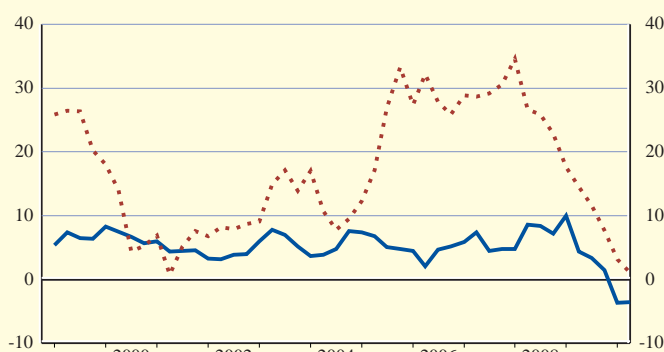
1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2007	689,5	70,8	69,6	526,4	0,8	1,1	20,8	1.525,0	311,8	345,5	708,1	12,2	0,3	147,1
2008	761,9	84,4	114,3	537,5	1,1	1,5	23,1	1.803,1	320,3	420,6	852,9	12,3	0,1	197,0
2009 IV	738,3	84,2	87,0	543,3	2,2	1,4	20,2	1.873,1	313,4	335,3	957,6	15,9	0,0	250,9
2010 I	735,8	87,1	84,9	539,7	2,5	1,4	20,2	1.886,8	329,1	311,9	956,7	17,1	0,1	272,0
2010 Feb	736,4	90,3	85,6	539,5	2,3	1,4	17,3	1.897,4	334,4	327,4	962,9	17,0	0,2	255,5
Mar	735,8	87,1	84,9	539,7	2,5	1,4	20,2	1.886,8	329,1	311,9	956,7	17,1	0,1	272,0
Abr	736,1	88,4	84,9	540,6	2,5	1,4	18,3	1.949,0	367,2	301,9	965,9	18,3	0,2	295,4
May ⁴⁾	732,3	91,3	87,2	536,4	2,4	0,3	14,8	1.952,2	368,6	299,4	966,7	12,4	0,2	304,9
Operaciones														
2007	31,3	0,8	10,4	24,7	-0,3	-0,3	-4,1	394,9	33,9	98,7	236,3	1,7	0,1	24,1
2008	69,4	12,4	42,8	12,3	-0,3	0,1	2,2	268,9	4,5	71,8	142,3	-0,3	-0,3	51,0
2009 IV	-4,6	0,6	0,8	-7,3	0,3	0,0	1,1	-17,1	-1,9	-4,3	-9,8	1,4	-0,1	-2,4
2010 I	-3,8	2,7	-3,1	-3,7	0,3	0,0	0,0	-3,0	13,4	-30,2	-8,3	1,1	0,1	20,9
2010 Feb	-7,2	-3,8	2,4	-0,7	0,0	0,0	-5,0	9,2	-8,8	-0,9	-2,9	-0,1	0,1	21,8
Mar	-1,4	-3,2	-1,5	0,2	0,2	0,0	3,0	-12,0	-5,7	-16,2	-6,6	0,0	0,0	16,5
Abr	0,2	1,3	-0,1	-0,2	0,0	1,1	-1,9	58,8	37,3	-11,6	8,4	1,2	0,0	23,4
May ⁴⁾	-5,8	2,5	2,0	-6,7	-0,1	0,0	-3,5	-5,2	-1,1	-4,1	-3,4	-6,0	0,1	9,2
Tasas de crecimiento														
2007	4,8	1,1	17,5	4,9	-25,3	-	-16,4	34,5	12,0	39,7	49,5	16,4	-	19,1
2008	10,0	17,3	60,0	2,3	-23,4	-	10,5	17,6	1,4	20,9	20,0	-2,5	-	34,6
2009 IV	-3,6	-1,1	-26,5	1,0	96,8	-	-12,3	3,1	2,0	-22,0	10,0	30,0	-	27,4
2010 I	-3,5	-4,7	-16,4	-1,1	53,8	-	-5,6	1,1	2,7	-15,2	3,0	18,1	-	15,9
2010 Feb	-3,2	-3,1	-14,6	-0,8	64,7	-	-18,9	3,1	2,1	-13,0	5,7	21,7	-	20,6
Mar	-3,5	-4,7	-16,4	-1,1	53,8	-	-5,6	1,1	2,7	-15,2	3,0	18,1	-	15,9
Abr	-3,6	-2,1	-15,4	-1,8	42,2	-	-12,1	2,8	11,3	-20,0	3,1	21,6	-	24,1
May ⁴⁾	-3,5	8,4	-12,7	-3,2	28,7	-	-24,9	2,5	16,5	-20,1	0,8	-17,1	-	27,3

C9 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- ... Otros intermediarios financieros (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 fondos de pensiones.

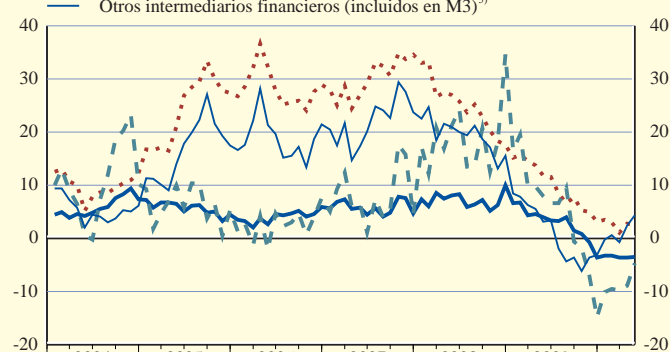
4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

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

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

(tasas de crecimiento interanual)

- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- ... Otros intermediarios financieros (total)
- - - Empresas de seguros y fondos de pensiones (incluidos en M3) ⁴⁾
- Otros intermediarios financieros (incluidos en M3) ⁵⁾



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

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

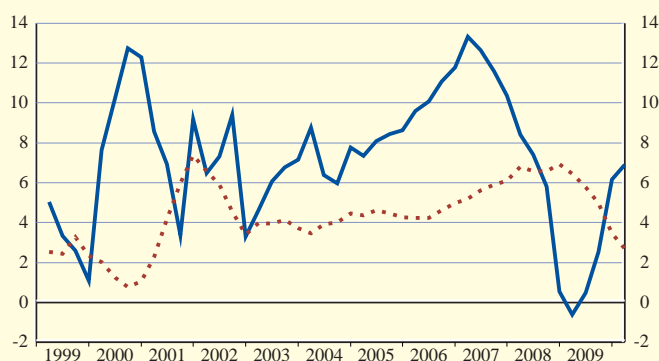
2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
	1	2	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	7	8	9	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	15
Saldos vivos														
2007	1.477,2	884,0	479,4	59,5	29,3	1,4	23,7	4.989,0	1.777,4	993,3	561,5	1.458,6	111,1	87,1
2008	1.502,8	883,4	502,2	64,4	27,9	1,3	23,7	5.368,6	1.813,3	1.350,0	517,9	1.490,2	113,6	83,7
2009 IV	1.603,3	1.001,2	434,7	80,7	68,7	1,7	16,3	5.590,9	2.155,6	988,5	605,6	1.680,2	123,7	37,3
2010 I	1.576,5	982,4	423,8	82,9	72,9	1,8	12,6	5.593,7	2.157,8	925,0	631,6	1.721,5	121,7	36,1
2010 Feb	1.534,7	954,1	414,8	81,7	70,7	1,8	11,7	5.611,7	2.176,5	935,8	625,0	1.715,9	121,6	37,0
Mar	1.576,5	982,4	423,8	82,9	72,9	1,8	12,6	5.593,7	2.157,8	925,0	631,6	1.721,5	121,7	36,1
Abr	1.588,0	995,5	417,4	86,7	73,7	1,9	12,8	5.608,3	2.184,0	908,1	636,1	1.726,3	119,8	33,9
May ⁴⁾	1.597,2	1.005,0	415,1	88,5	74,1	1,8	12,7	5.618,3	2.191,1	902,3	641,0	1.733,4	118,1	32,5
Operaciones														
2007	140,2	34,1	126,8	-8,1	-10,8	-0,7	-1,1	282,9	22,4	320,9	-45,4	-43,2	11,2	17,1
2008	7,8	-5,1	13,3	3,2	-3,4	-0,3	0,0	347,5	28,7	335,5	-43,1	28,1	1,7	-3,4
2009 IV	51,7	49,4	-10,0	2,7	10,4	0,2	-1,1	90,8	102,5	-96,5	45,0	43,3	2,3	-5,8
2010 I	-28,5	-20,3	-11,3	2,5	4,2	0,1	-3,7	0,5	2,2	-64,6	25,8	40,4	-2,0	-1,2
2010 Feb	-14,2	-11,0	-4,0	0,2	2,0	0,0	-1,4	-0,8	2,1	-18,7	9,5	6,9	-0,6	0,0
Mar	43,0	28,7	9,9	1,3	2,2	0,1	0,9	-17,8	-18,6	-10,7	6,6	5,7	0,1	-0,9
Abr	11,1	13,1	-6,7	3,7	0,8	0,0	0,2	14,3	26,0	-16,9	4,5	4,7	-1,8	-2,2
May ⁴⁾	3,0	6,6	-5,1	1,4	0,1	0,0	-0,1	7,1	5,8	-7,2	4,8	6,9	-1,8	-1,4
Tasas de crecimiento														
2007	10,4	4,0	35,1	-11,8	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008	0,5	-0,6	2,8	5,4	-11,0	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 IV	6,2	12,9	-13,9	23,1	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,3	16,4	12,8	7,5	-55,4
2010 I	6,9	12,7	-10,7	17,8	89,7	37,2	-29,4	2,7	13,6	-27,8	20,5	10,0	5,3	-41,2
2010 Feb	5,1	11,3	-12,9	18,1	100,9	32,4	-45,1	3,1	15,6	-28,4	19,7	10,8	5,8	-47,1
Mar	6,9	12,7	-10,7	17,8	89,7	37,2	-29,4	2,7	13,6	-27,8	20,5	10,0	5,3	-41,2
Abr	6,6	13,8	-12,8	21,0	68,0	33,7	-35,1	2,3	11,7	-26,8	20,5	9,0	3,5	-40,3
May ⁴⁾	5,8	12,3	-12,3	22,2	56,7	30,3	-37,5	2,1	10,3	-25,9	20,5	8,7	0,7	-40,0

C11 Depósitos totales por sector ²⁾

(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.

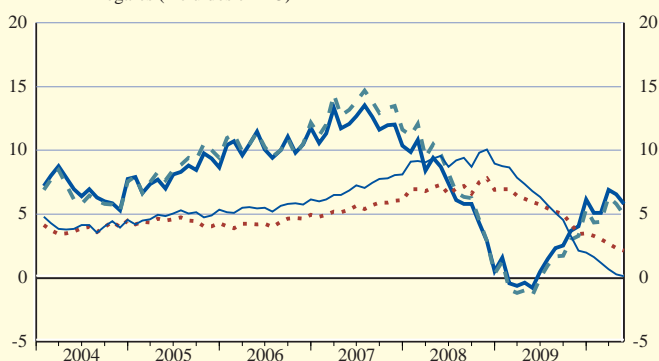
4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

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

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

(tasas de crecimiento interanual)

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



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

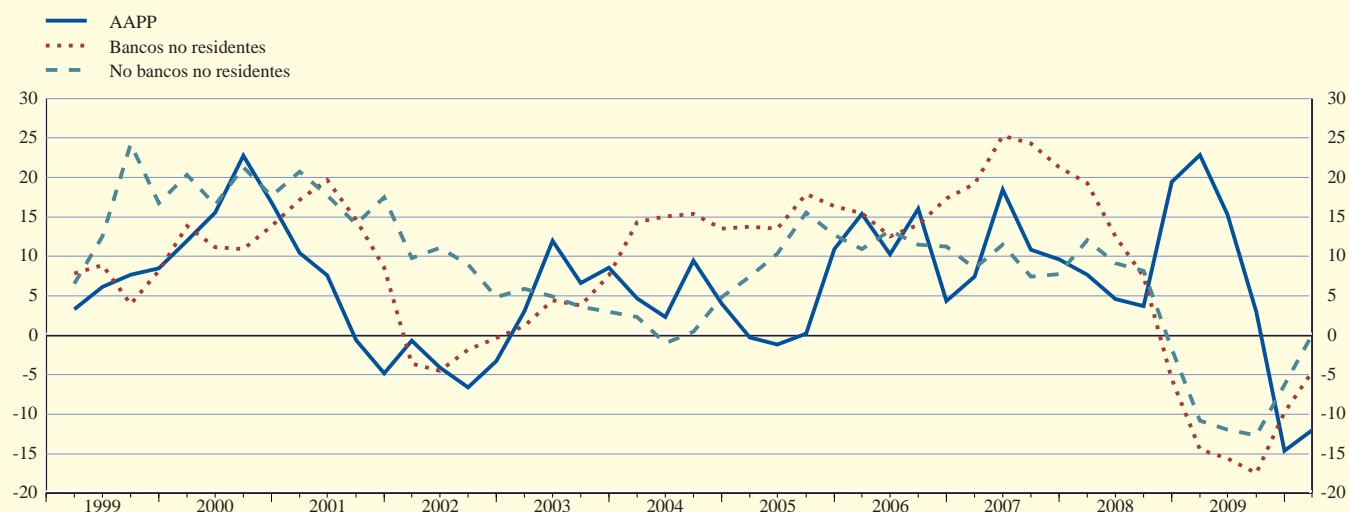
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

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

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

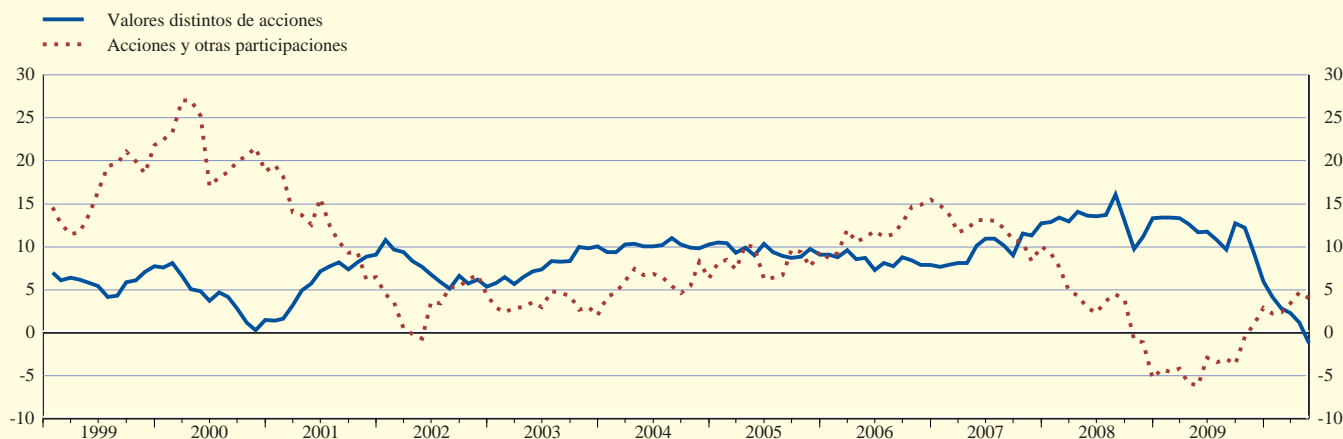
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones								Acciones y otras participaciones			
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2007	5.185,3	1.656,4	84,0	1.180,5	16,6	979,9	33,3	1.234,7	1.636,5	424,5	869,3	342,7
2008	5.857,6	1.884,9	92,4	1.226,6	19,3	1.355,6	51,2	1.227,5	1.473,3	421,7	774,4	277,2
2009 IV	6.209,6	1.971,7	109,2	1.467,9	16,1	1.457,3	39,4	1.148,0	1.515,9	434,7	800,2	281,0
2010 I	6.302,8	1.980,3	114,0	1.534,9	16,7	1.442,1	40,0	1.174,8	1.515,6	445,7	781,9	288,0
2010 Feb	6.275,5	1.964,1	109,6	1.507,4	16,3	1.456,8	40,6	1.180,7	1.516,0	442,6	790,1	283,2
Mar	6.302,8	1.980,3	114,0	1.534,9	16,7	1.442,1	40,0	1.174,8	1.515,6	445,7	781,9	288,0
Abr	6.309,9	1.966,2	114,1	1.544,2	17,0	1.449,7	40,3	1.178,3	1.560,1	456,8	813,8	289,5
May ^(p)	6.273,7	1.955,2	110,3	1.545,2	18,2	1.445,6	29,2	1.170,1	1.543,0	464,8	789,8	288,4
Operaciones												
2007	592,4	136,0	18,1	-86,2	1,5	318,3	9,5	195,2	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	696,1	214,4	5,9	38,3	1,9	389,7	19,0	26,9	-84,8	22,4	-56,5	-50,7
2009 IV	-97,7	-44,5	4,4	-17,8	-2,2	12,7	-7,3	-43,1	14,8	1,7	8,9	4,2
2010 I	47,4	7,1	-0,3	65,2	-0,3	-17,9	-2,1	-4,3	8,8	12,5	-13,0	9,3
2010 Feb	9,0	-14,3	-2,7	26,4	-3,1	3,8	-1,3	0,3	-15,0	-4,0	-12,1	1,1
Mar	23,8	16,4	3,7	28,8	0,4	-14,4	-1,2	-9,9	5,0	3,7	-5,9	7,2
Abr	-3,3	-12,8	-1,4	9,9	0,1	7,5	-0,2	-6,3	48,7	12,7	34,9	1,0
May ^(p)	-85,2	-9,7	-10,7	0,5	-0,3	-2,3	-13,7	-49,0	-8,6	10,1	-18,9	0,1
Tasas de crecimiento												
2007	12,7	8,7	25,4	-6,8	10,7	50,2	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008	13,4	12,8	8,1	3,2	9,9	39,9	57,2	2,2	-5,3	5,3	-6,7	-15,3
2009 IV	6,0	4,4	17,5	18,7	-16,0	7,6	-23,2	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,7
2010 I	2,3	-0,4	7,8	12,0	-19,1	3,0	-23,2	-4,1	3,4	7,3	0,6	5,5
2010 Feb	2,8	-0,7	5,4	13,5	-18,5	5,8	-24,8	-5,1	2,4	6,8	0,4	1,3
Mar	2,3	-0,4	7,8	12,0	-19,1	3,0	-23,2	-4,1	3,4	7,3	0,6	5,5
Abr	1,2	-2,6	9,7	11,3	-19,1	1,7	-23,1	-4,0	4,7	8,8	2,3	5,2
May ^(p)	-1,2	-4,3	-6,8	9,6	-17,2	0,6	-47,7	-8,2	4,0	10,0	0,3	5,4

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

(mm de euros)

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

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

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008	-17,8	-4,1	-9,1	-4,6	-6,6	-3,4	-3,2
2009	-35,4	-12,7	-12,5	-10,2	-6,8	-2,6	-4,2
2009 III	-7,0	-2,2	-2,1	-2,7	-1,0	-0,5	-0,5
IV	-15,2	-5,3	-6,3	-3,7	-2,1	-0,5	-1,6
2010 I	-11,4	-7,1	-4,0	-0,3	-1,0	-0,4	-0,6
2010 Ene	-4,2	-1,2	-1,1	-1,9	-0,5	-0,4	-0,2
Feb	-2,3	-0,5	-1,0	-0,8	-0,4	0,0	-0,4
Mar	-4,9	-5,4	-2,0	2,4	-0,1	0,0	-0,1
Abr	-4,6	-1,1	-2,4	-1,1	-0,1	-0,1	-0,1
May ^(p)	-5,2	-2,2	-1,6	-1,4	-0,5	-0,1	-0,3

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

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

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Depósitos

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

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

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

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

3. Préstamos

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

4. Valores distintos de acciones

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

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario)	Participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario	Activos no financieros	Otros activos (incluidos derivados financieros)
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2009 Oct	5.175,8	351,2	2.017,8	1.523,5	688,1	207,9	387,2
Nov	5.240,8	340,4	2.043,5	1.562,3	693,6	208,2	392,8
Dic	5.370,6	343,7	2.076,7	1.673,4	709,0	212,6	355,2
2010 Ene	5.453,5	353,3	2.120,1	1.650,3	726,7	215,5	387,7
Feb	5.527,4	355,6	2.146,3	1.670,2	741,5	216,8	397,0
Mar	5.779,1	350,5	2.209,7	1.802,9	767,0	233,7	415,4
Abr ^(p)	5.857,2	351,5	2.232,7	1.817,6	780,6	235,1	439,6
Operaciones							
2009 III	173,1	-9,0	69,9	112,6	9,1	2,7	-12,1
IV	87,2	-11,9	58,2	42,7	15,5	5,9	-23,2
2010 I	184,6	-3,3	65,9	30,5	29,9	17,8	43,8

2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Otros pasivos (incluidos derivados financieros)
	1	2	Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro	Mantenidas por no residentes en la zona del euro	7
	1	2	3	4	5	6
Saldos vivos						
2009 Oct	5.175,8	97,5	4.747,0	3.875,1	522,9	871,9
Nov	5.240,8	98,2	4.808,0	3.911,5	528,8	896,5
Dic	5.370,6	101,2	4.965,2	4.020,1	539,6	945,1
2010 Ene	5.453,5	101,1	5.014,7	4.042,9	546,7	971,8
Feb	5.527,4	101,0	5.077,1	4.082,1	559,3	995,0
Mar	5.779,1	113,1	5.293,0	4.221,8	582,6	1.071,2
Abr ^(p)	5.857,2	114,0	5.354,3	4.234,9	594,0	1.119,4
Operaciones						
2009 III	173,1	0,8	186,2	94,7	16,7	91,4
IV	87,2	4,0	107,7	77,1	15,3	30,6
2010 I	184,6	5,4	132,4	96,2	22,2	36,2

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
	1	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	10
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2009 Sep	4.739,2	1.531,5	1.344,6	1.164,8	227,8	77,4	393,1	4.671,3	67,9	1.253,0
Oct	4.747,0	1.547,8	1.323,7	1.178,3	232,3	78,8	386,2	4.679,3	67,7	1.246,2
Nov	4.808,0	1.561,5	1.350,4	1.194,1	234,9	78,8	388,3	4.740,5	67,5	1.223,7
Dic	4.965,2	1.577,6	1.451,1	1.215,6	240,3	84,4	396,1	4.893,8	71,4	1.201,6
2010 Ene	5.014,7	1.613,9	1.422,4	1.237,8	242,5	93,7	404,4	4.944,7	70,0	1.215,5
Feb	5.077,1	1.639,3	1.441,4	1.248,5	244,3	95,6	408,0	5.006,4	70,7	1.202,0
Mar	5.293,0	1.701,9	1.551,3	1.272,3	250,5	97,9	419,1	5.218,4	74,6	1.174,8
Abr ^(p)	5.354,3	1.727,1	1.569,1	1.286,6	249,3	99,7	422,4	5.279,7	74,6	1.182,5
Operaciones										
2009 Oct	36,6	14,1	5,7	16,3	2,6	1,1	-3,3	36,9	-0,2	-5,2
Nov	20,0	8,6	5,3	4,4	1,2	-0,5	1,0	20,0	-0,1	-18,6
Dic	51,1	4,9	18,8	15,4	7,0	2,7	2,2	47,3	3,7	-36,7
2010 Ene	60,9	20,2	10,6	11,2	7,9	7,3	3,8	60,2	0,8	3,0
Feb	21,8	13,3	4,1	3,0	1,1	0,2	0,0	21,6	0,1	-16,7
Mar	49,7	39,6	2,3	-5,6	1,2	3,6	8,6	48,3	1,4	-30,1
Abr ^(p)	28,6	15,0	-0,7	11,6	0,5	-0,1	2,2	28,9	-0,3	-2,2

Fuente: BCE.

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

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

(nm 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	8	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón
	1	2	3	4	5	6	7		9	10	11
	Saldos vivos										
2009 II	1.872,9	1.293,8	357,9	635,7	173,3	4,0	122,9	579,1	161,9	234,6	21,8
III	1.998,6	1.384,6	388,6	669,0	186,0	4,9	136,2	614,0	180,2	234,4	21,8
IV	2.076,7	1.413,3	387,7	689,1	186,8	5,5	144,3	663,3	198,8	252,0	15,9
2010 I ^(p)	2.209,7	1.463,1	392,5	710,1	199,5	5,9	155,1	746,6	211,4	290,2	15,3
	Operaciones										
2009 III	69,9	47,6	10,6	20,9	6,1	0,3	9,7	22,2	11,2	3,5	-1,0
IV	58,2	23,9	-2,9	19,0	0,2	0,5	7,1	34,3	15,9	13,3	-6,2
2010 I ^(p)	65,9	24,4	0,3	9,0	8,2	0,0	6,8	41,5	10,7	16,4	-1,6

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

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras		Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2009 II	1.251,3	565,6	69,5	-	28,7	16,8	450,4	685,8	110,8	210,9	59,7
III	1.544,6	701,4	97,2	-	35,8	24,8	543,4	843,2	127,0	265,1	61,8
IV	1.673,4	723,3	97,5	-	36,1	23,8	565,7	950,1	138,4	295,4	65,8
2010 I ^(p)	1.802,9	742,3	92,8	-	37,5	28,3	583,5	1.060,5	147,2	327,8	75,3
	Operaciones										
2009 III	112,6	34,6	7,5	-	4,1	2,3	20,6	78,0	2,4	34,0	1,4
IV	42,7	3,4	4,6	-	1,0	-0,7	-1,5	39,3	3,2	7,4	3,5
2010 I ^(p)	30,5	8,7	-0,1	-	0,6	1,8	6,4	21,8	0,2	1,8	0,9

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

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
	Total	IFM ²⁾	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras		Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2009 II	628,0	540,2	82,9	-	457,3	-	-	87,9	12,9	16,2	0,4
III	680,4	592,0	78,1	-	514,0	-	-	88,4	14,5	18,9	0,3
IV	709,0	614,1	74,4	-	539,6	-	-	95,0	15,7	19,0	0,3
2010 I ^(p)	767,0	654,1	71,5	-	582,6	-	-	112,9	18,2	33,5	0,5
	Operaciones										
2009 III	9,1	10,5	-6,2	-	16,7	-	-	-1,5	0,9	-0,3	0,0
IV	15,5	10,9	-4,4	-	15,3	-	-	4,6	0,9	-0,4	0,1
2010 I ^(p)	29,9	18,4	-3,7	-	22,2	-	-	11,5	1,3	12,2	0,2

Fuente: BCE.

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

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



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2009 IV						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						442,2
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.098,4	501,9	1.179,0	102,9	314,6	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	234,2					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.332,6					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	526,2	277,2	225,5	26,0	-2,5	
Remuneración de los asalariados	1.191,3	1.191,3				3,6
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	279,9				279,9	-14,6
Renta de la propiedad	629,8	212,2	91,6	303,8	22,1	97,2
Intereses	354,5	53,9	36,4	255,6	8,7	63,7
Otra renta de la propiedad	275,2	158,4	55,3	48,2	13,4	33,5
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.991,6	1.646,1	83,6	22,2	239,7	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	294,2				294,2	0,8
Cotizaciones sociales	448,9	1,3	16,9	48,5	382,2	1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	469,1	469,1				2,8
Otras transferencias corrientes	177,4	97,0	11,7	46,4	22,2	40,2
Primas netas de seguros no vida	45,3			45,3		1,1
Indemnizaciones de seguros no vida	44,4	34,2	9,2	0,7	0,3	1,4
Otras	87,7	62,9	2,5	0,4	21,9	37,7
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.959,2	1.443,6	26,8	29,0	459,8	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	14,8	14,8				0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	94,0	137,1	26,6	14,4	-84,1	-7,0
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	351,2	96,8	196,9	11,4	46,1	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	64,2	14,0	32,3	2,9	15,1	2,0
Impuestos sobre el capital	10,9				10,9	0,0
Otras transferencias de capital	53,3	14,0	32,3	2,9	4,1	2,0
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Discrepancia 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
2009 IV								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		17.858,5	15.622,3	32.292,6	12.592,4	6.270,2	3.434,4	15.134,1
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				285,9				
Efectivo y depósitos		6.305,3	1.732,0	9.325,4	1.988,5	845,7	707,7	3.700,9
Valores distintos de acciones, corto plazo		34,3	134,5	632,4	318,3	360,4	24,6	874,5
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.445,0	176,8	6.408,4	2.006,3	2.045,7	372,8	3.137,6
Préstamos		75,4	2.917,0	12.705,3	3.034,2	419,3	469,8	1.740,6
de los cuales: a largo plazo		58,0	1.614,3	9.776,9	2.526,4	312,1	360,1	.
Acciones y otras participaciones		4.144,0	7.146,8	2.050,7	4.996,7	2.147,3	1.265,6	5.137,5
Acciones cotizadas		720,2	1.212,4	522,9	1.716,2	409,7	295,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.047,0	5.550,1	1.179,4	2.631,3	437,7	824,2	.
Participaciones en fondos de inversión		1.376,7	384,3	348,4	649,2	1.299,8	146,2	.
Reservas técnicas de seguro		5.383,6	145,0	1,9	0,0	191,3	3,2	140,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		471,0	3.370,3	882,5	248,4	260,6	590,6	402,5
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		161,6	154,0	28,5	196,7	78,9	-46,2	91,1
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				1,0				-1,0
Efectivo y depósitos		111,9	54,4	62,4	-29,1	-1,5	-51,2	-97,1
Valores distintos de acciones, corto plazo		-21,9	3,7	-20,4	-10,6	21,5	7,2	-20,7
Valores distintos de acciones, largo plazo		-17,0	17,3	-55,5	85,6	10,5	-19,4	68,9
Préstamos		-0,3	24,8	-8,3	1,6	0,0	-15,0	24,0
de los cuales: a largo plazo		-0,5	9,1	65,8	4,1	3,5	3,1	.
Acciones y otras participaciones		0,0	-27,3	-18,3	138,9	48,6	3,2	110,9
Acciones cotizadas		-6,9	-18,3	13,6	69,0	-1,3	3,8	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,7	8,3	-3,9	56,2	1,1	-4,0	.
Participaciones en fondos de inversión		0,3	-17,2	-28,1	13,7	48,9	3,4	.
Reservas técnicas de seguro		73,5	-0,4	0,1	0,0	0,8	0,0	6,6
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		15,5	81,4	67,6	10,3	-1,1	28,8	-0,6
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		53,5	233,9	42,1	39,0	71,6	27,1	115,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				30,0				
Efectivo y depósitos		0,6	-2,0	35,9	12,3	2,6	-0,9	30,0
Valores distintos de acciones, corto plazo		-0,9	-0,3	3,0	-6,7	6,2	0,0	-12,9
Valores distintos de acciones, largo plazo		2,1	12,9	-16,6	15,3	29,2	-2,4	-0,5
Préstamos		0,0	-0,5	-0,7	-12,3	-0,8	-1,5	4,6
de los cuales: a largo plazo		0,0	-5,3	-13,9	-13,5	-0,8	4,7	.
Acciones y otras participaciones		30,3	261,8	-6,7	21,8	34,7	12,7	74,6
Acciones cotizadas		18,1	115,9	-23,1	20,3	8,3	-11,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0,4	142,5	3,8	-13,5	-0,2	26,2	.
Participaciones en fondos de inversión		11,9	3,4	12,6	14,9	26,6	-2,4	.
Reservas técnicas de seguro		21,5	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	5,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-0,2	-38,1	-2,8	8,6	-0,3	19,3	14,6
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		18.073,6	16.010,2	32.363,2	12.828,2	6.420,6	3.415,3	15.341,7
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				316,9				
Efectivo y depósitos		6.417,9	1.784,4	9.423,6	1.971,8	846,7	655,7	3.633,8
Valores distintos de acciones, corto plazo		11,5	137,9	615,0	301,0	388,2	31,8	841,0
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.430,1	207,0	6.336,3	2.107,2	2.085,4	351,0	3.206,0
Préstamos		75,0	2.941,3	12.696,4	3.023,5	418,5	453,4	1.769,2
de los cuales: a largo plazo		57,4	1.618,2	9.828,7	2.517,0	314,9	367,9	.
Acciones y otras participaciones		4.174,3	7.381,3	2.025,7	5.157,3	2.230,6	1.281,5	5.323,0
Acciones cotizadas		731,3	1.310,0	513,5	1.805,5	416,7	287,8	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.054,1	5.700,8	1.179,4	2.674,0	438,7	846,5	.
Participaciones en fondos de inversión		1.388,9	370,5	332,9	677,8	1.375,3	147,1	.
Reservas técnicas de seguro		5.478,6	144,7	2,0	0,0	192,1	3,2	152,2
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		486,3	3.413,5	947,4	267,3	259,2	638,8	416,6
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Adminis- traciones Públicas	Resto del mundo
2009 IV								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		6.431,3	24.377,8	31.527,4	12.565,9	6.419,4	8.158,4	13.438,4
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			29,5	21.916,5	27,2	0,0	223,4	2.409,0
Valores distintos de acciones, corto plazo			326,2	680,2	63,5	9,2	1.051,0	248,8
Valores distintos de acciones, largo plazo			490,7	4.599,3	2.564,9	39,4	5.129,0	2.769,3
Préstamos		5.762,9	8.308,5		2.780,9	256,6	1.345,8	2.907,0
de los cuales: a largo plazo		5.403,6	5.892,6		1.796,3	99,5	1.132,5	.
Acciones y otras participaciones			11.849,0	3.008,5	6.905,8	489,2	5,4	4.624,0
Acciones cotizadas			3.299,0	595,0	189,7	176,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,6	8.549,9	1.160,7	2.157,7	312,3	5,4	.
Participaciones en fondos de inversión				1.252,7	4.558,4			.
Reservas técnicas de seguro		33,9	332,2	67,3	0,8	5.430,7	0,4	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		627,9	3.041,6	1.255,6	222,7	194,4	403,5	480,3
Patrimonio financiero neto ¹⁾	-1.409,7	11.427,3	-8.755,5	765,2	26,6	-149,3	-4.724,0	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		62,2	109,9	48,7	180,9	60,2	101,0	101,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			-0,1	35,6	-3,4	0,0	10,7	7,1
Valores distintos de acciones, corto plazo			-12,6	5,2	9,8	-0,7	-44,0	1,2
Valores distintos de acciones, largo plazo			22,0	-39,8	30,1	0,7	71,0	6,4
Préstamos		45,4	19,4		-10,8	-18,5	4,2	-12,9
de los cuales: a largo plazo		45,6	38,6		-2,3	-2,4	32,8	.
Acciones y otras participaciones			30,5	-30,3	143,7	3,0	1,6	107,6
Acciones cotizadas			9,5	14,5	8,7	2,7	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0,0	21,0	15,7	38,3	0,2	1,6	.
Participaciones en fondos de inversión				-60,5	96,7			.
Reservas técnicas de seguro		0,1	0,1	1,8	0,0	78,7	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		16,7	50,7	76,2	11,5	-3,0	57,5	-7,8
Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾	10,5	99,3	44,1	-20,2	15,8	18,7	-147,2	-10,5
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		1,4	261,3	19,9	101,4	27,7	-40,4	181,4
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	58,1	0,0	0,0	0,0	20,2
Valores distintos de acciones, corto plazo			-9,5	2,4	-1,4	1,1	1,1	-5,1
Valores distintos de acciones, largo plazo			4,3	14,8	14,7	0,5	-33,3	39,0
Préstamos		-3,5	-15,1		14,6	-1,7	-0,2	-5,3
de los cuales: a largo plazo		-2,2	-3,1		5,0	-1,2	-0,1	.
Acciones y otras participaciones			283,6	-42,7	88,7	-3,9	-0,6	104,0
Acciones cotizadas			121,1	-36,2	-6,3	-6,9	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0,1	162,5	-15,6	-8,3	3,0	-0,6	.
Participaciones en fondos de inversión				9,1	103,3			.
Reservas técnicas de seguro		0,2	0,0	0,0	0,0	26,7	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		4,6	-1,9	-12,6	-15,1	5,2	-7,5	28,5
Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾	95,8	52,1	-27,4	22,2	-62,4	43,8	67,6	-65,8
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		6.494,9	24.749,0	31.596,0	12.848,2	6.507,3	8.219,0	13.721,4
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			29,4	22.010,3	23,8	0,0	234,0	2.436,3
Valores distintos de acciones, corto plazo			304,1	687,7	71,9	9,6	1.008,1	244,9
Valores distintos de acciones, largo plazo			517,0	4.574,3	2.609,8	40,6	5.166,7	2.814,7
Préstamos		5.804,8	8.312,8		2.784,7	236,3	1.349,9	2.888,8
de los cuales: a largo plazo		5.447,0	5.928,1		1.799,0	95,8	1.165,2	.
Acciones y otras participaciones			12.163,0	2.935,4	7.138,2	488,3	6,4	4.835,7
Acciones cotizadas			3.429,7	573,4	192,1	171,9	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,7	8.733,4	1.160,8	2.187,7	315,5	6,4	.
Participaciones en fondos de inversión				1.201,3	4.758,3			.
Reservas técnicas de seguro		34,1	332,3	69,1	0,8	5.536,0	0,4	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		649,3	3.090,4	1.319,2	219,1	196,6	453,5	501,0
Patrimonio financiero neto ¹⁾	-1.303,4	11.578,7	-8.738,9	767,2	-20,0	-86,7	-4.803,7	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.3 Hogares

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

	2005	2006	2007	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.914,1	4.076,5	4.264,9	4.442,1	4.447,7	4.445,4	4.436,6	4.427,4
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.338,9	1.415,3	1.499,4	1.550,8	1.543,7	1.531,4	1.520,4	1.515,9
Intereses, recursos (+)	225,4	261,6	304,9	336,6	321,9	296,2	263,5	235,4
Intereses, empleos (-)	130,5	163,4	209,1	233,7	217,4	192,6	164,0	139,8
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	702,7	747,7	790,2	795,4	787,3	762,1	745,1	736,3
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,5	9,8	10,0	10,1	10,2	10,3	10,3	10,2
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	741,7	794,3	851,7	892,3	890,3	877,8	871,8	860,8
Cotizaciones sociales netas (-)	1.474,0	1.535,7	1.591,0	1.656,5	1.664,0	1.663,7	1.665,9	1.667,2
Prestaciones sociales netas (+)	1.492,6	1.539,9	1.584,3	1.651,7	1.676,0	1.707,5	1.738,7	1.767,8
Transferencias corrientes netas (+)	66,4	66,7	69,4	72,1	73,6	76,7	79,8	82,1
= Renta disponible bruta	5.384,4	5.604,3	5.851,5	6.056,1	6.068,3	6.074,9	6.072,1	6.086,9
Gasto en consumo final (-)	4.690,6	4.897,9	5.088,5	5.267,0	5.249,0	5.225,1	5.198,6	5.197,8
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	60,6	62,7	59,8	64,6	64,3	62,7	60,6	59,2
= Ahorro bruto	754,4	769,2	822,8	853,7	883,6	912,4	934,0	948,3
Consumo de capital fijo (-)	326,0	345,2	366,0	384,1	386,5	388,2	389,4	389,8
Transferencias de capital netas (+)	24,0	18,7	12,0	13,5	13,1	14,3	15,7	10,9
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	565,8	523,4	62,3	-1.689,2	-1.330,9	-722,3	56,9	524,0
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	1.018,1	966,1	531,1	-1.206,1	-820,7	-183,8	617,2	1.093,4
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	552,6	605,3	644,7	642,3	623,0	598,2	575,1	557,2
Consumo de capital fijo (-)	326,0	345,2	366,0	384,1	386,5	388,2	389,4	389,8
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	205,4	308,1	423,2	427,4	381,2	290,4	194,7	33,6
Efectivo y depósitos	246,8	284,1	349,8	439,0	398,4	335,6	256,3	121,8
Participaciones en fondos del mercado monetario	-21,4	1,4	38,3	-13,1	1,8	-17,1	-22,0	-43,1
Valores distintos de acciones ²⁾	-20,0	22,6	35,1	1,5	-19,0	-28,0	-39,5	-45,1
Activos a largo plazo	412,8	336,8	153,0	39,4	72,8	171,7	302,9	449,7
Depósitos	-7,6	1,9	-31,1	-27,4	-13,7	15,7	55,1	88,1
Valores distintos de acciones	-2,6	56,1	45,4	56,2	43,2	25,6	27,4	14,8
Acciones y otras participaciones	130,2	-19,4	-83,4	-115,9	-90,2	-33,5	28,1	96,1
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	63,2	-4,5	-4,5	12,1	25,2	39,0	47,5	42,7
Participaciones en fondos de inversión	67,0	-14,9	-78,8	-128,0	-115,4	-72,5	-19,4	53,4
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	292,7	298,2	222,2	126,6	133,5	163,8	192,3	250,7
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	398,9	395,2	356,9	206,1	154,8	126,0	98,5	98,3
de los cuales: de IFM de la zona del euro	358,5	349,0	283,7	82,8	20,1	10,3	-15,8	63,1
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	473,3	468,3	55,6	-1.407,7	-1.069,6	-628,3	-61,1	335,5
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	109,5	46,7	25,1	-252,6	-201,2	-99,6	55,5	152,9
Otros flujos netos (+)	-10,5	-58,6	-47,7	-64,7	-85,7	-2,0	38,0	52,6
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	1.018,1	966,1	531,1	-1.206,1	-820,7	-183,8	617,2	1.093,4
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.478,6	4.744,5	5.199,8	5.698,3	5.772,1	5.787,1	5.745,9	5.731,7
Efectivo y depósitos	4.173,7	4.453,9	4.842,8	5.314,4	5.375,7	5.431,0	5.397,6	5.468,3
Participaciones en fondos del mercado monetario	291,2	252,7	289,4	317,2	342,3	310,9	307,6	243,6
Valores distintos de acciones ²⁾	13,6	37,9	67,6	66,7	54,0	45,2	40,7	19,8
Activos a largo plazo	11.075,6	11.988,0	12.168,2	10.452,6	10.184,5	10.638,6	11.225,5	11.439,1
Depósitos	998,8	1.009,8	943,4	883,7	859,4	878,4	907,7	949,5
Valores distintos de acciones	1.238,8	1.306,6	1.332,1	1.366,7	1.337,7	1.372,7	1.438,6	1.421,7
Acciones y otras participaciones	4.570,6	5.059,3	5.033,1	3.468,6	3.243,7	3.507,9	3.836,4	3.930,7
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.234,3	3.641,6	3.674,1	2.488,1	2.309,3	2.497,0	2.767,2	2.785,4
Participaciones en fondos de inversión	1.336,2	1.417,7	1.359,1	980,5	934,4	1.010,9	1.069,2	1.145,3
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.267,4	4.612,3	4.859,6	4.733,6	4.743,8	4.879,6	5.042,8	5.137,1
Otros activos netos (+)	270,8	241,9	211,7	228,5	211,1	238,3	218,7	212,6
Pasivos (-)								
Préstamos	4.766,1	5.165,6	5.510,9	5.708,0	5.701,9	5.739,4	5.762,9	5.804,8
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.201,0	4.553,1	4.825,5	4.901,1	4.878,7	4.899,0	4.916,2	4.956,0
= Riqueza financiera neta	11.058,9	11.808,8	12.068,8	10.671,4	10.465,8	10.924,5	11.427,3	11.578,7

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Excluidas las variaciones del patrimonio neto como consecuencia de las variaciones de los activos no financieros, como, por ejemplo, por revalorización de los inmuebles residenciales.

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

3.4 Sociedades no financieras

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

	2005	2006	2007	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.163,1	4.369,3	4.620,3	4.750,3	4.693,1	4.612,1	4.556,3	4.528,4
Remuneración de los asalariados (-)	2.471,3	2.583,9	2.713,6	2.831,9	2.828,1	2.818,6	2.802,5	2.787,2
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	72,8	75,4	80,3	76,1	74,0	68,9	64,2	59,1
= Excedente bruto de explotación (+)	1.619,0	1.710,0	1.826,4	1.842,2	1.791,0	1.724,6	1.689,6	1.682,1
Consumo de capital fijo (-)	670,5	701,9	738,6	774,2	780,2	783,6	786,2	788,6
= Excedente neto de explotación (+)	948,4	1.008,1	1.087,8	1.068,1	1.010,8	941,0	903,4	893,5
Renta de la propiedad, recursos (+)	433,8	506,0	574,0	594,1	570,8	536,6	507,7	478,6
Intereses, recursos	141,3	169,7	198,9	223,8	211,8	194,9	174,3	157,0
Otra renta de la propiedad, recursos	292,5	336,3	375,1	370,3	358,9	341,6	333,4	321,7
Intereses y otras rentas, empleos (-)	236,1	284,0	345,7	400,1	381,4	350,5	310,7	274,2
= Renta empresarial neta (+)	1.146,1	1.230,1	1.316,1	1.262,1	1.200,2	1.127,0	1.100,5	1.097,9
Renta distribuida (-)	857,5	926,2	987,4	1.030,3	1.018,2	976,1	941,3	917,2
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	149,1	189,8	211,9	193,5	186,5	165,8	144,8	131,6
Cotizaciones sociales, recursos (+)	72,8	74,9	63,7	66,0	65,6	65,6	65,5	65,6
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,7	60,6	62,0	63,5	63,7	64,0	64,3	64,4
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	61,4	65,8	56,6	58,9	58,3	58,5	59,5	60,4
= Ahorro neto	90,1	62,5	62,0	-18,2	-60,9	-71,8	-43,9	-10,1
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	253,0	311,7	363,9	354,3	298,2	212,9	149,8	95,4
Formación bruta de capital fijo (+)	915,9	989,9	1.077,1	1.095,1	1.059,7	1.006,9	967,6	942,2
Consumo de capital fijo (-)	670,5	701,9	738,6	774,2	780,2	783,6	786,2	788,6
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	7,7	23,8	25,4	33,4	18,7	-10,3	-31,6	-58,2
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	128,5	159,8	168,4	61,7	3,7	35,0	81,0	114,5
Efectivo y depósitos	113,8	146,1	154,4	13,7	-6,4	10,2	37,7	90,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	7,4	2,3	-19,2	28,7	29,1	36,4	41,9	42,6
Valores distintos de acciones ¹⁾	7,4	11,5	33,2	19,3	-19,0	-11,5	1,3	-18,1
Activos a largo plazo	390,4	517,6	736,0	663,1	685,5	561,3	413,4	207,2
Depósitos	31,8	24,0	-25,6	22,6	36,5	39,7	11,9	-2,1
Valores distintos de acciones	-34,4	14,0	-32,4	-71,5	-3,0	17,2	-6,4	-6,2
Acciones y otras participaciones	234,2	285,4	446,9	365,7	376,1	340,8	283,7	137,5
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	158,8	194,3	347,2	346,2	275,9	163,6	124,2	78,1
Otros activos netos (+)	87,8	117,4	110,1	53,2	-102,6	-75,8	-76,6	-54,4
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	432,7	732,4	843,0	760,7	575,7	405,7	230,4	82,5
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	276,7	449,0	544,2	392,6	252,0	98,2	-35,0	-151,4
de la cual: valores distintos de acciones	14,0	40,0	33,5	62,6	67,5	79,2	92,2	76,9
Acciones y otras participaciones	275,9	238,8	404,7	311,1	287,6	317,3	297,5	206,2
Acciones cotizadas	101,7	38,1	70,4	2,5	13,2	47,1	57,9	58,6
Acciones no cotizadas y otras participaciones	174,2	200,7	334,2	308,5	274,4	270,2	239,5	147,6
Transferencias netas de capital, recursos (-)	60,6	72,3	69,8	76,3	78,8	77,4	78,3	81,0
= Ahorro neto	90,1	62,5	62,0	-18,2	-60,9	-71,8	-43,9	-10,1
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.509,3	1.675,1	1.827,7	1.889,0	1.876,5	1.908,3	1.957,9	1.999,2
Efectivo y depósitos	1.229,6	1.367,3	1.507,7	1.537,6	1.510,0	1.551,2	1.579,5	1.634,1
Participaciones en fondos del mercado monetario	173,4	181,4	157,4	182,2	208,1	213,6	220,4	206,5
Valores distintos de acciones ¹⁾	106,3	126,4	162,6	169,2	158,4	143,6	158,0	158,6
Activos a largo plazo	8.809,7	10.197,0	11.102,2	9.365,6	9.098,1	9.494,4	10.149,1	10.452,8
Depósitos	107,9	151,8	156,0	173,6	173,9	162,4	152,6	150,3
Valores distintos de acciones	282,4	296,9	262,7	177,5	181,9	157,7	153,2	186,3
Acciones y otras participaciones	6.432,5	7.564,1	8.178,4	6.160,1	5.838,3	6.280,5	6.926,4	7.174,9
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	1.986,9	2.184,1	2.505,2	2.854,4	2.904,0	2.893,9	2.917,0	2.941,3
Otros activos netos (+)	335,8	352,9	385,2	461,1	448,8	479,6	503,2	497,2
Pasivos								
Deuda	7.195,5	7.892,8	8.633,5	9.381,1	9.414,3	9.450,5	9.457,7	9.466,3
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	3.524,3	3.981,9	4.507,1	4.895,6	4.859,3	4.825,9	4.759,4	4.708,9
de la cual: valores distintos de acciones	667,1	686,4	684,1	739,6	736,6	771,2	816,9	821,1
Acciones y otras participaciones	11.206,7	13.218,6	14.408,5	10.616,8	9.955,0	10.688,9	11.849,0	12.163,0
Acciones cotizadas	3.721,5	4.533,5	5.023,9	2.850,0	2.483,7	2.827,6	3.299,0	3.429,7
Acciones no cotizadas y otras participaciones	7.485,1	8.685,0	9.384,6	7.766,9	7.471,3	7.861,3	8.549,9	8.733,4

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	2005	2006	2007	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	22,9	64,4	69,2	116,5	69,7	54,6	41,8	22,6
Efectivo y depósitos	7,2	11,0	6,5	57,0	18,4	11,8	-0,7	-33,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	-0,9	3,4	2,8	20,7	18,6	12,1	7,0	9,0
Valores distintos de acciones ¹⁾	16,6	49,9	59,9	38,8	32,7	30,6	35,5	46,7
Activos a largo plazo	290,8	293,7	169,9	67,8	49,7	81,6	112,1	178,4
Depósitos	16,7	68,4	48,8	-4,7	8,0	9,1	17,2	15,2
Valores distintos de acciones	132,9	111,5	48,8	33,5	52,8	7,6	12,8	49,1
Préstamos	-0,5	-1,3	-15,6	21,8	-2,1	10,3	7,9	5,3
Acciones cotizadas	31,3	-2,5	-0,4	-15,2	-20,2	-22,7	-96,9	-84,0
Acciones no cotizadas y otras participaciones	19,0	29,5	22,0	23,3	16,1	11,1	2,4	-5,8
Participaciones en fondos de inversión	91,5	88,2	66,4	9,2	-4,9	66,3	168,8	198,6
Otros activos netos (+)	-0,7	9,6	-11,5	19,6	8,3	31,2	30,4	32,6
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	-0,4	5,7	3,0	11,7	13,8	9,9	10,0	0,8
Préstamos	12,8	44,9	-5,3	24,3	-2,3	12,3	5,9	-28,3
Acciones y otras participaciones	10,5	9,2	1,7	0,1	1,5	2,3	4,4	4,3
Reservas técnicas de seguro	340,4	307,5	242,3	133,1	117,8	147,8	174,0	258,9
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	296,4	301,0	239,1	129,5	122,5	151,7	178,4	250,1
Reservas para primas y para siniestros	44,0	6,5	3,2	3,6	-4,6	-3,9	-4,4	8,8
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-50,3	0,5	-14,2	34,6	-3,1	-4,9	-10,0	-2,2
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	197,7	178,8	17,6	-564,7	-433,5	-280,2	-57,6	176,3
Otros activos netos	60,9	-39,8	-39,7	35,8	30,0	51,5	95,4	91,2
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	123,0	41,4	-33,3	-179,1	-187,8	-123,2	-53,4	14,2
Reservas técnicas de seguro	144,7	55,1	27,6	-248,8	-203,9	-97,6	65,9	163,2
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	153,8	51,3	27,7	-249,3	-197,9	-93,9	65,5	166,3
Reservas para primas y para siniestros	-9,1	3,8	-0,1	0,5	-6,0	-3,7	0,3	-3,1
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	-9,2	42,5	-16,5	-101,0	-11,9	-7,9	25,4	90,1
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	430,4	503,0	566,2	688,4	709,9	709,1	695,7	720,2
Efectivo y depósitos	146,6	157,1	163,6	224,5	213,2	196,1	190,3	195,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	74,3	80,1	80,7	98,8	112,3	104,2	103,2	99,1
Valores distintos de acciones ¹⁾	209,5	265,8	321,9	365,2	384,4	408,8	402,2	425,9
Activos a largo plazo	4.715,6	5.125,4	5.273,9	4.796,8	4.749,6	4.909,8	5.122,6	5.249,1
Depósitos	519,8	589,8	638,8	636,1	649,4	651,6	655,4	651,5
Valores distintos de acciones	1.801,1	1.853,9	1.859,5	1.909,3	1.948,1	1.928,2	2.003,9	2.047,6
Préstamos	411,4	406,9	393,1	413,8	414,6	419,5	419,3	418,5
Acciones cotizadas	634,5	718,1	713,2	417,1	374,9	436,9	409,7	416,7
Acciones no cotizadas y otras participaciones	414,4	487,8	527,2	445,4	417,2	416,1	437,7	438,7
Participaciones en fondos de inversión	934,4	1.068,9	1.142,2	975,1	945,5	1.057,4	1.196,6	1.276,1
Otros activos netos (+)	182,6	212,6	193,1	235,5	236,6	250,7	257,5	254,8
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	21,3	35,9	29,3	46,0	44,9	44,8	48,7	50,2
Préstamos	201,1	242,8	233,9	265,7	268,4	268,2	256,6	236,3
Acciones y otras participaciones	629,8	680,3	648,7	469,8	410,3	436,3	489,2	488,3
Reservas técnicas de seguro	4.597,0	4.959,6	5.229,5	5.113,8	5.116,7	5.260,4	5.430,7	5.536,0
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.910,9	4.263,2	4.530,0	4.410,2	4.417,1	4.557,4	4.724,2	4.826,6
Reservas para primas y para siniestros	686,1	696,3	699,5	703,6	699,6	703,0	706,5	709,4
= Riqueza financiera neta	-120,6	-77,6	-108,3	-174,6	-144,3	-140,1	-149,3	-86,7

Fuente: BCE.

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

MERCADOS FINANCIEROS

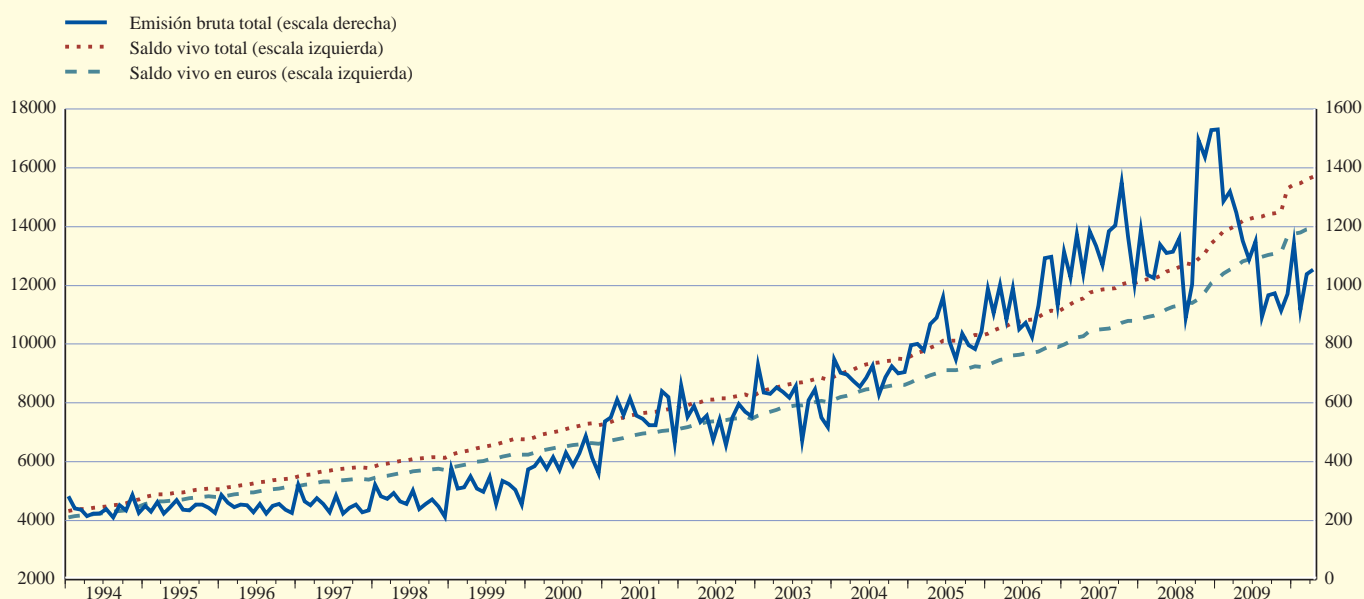
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
				En euros			En todas las monedas					
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
												Emisiones netas ¹¹	Tasas crec. de 6 meses ^{12}
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Total											
2009 Abr	14.840,8	1.233,9	79,6	12.640,1	1.167,6	102,8	14.048,0	1.248,1	107,1	11,9	89,9	14,2
May	15.050,0	1.160,1	208,7	12.815,5	1.070,8	174,8	14.191,2	1.151,3	176,9	11,9	116,5	12,7
Jun	15.141,4	1.090,0	90,4	12.877,1	1.007,8	60,4	14.262,6	1.088,0	74,7	11,7	92,9	10,5
Jul	15.173,1	1.124,2	32,3	12.933,0	1.069,5	56,5	14.330,3	1.148,7	69,0	11,6	104,2	10,4
Ago	15.224,2	883,1	50,0	12.965,2	827,3	31,2	14.351,6	893,4	24,1	10,8	63,7	8,9
Sep	15.329,6	965,6	106,1	13.043,7	882,4	79,2	14.420,9	966,2	84,7	11,8	149,9	9,1
Oct	15.331,1	951,3	1,7	13.073,9	901,7	30,4	14.456,5	973,1	38,5	10,9	10,6	7,8
Nov	15.383,3	889,8	51,4	13.128,3	847,6	53,6	14.515,9	913,4	64,3	9,6	39,3	6,6
Dic	15.921,3	937,7	-47,6	13.668,2	884,2	-45,8	15.301,3	971,6	-49,5	8,1	22,4	5,3
2010 Ene	16.005,1	1.089,9	82,5	13.754,3	1.027,3	84,8	15.434,0	1.143,7	105,1	7,7	80,8	4,9
Feb	16.042,2	870,8	39,0	13.793,0	822,0	40,6	15.480,8	916,5	34,7	6,3	-17,6	3,7
Mar	16.197,7	1.031,0	154,0	13.906,5	927,1	111,9	15.608,0	1.039,1	120,4	6,0	111,2	3,1
Abr	.	.	.	13.962,1	943,7	54,0	15.695,7	1.052,9	74,9	5,7	60,3	3,7
	A largo plazo											
2009 Abr	13.230,8	292,6	78,8	11.142,5	257,8	71,2	12.350,5	276,6	72,4	10,1	69,8	13,5
May	13.435,1	339,3	204,9	11.313,7	281,4	172,0	12.501,7	301,9	179,4	10,4	116,1	12,9
Jun	13.556,9	314,2	119,7	11.423,6	275,6	107,4	12.633,6	309,5	130,2	10,6	102,5	11,7
Jul	13.584,0	269,2	27,3	11.457,3	247,8	33,9	12.677,2	272,7	44,1	10,6	87,1	11,0
Ago	13.644,3	131,5	59,9	11.502,4	108,9	44,8	12.719,7	121,8	48,8	10,3	98,6	10,3
Sep	13.716,4	223,7	71,7	11.576,8	197,1	74,0	12.782,0	222,6	75,3	11,3	124,4	10,0
Oct	13.782,6	245,1	64,2	11.639,0	216,7	60,1	12.845,3	236,1	66,7	11,6	61,5	9,8
Nov	13.866,1	200,9	81,5	11.718,4	180,1	77,3	12.922,1	195,3	81,7	10,7	46,9	8,6
Dic	14.387,1	170,5	-19,8	12.249,2	155,0	-10,0	13.676,6	167,0	-19,9	9,1	-23,2	6,2
2010 Ene	14.468,0	309,3	81,1	12.323,5	277,8	74,4	13.793,3	315,5	92,7	9,0	138,9	6,8
Feb	14.523,2	211,4	57,4	12.385,3	192,9	63,9	13.865,0	210,8	60,1	7,9	18,2	5,5
Mar	14.669,7	308,8	145,1	12.506,7	248,8	120,1	13.997,0	280,2	126,9	7,7	132,9	5,4
Abr	.	.	.	12.559,9	219,1	50,3	14.079,7	250,5	69,1	7,6	66,5	5,4

C15 Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro

(mm de euros)



Fuentes: BCE y BPI (en el caso de emisiones realizadas por no residentes en la zona del euro).

1) Emisión total de valores distintos de acciones denominados en euros realizadas por residentes y no residentes en la zona del euro.

2) Para más detalles sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Total											
2008	13.428	5.272	2.170	709	4.938	340	1.177	817	75	100	162	24
2009	15.301	5.379	3.225	814	5.510	373	1.124	738	58	85	221	22
2009 II	14.263	5.438	2.355	769	5.349	351	1.162	750	62	90	241	20
III	14.421	5.432	2.379	799	5.452	358	1.003	652	43	84	212	12
IV	15.301	5.379	3.225	814	5.510	373	953	628	49	73	182	20
2010 I	15.608	5.471	3.239	854	5.656	389	1.033	653	57	73	230	20
2010 Ene	15.434	5.434	3.260	823	5.549	368	1.144	722	80	69	259	14
Feb	15.481	5.418	3.234	841	5.612	375	916	574	35	71	215	22
Mar	15.608	5.471	3.239	854	5.656	389	1.039	663	56	80	215	25
Abr	15.696	5.495	3.254	867	5.686	394	1.053	672	56	83	219	23
	A corto plazo											
2008	1.595	822	66	116	566	25	961	722	27	92	101	19
2009	1.625	733	75	71	725	21	874	639	14	68	137	15
2009 II	1.629	785	44	86	699	16	866	631	14	69	139	13
III	1.639	751	35	83	752	19	797	569	10	71	139	8
IV	1.625	733	75	71	725	21	753	550	14	60	116	13
2010 I	1.611	747	63	77	708	17	764	547	24	60	123	10
2010 Ene	1.641	737	75	74	741	13	828	598	20	61	144	6
Feb	1.616	734	65	77	723	16	706	499	25	54	115	12
Mar	1.611	747	63	77	708	17	759	545	26	66	111	12
Abr	1.616	754	66	78	699	19	802	571	25	68	121	16
	A largo plazo ²⁾											
2008	11.834	4.450	2.104	593	4.371	316	216	95	48	8	61	4
2009	13.677	4.646	3.151	743	4.784	353	250	99	44	16	84	6
2009 II	12.634	4.653	2.311	684	4.650	335	296	119	48	21	102	7
III	12.782	4.681	2.344	717	4.701	339	206	83	33	14	72	4
IV	13.677	4.646	3.151	743	4.784	353	199	79	35	13	66	6
2010 I	13.997	4.724	3.176	777	4.948	371	269	106	33	13	107	10
2010 Ene	13.793	4.696	3.185	749	4.808	355	316	124	60	8	115	8
Feb	13.865	4.684	3.170	764	4.890	358	211	75	10	17	100	10
Mar	13.997	4.724	3.176	777	4.948	371	280	118	30	14	104	13
Abr	14.080	4.741	3.188	789	4.987	375	251	101	31	15	97	7
	del cual: a tipo fijo											
2008	7.720	2.306	754	455	3.955	250	120	49	9	6	53	3
2009	8.840	2.587	1.033	610	4.338	271	172	60	18	16	74	4
2009 II	8.356	2.472	865	548	4.211	260	210	72	23	20	90	5
III	8.491	2.507	892	582	4.251	259	139	49	14	13	61	3
IV	8.840	2.587	1.033	610	4.338	271	132	46	10	12	59	5
2010 I	9.101	2.657	1.048	637	4.482	277	185	61	10	12	95	7
2010 Ene	8.899	2.628	1.043	612	4.347	269	205	81	13	7	100	4
Feb	8.997	2.628	1.038	625	4.435	271	160	41	4	14	93	8
Mar	9.101	2.657	1.048	637	4.482	277	191	61	14	13	92	10
Abr	9.190	2.681	1.056	649	4.525	280	182	65	14	14	87	4
	del cual : a tipo variable											
2008	3.601	1.744	1.302	128	363	64	82	36	38	1	5	1
2009	4.399	1.772	2.050	122	374	81	62	28	25	1	6	2
2009 II	3.738	1.762	1.402	125	374	74	65	31	24	1	7	2
III	3.734	1.747	1.411	125	372	79	49	21	18	1	7	1
IV	4.399	1.772	2.050	122	374	81	58	26	25	1	5	2
2010 I	4.442	1.779	2.059	129	382	93	70	38	20	1	7	3
2010 Ene	4.446	1.779	2.073	126	382	85	92	34	44	0	8	5
Feb	4.418	1.766	2.062	129	374	86	40	30	3	3	3	2
Mar	4.442	1.779	2.059	129	382	93	77	50	14	1	8	4
Abr	4.441	1.770	2.061	129	387	94	54	29	15	1	7	3

Fuente: BCE.

- Los datos mensuales sobre emisiones brutas se refieren a las operaciones realizadas durante el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.
- La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable se debe a los bonos cupón cero y a los efectos de revalorización.

4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

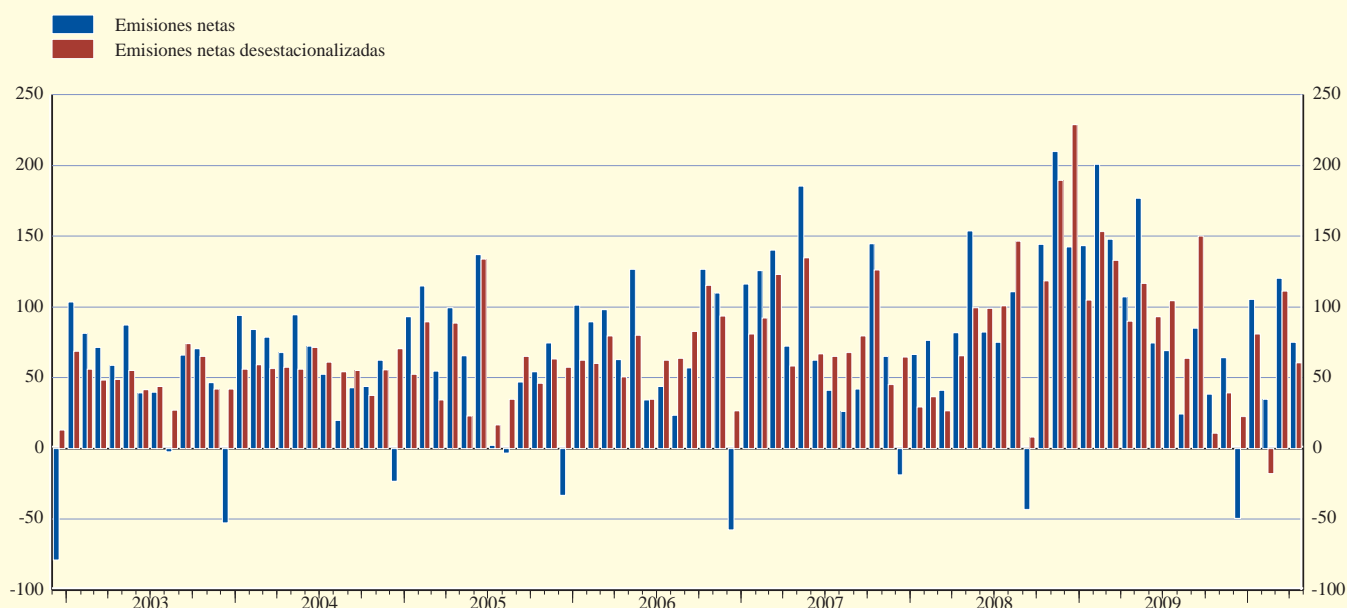
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar ¹⁾						Desestacionalizadas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2008	95,0	22,9	34,9	4,3	31,8	1,1	95,7	23,1	34,1	4,4	33,1	1,0
2009	90,2	10,2	22,2	8,6	46,4	2,8	90,1	9,9	21,7	8,4	47,3	2,8
2009 II	119,6	22,0	28,1	12,8	53,8	2,8	99,8	21,4	27,9	8,7	39,0	2,8
III	59,3	0,3	10,2	11,1	35,4	2,3	105,9	9,8	31,6	13,9	47,1	3,5
IV	17,8	-21,9	18,4	3,6	12,5	5,1	24,1	-12,2	-16,2	5,7	44,3	2,5
2010 I	86,7	25,5	0,0	11,7	46,4	3,1	58,1	7,7	17,6	11,4	17,0	4,5
2010 Ene	105,1	43,3	25,6	6,2	35,7	-5,6	80,8	19,3	69,5	2,2	-8,9	-1,4
Feb	34,7	-21,4	-28,1	17,0	60,7	6,6	-17,6	-47,1	-30,6	18,2	34,6	7,3
Mar	120,4	54,6	2,6	12,0	42,8	8,3	111,2	50,7	13,9	13,9	25,1	7,6
Abr	74,9	19,3	10,0	11,1	29,0	5,7	60,3	8,5	17,7	7,3	21,7	5,0
A largo plazo												
2008	65,5	16,0	32,8	2,8	13,4	0,6	64,8	16,1	32,0	2,9	13,3	0,5
2009	89,6	15,4	24,3	12,3	34,5	3,1	89,2	15,5	23,7	12,4	34,6	3,1
2009 II	127,3	36,4	28,9	17,1	41,3	3,7	96,1	25,7	27,8	13,4	25,7	3,5
III	56,1	12,2	13,0	12,0	17,4	1,4	103,3	22,4	34,7	13,9	29,8	2,5
IV	42,8	-12,6	16,3	7,4	27,3	4,4	28,4	-3,0	-18,1	7,9	38,1	3,5
2010 I	93,2	22,2	4,1	9,9	52,8	4,3	96,7	13,5	21,9	11,6	45,4	4,3
2010 Ene	92,7	41,2	25,3	3,2	20,9	2,1	138,9	43,7	66,3	4,5	22,7	1,7
Feb	60,1	-18,5	-17,7	13,7	79,5	3,2	18,2	-41,0	-17,9	14,9	57,9	4,3
Mar	126,9	43,9	4,6	12,7	58,0	7,5	132,9	37,9	17,2	15,4	55,5	6,8
Abr	69,1	11,0	7,3	9,9	37,6	3,4	66,5	1,4	15,8	8,0	38,9	2,5

C16 Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes, valores nominales)



Fuente: BCE.

1) Los datos mensuales sobre emisiones netas se refieren a las operaciones realizadas durante el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.

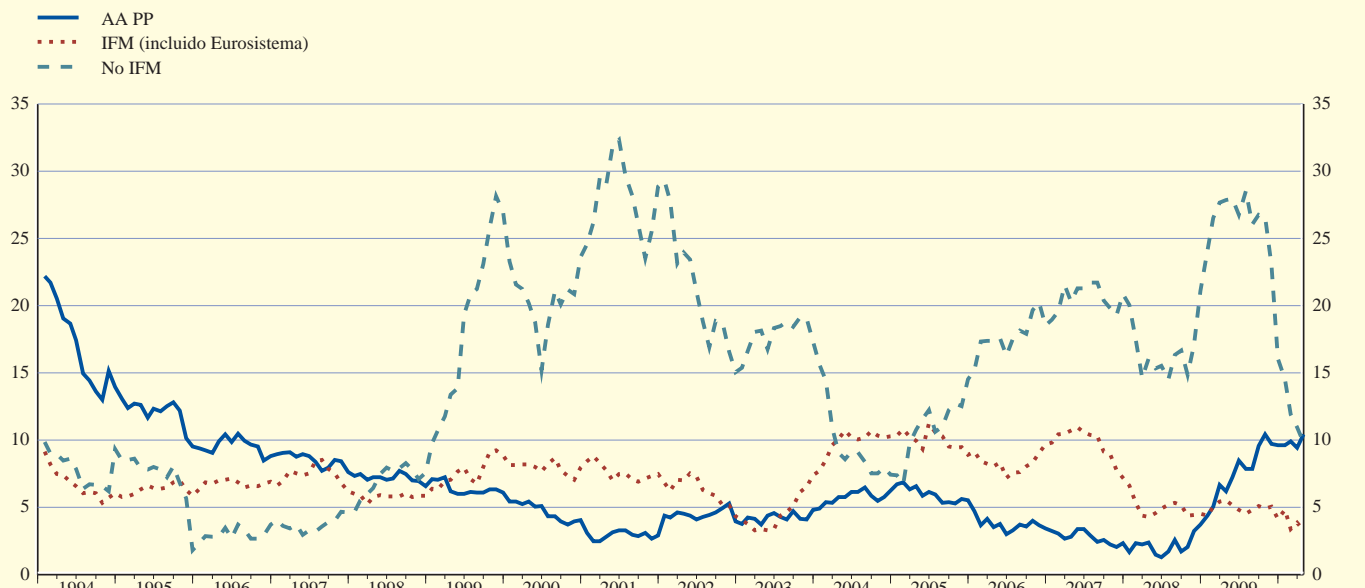
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2009 Abr	11,9	6,2	31,6	10,3	11,7	10,6	14,2	5,9	37,9	15,7	15,1	11,3
May	11,9	5,4	31,1	10,4	12,8	9,5	12,7	5,8	31,7	16,4	13,0	11,9
Jun	11,7	4,8	28,0	12,3	13,7	9,6	10,5	4,8	21,0	11,9	12,0	9,6
Jul	11,6	4,2	28,8	14,1	13,5	9,4	10,4	4,8	21,1	15,8	11,0	10,3
Ago	10,8	3,5	25,1	13,8	13,4	9,0	8,9	3,2	16,8	14,4	10,7	10,8
Sep	11,8	4,1	25,4	16,2	14,9	10,6	9,1	3,5	16,4	19,2	10,2	11,3
Oct	10,9	3,0	24,8	17,1	13,6	10,4	7,8	0,2	13,0	18,6	12,1	9,4
Nov	9,6	2,5	20,0	17,0	12,1	10,6	6,6	-0,6	9,5	17,7	11,3	9,3
Dic	8,1	2,3	12,0	14,6	11,3	9,7	5,3	-0,3	3,5	16,0	10,7	10,4
2010 Ene	7,7	2,3	12,1	13,8	10,2	9,1	4,9	0,0	3,7	11,7	9,4	7,8
Feb	6,3	0,6	8,6	15,1	9,8	10,8	3,7	-1,8	0,9	15,7	8,8	11,0
Mar	6,0	1,4	7,2	16,1	8,6	11,6	3,1	-0,5	-1,2	13,1	6,9	11,9
Abr	5,7	1,3	6,2	15,7	8,5	10,9	3,7	2,5	-0,2	13,1	5,0	12,4
A largo plazo												
2009 Abr	10,1	5,5	32,8	14,8	6,0	8,7	13,5	5,0	42,6	26,2	10,0	11,8
May	10,4	5,1	32,4	16,3	7,2	8,5	12,9	5,7	35,5	30,5	9,1	14,2
Jun	10,6	4,8	29,6	19,4	8,5	8,4	11,7	5,7	23,9	29,8	9,8	12,6
Jul	10,6	4,5	31,1	22,0	7,8	8,0	11,0	6,2	22,0	28,1	8,6	12,0
Ago	10,3	4,8	27,8	21,6	7,8	8,0	10,3	6,8	17,9	24,0	8,3	13,2
Sep	11,3	5,1	28,1	24,0	9,6	9,3	10,0	6,4	17,7	27,3	7,5	11,4
Oct	11,6	4,9	27,2	26,0	10,4	10,4	9,8	4,8	13,5	25,9	11,0	9,0
Nov	10,7	5,0	21,9	27,2	9,6	10,8	8,6	4,4	9,8	24,2	10,1	7,6
Dic	9,1	4,1	13,5	24,9	9,5	11,8	6,2	2,5	3,9	20,3	9,0	10,9
2010 Ene	9,0	4,8	12,4	21,9	9,5	11,4	6,8	3,5	3,4	15,9	10,5	10,7
Feb	7,9	3,4	9,2	21,8	9,7	12,3	5,5	0,0	1,0	19,6	11,2	11,5
Mar	7,7	3,8	8,0	22,0	9,2	12,7	5,4	1,3	-0,9	16,9	10,9	14,0
Abr	7,6	3,3	6,9	20,7	10,4	10,9	5,4	1,8	0,7	15,7	9,8	12,6

CI7 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Para más detalles sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

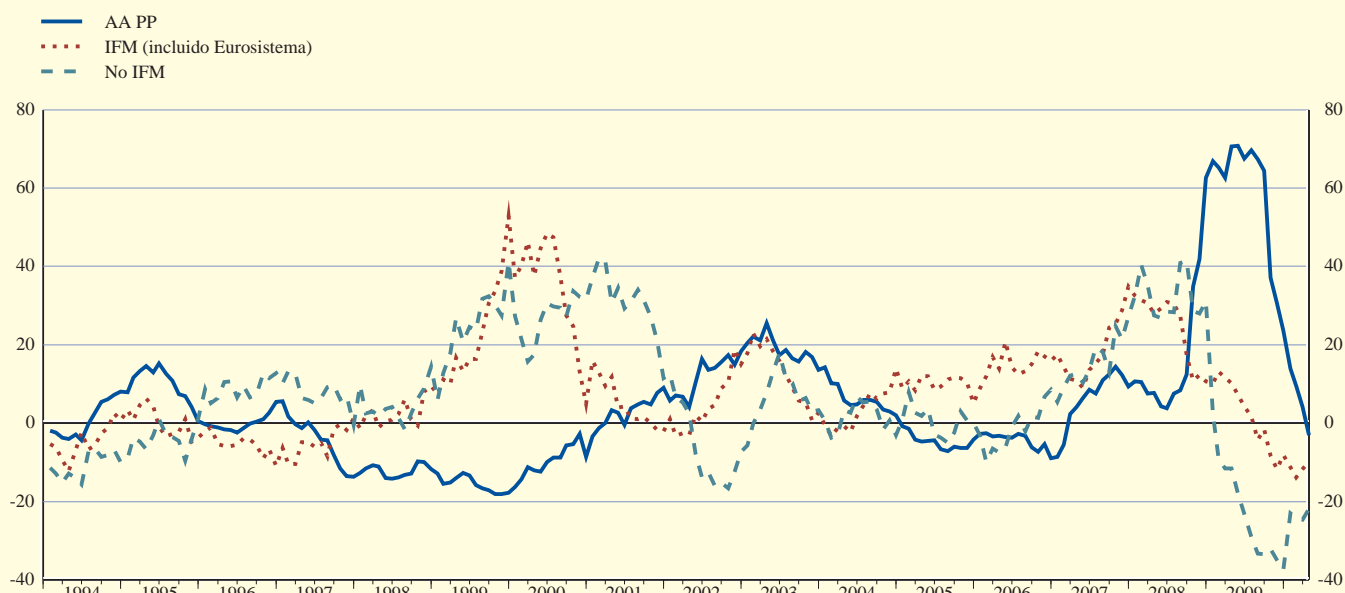
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
	13	14	Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP	19	20	Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	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	5,4	33,4	7,0	7,6	3,2
2009	9,5	7,0	18,2	24,0	8,1	4,2	12,2	1,9	36,2	-1,9	0,1	20,7
2009 II	8,9	6,8	17,9	21,2	7,5	4,8	14,4	3,1	43,2	-1,1	-0,6	19,9
2009 III	10,5	7,2	21,2	28,2	9,0	3,9	11,4	1,0	35,5	-3,2	-1,6	25,1
2009 IV	12,2	9,0	21,4	33,5	10,3	6,6	7,7	-1,6	24,4	-4,1	2,0	26,2
2010 I	11,1	9,7	14,1	27,9	9,6	8,1	2,4	-3,8	8,6	-2,3	4,6	26,7
2009 Nov	12,4	9,5	21,7	34,9	10,1	7,1	7,0	-1,7	22,4	-3,9	1,7	25,8
2009 Dic	11,9	9,7	19,3	32,3	9,7	8,3	2,8	-3,9	10,8	-4,2	3,0	25,2
2010 Ene	11,5	10,7	16,2	27,7	9,3	7,0	3,5	-3,2	10,1	-3,2	7,3	28,2
2010 Feb	10,8	9,0	11,6	26,8	10,0	8,3	1,6	-4,4	7,4	-1,5	3,2	27,1
2010 Mar	10,4	9,1	10,2	26,4	9,4	9,5	1,4	-3,6	5,9	0,0	3,5	24,4
2010 Abr	10,7	8,9	8,4	24,8	10,7	7,8	0,9	-4,5	4,8	-0,3	7,6	22,1
En euros												
2008	3,0	4,8	6,1	3,0	1,7	1,3	14,3	6,6	35,1	7,2	7,9	2,0
2009	10,0	8,9	21,4	22,5	8,2	3,6	14,5	3,9	38,7	-2,5	-0,4	21,8
2009 II	9,6	8,8	21,8	19,5	7,7	4,2	17,2	5,4	46,3	-1,8	-0,7	21,7
2009 III	11,2	9,4	24,4	27,2	9,2	3,3	13,7	2,9	38,1	-3,8	-2,4	27,4
2009 IV	12,8	11,3	23,5	33,1	10,4	6,1	9,2	-0,1	25,9	-4,9	0,7	26,8
2010 I	11,4	10,7	15,3	28,8	9,7	7,8	3,0	-3,3	9,4	-2,5	3,2	26,7
2009 Nov	12,9	11,9	23,6	34,4	10,2	6,8	8,3	-0,5	23,8	-4,5	0,4	25,9
2009 Dic	12,2	11,2	20,5	33,0	9,8	8,0	3,7	-3,0	11,9	-4,7	1,7	25,1
2010 Ene	11,7	11,7	17,8	28,4	9,3	6,6	4,1	-2,8	11,0	-3,7	5,9	28,3
2010 Feb	11,1	9,9	12,5	27,8	10,1	8,0	2,1	-4,1	8,1	-1,7	1,8	27,0
2010 Mar	10,7	9,7	11,4	27,4	9,4	9,4	1,9	-3,3	6,5	0,3	2,1	24,5
2010 Abr	10,8	9,1	8,8	25,9	10,7	7,5	1,3	-4,0	4,9	-0,3	6,3	22,0

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro ¹⁾

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

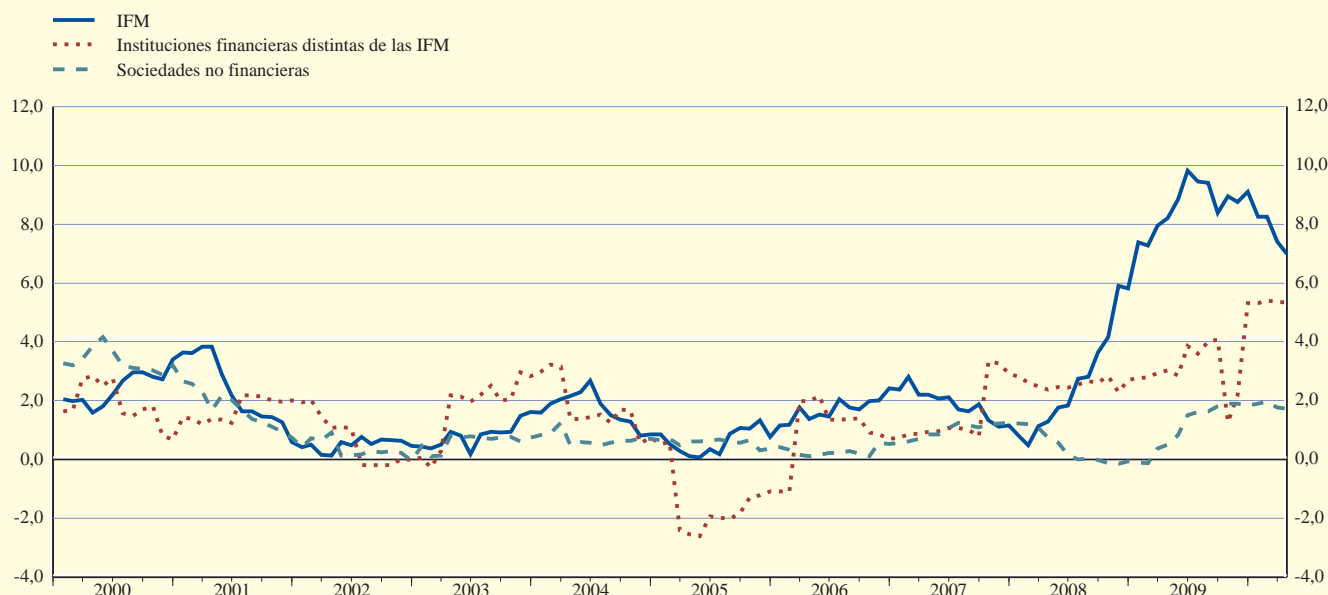
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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 interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 Abr	5.766,6	104,5	1,0	838,5	1,3	519,6	2,4	4.408,5	0,7
May	5.747,7	104,5	0,9	772,3	1,8	497,1	2,5	4.478,4	0,6
Jun	5.100,2	104,5	0,6	666,5	1,8	435,8	2,5	3.997,9	0,2
Jul	4.991,5	104,7	0,6	692,8	2,7	428,2	2,5	3.870,5	0,0
Ago	5.017,9	104,6	0,7	666,7	2,8	438,4	2,7	3.912,7	0,0
Sep	4.448,1	104,7	0,7	613,3	3,6	382,3	2,6	3.452,5	0,0
Oct	3.760,0	105,0	0,7	452,9	4,2	280,5	2,8	3.026,6	-0,1
Nov	3.504,9	105,2	0,9	395,6	5,9	265,4	2,3	2.843,9	-0,1
Dic	3.512,7	105,4	1,0	378,1	5,8	282,5	2,7	2.852,1	-0,1
2009 Ene	3.315,7	105,6	1,1	343,7	7,4	259,0	2,8	2.712,9	-0,1
Feb	2.943,5	105,6	1,1	275,9	7,3	206,3	2,8	2.461,3	-0,1
Mar	3.027,4	106,1	1,5	315,5	7,9	223,9	2,9	2.488,0	0,4
Abr	3.461,0	106,2	1,6	413,7	8,2	274,6	3,0	2.772,7	0,5
May	3.609,3	106,5	1,9	454,1	8,9	283,3	2,9	2.871,9	0,8
Jun	3.560,2	107,3	2,7	449,5	9,8	279,4	3,9	2.831,4	1,5
Jul	3.846,1	107,5	2,7	510,4	9,5	301,1	3,6	3.034,6	1,6
Ago	4.044,3	107,5	2,7	573,3	9,4	321,7	4,0	3.149,3	1,6
Sep	4.213,9	107,6	2,8	594,0	8,4	351,6	4,1	3.268,3	1,8
Oct	4.068,7	107,8	2,7	569,0	9,0	326,2	1,3	3.173,6	1,9
Nov	4.082,3	108,1	2,7	568,5	8,8	317,9	2,2	3.195,9	1,9
Dic	4.428,9	108,5	3,0	572,1	9,1	348,8	5,3	3.508,0	1,8
2010 Ene	4.261,5	108,7	2,9	522,5	8,3	338,7	5,3	3.400,3	1,9
Feb	4.179,3	108,7	3,0	503,6	8,2	337,2	5,4	3.338,4	2,0
Mar	4.492,7	109,0	2,8	548,3	7,4	363,3	5,4	3.581,1	1,8
Abr	4.427,9	109,0	2,7	512,7	7,0	343,8	5,3	3.571,4	1,7

C19 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Para más detalles sobre el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro ¹⁾

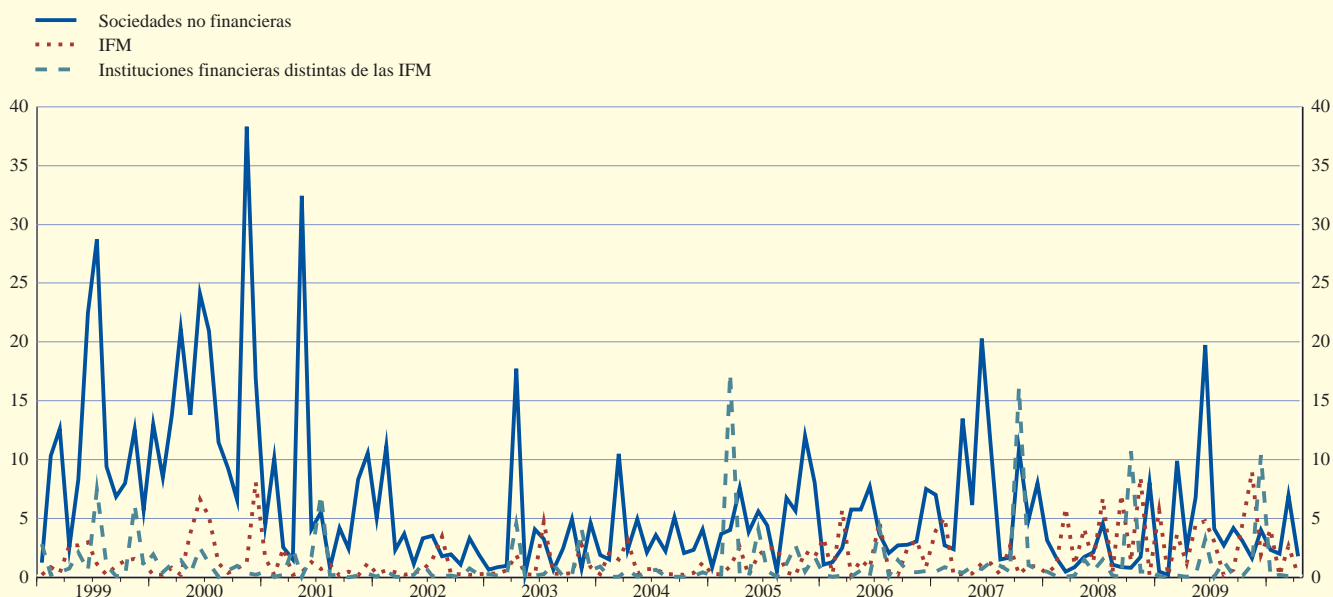
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2008 Abr	2,1	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7
May	7,3	6,0	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
Jun	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
Jul	12,7	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,6
Ago	1,6	3,0	-1,4	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,1	3,0	-1,9
Sep	7,8	2,9	5,0	7,0	0,0	7,0	0,0	0,1	-0,1	0,8	2,8	-2,0
Oct	12,9	0,6	12,2	1,4	0,0	1,4	10,7	0,0	10,7	0,8	0,6	0,1
Nov	10,6	2,9	7,7	8,4	0,5	8,0	0,5	2,1	-1,6	1,7	0,3	1,4
Dic	8,5	2,6	6,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,4	8,0	2,5	5,5
2009 Ene	6,3	0,5	5,8	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,0	0,5	0,4	0,1
Feb	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6
Mar	13,7	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,2	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
Abr	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,0	2,4	0,3	2,1
May	11,4	0,3	11,1	4,4	0,0	4,4	0,2	0,0	0,1	6,8	0,3	6,5
Jun	27,8	2,0	25,8	4,8	0,0	4,8	3,3	0,3	3,0	19,7	1,8	18,0
Jul	7,2	0,2	7,0	3,0	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	4,1	0,2	4,0
Ago	4,0	3,3	0,7	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,7	3,3	-0,6
Sep	5,0	0,3	4,7	0,6	0,0	0,6	0,2	0,0	0,1	4,2	0,2	3,9
Oct	7,7	0,3	7,4	4,5	0,0	4,5	0,1	0,0	0,1	3,1	0,2	2,8
Nov	11,6	0,2	11,4	9,0	0,0	9,0	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4
Dic	16,2	0,2	16,1	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,3	4,0	0,1	3,9
2010 Ene	6,4	0,0	6,4	4,1	0,0	4,1	0,1	0,0	0,1	2,3	0,0	2,3
Feb	2,2	0,3	1,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
Mar	9,6	0,2	9,4	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,2	6,7
Abr	1,8	0,4	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3	1,5

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

(mm de euros; operaciones realizadas en el mes; valores de mercado)



Fuente: BCE.

1) Para más detalles sobre el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas.

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

(en porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

1. Tipos de interés aplicados a los depósitos (nuevas operaciones)

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2009 Jun	0,56	1,86	2,38	2,57	1,95	3,52	0,63	1,04	2,17	2,58	0,93
Jul	0,52	1,86	2,41	2,61	1,86	3,38	0,57	0,82	2,41	2,92	0,68
Ago	0,50	1,72	2,32	2,64	1,64	3,23	0,54	0,71	2,06	2,93	0,57
Sep	0,49	1,61	2,27	2,52	1,60	3,12	0,52	0,69	2,10	2,74	0,58
Oct	0,46	1,68	2,11	2,55	1,55	2,97	0,49	0,66	1,99	2,72	0,56
Nov	0,46	1,67	2,23	2,56	1,52	2,76	0,48	0,70	2,11	2,92	0,58
Dic	0,45	1,67	2,31	2,40	1,53	2,45	0,47	0,77	2,00	2,53	0,64
2010 Ene	0,43	1,74	2,33	2,52	1,47	2,23	0,45	0,72	1,95	2,44	0,53
Feb	0,42	1,75	2,24	2,36	1,45	2,11	0,44	0,73	2,11	2,39	0,53
Mar	0,42	1,90	2,38	2,24	1,45	2,05	0,44	0,80	2,73	2,34	0,50
Abr	0,41	2,02	2,64	2,14	1,42	2,01	0,43	0,78	2,78	2,30	0,58
May	0,40	2,04	2,73	2,24	1,40	1,98	0,43	0,77	2,81	2,26	0,52

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

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2009 Jun	9,55	7,26	6,36	8,03	7,83	3,12	4,12	4,51	4,58	4,07	3,55	4,76	4,95
Jul	9,31	7,63	6,49	8,03	8,02	3,03	4,10	4,54	4,54	4,02	3,35	4,77	4,91
Ago	9,26	7,93	6,54	7,96	8,17	3,00	4,10	4,54	4,45	4,06	3,24	4,74	4,82
Sep	9,26	7,69	6,45	7,91	8,00	2,81	4,05	4,48	4,45	3,92	3,13	4,66	4,74
Oct	9,16	7,32	6,38	7,94	7,87	2,77	4,02	4,45	4,40	3,85	3,21	4,73	4,72
Nov	9,07	7,03	6,29	7,87	7,76	2,71	3,97	4,46	4,32	3,78	3,16	4,57	4,66
Dic	8,99	6,42	6,26	7,56	7,43	2,71	3,96	4,42	4,26	3,81	3,08	4,40	4,35
2010 Ene	8,94	6,83	6,42	8,04	7,86	2,71	3,94	4,38	4,26	3,79	3,13	4,45	4,46
Feb	9,01	6,72	6,25	7,98	7,78	2,68	3,83	4,32	4,18	3,74	3,17	4,48	4,74
Mar	8,82	6,35	6,21	7,94	7,59	2,63	3,72	4,21	4,15	3,66	3,05	4,61	4,55
Abr	8,77	6,83	6,15	7,92	7,69	2,62	3,70	4,18	4,12	3,67	3,06	4,32	4,53
May	8,78	6,76	6,17	7,84	7,65	2,58	3,65	4,14	4,01	3,58	3,09	4,45	4,50

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

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7
2009 Jun	4,55	3,64	4,85	4,49	2,57	3,08	3,71
Jul	4,34	3,56	4,78	4,32	2,37	2,89	3,90
Ago	4,23	3,42	4,67	4,24	2,30	2,80	3,83
Sep	4,25	3,36	4,54	4,16	2,06	2,89	3,64
Oct	4,18	3,33	4,49	4,18	2,14	2,73	3,64
Nov	4,11	3,34	4,49	4,10	2,22	2,74	3,80
Dic	4,06	3,28	4,22	3,96	2,19	3,15	3,58
2010 Ene	4,05	3,25	4,20	3,99	2,02	2,88	3,65
Feb	4,03	3,25	4,22	4,05	1,94	2,90	3,61
Mar	3,98	3,24	4,21	4,00	1,99	2,54	3,44
Abr	3,98	3,19	4,17	3,90	2,00	2,66	3,45
May	3,97	3,25	4,12	3,86	1,96	2,75	3,41

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) Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.

3) 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.

4) La tasa anual equivalente es igual al coste total de un préstamo. El coste total comprende no solo un componente de tipos de interés, sino también un componente por los costes relacionados, como costes de información, de administración, de preparación de documentos y de avales.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro¹⁾

(en porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldos vivos)

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 Jun	0,56	3,25	3,07	1,95	3,52	0,63	2,19	3,65	1,63
Jul	0,52	3,07	3,03	1,86	3,38	0,57	1,97	3,52	1,53
Ago	0,50	2,94	3,01	1,64	3,23	0,54	1,89	3,39	1,53
Sep	0,49	2,83	3,01	1,60	3,12	0,52	1,80	3,39	1,45
Oct	0,46	2,64	2,96	1,55	2,97	0,49	1,70	3,34	1,35
Nov	0,46	2,50	2,95	1,52	2,76	0,48	1,62	3,37	1,28
Dic	0,45	2,36	2,91	1,53	2,45	0,47	1,56	3,30	1,21
2010 Ene	0,43	2,20	2,80	1,47	2,23	0,45	1,45	3,23	1,20
Feb	0,42	2,15	2,84	1,45	2,11	0,44	1,42	3,31	1,20
Mar	0,42	2,13	2,75	1,45	2,05	0,44	1,38	3,26	1,16
Abr	0,41	2,13	2,75	1,42	2,01	0,43	1,37	3,24	1,16
Mav	0,40	2,13	2,71	1,40	1,98	0,43	1,42	3,21	1,14

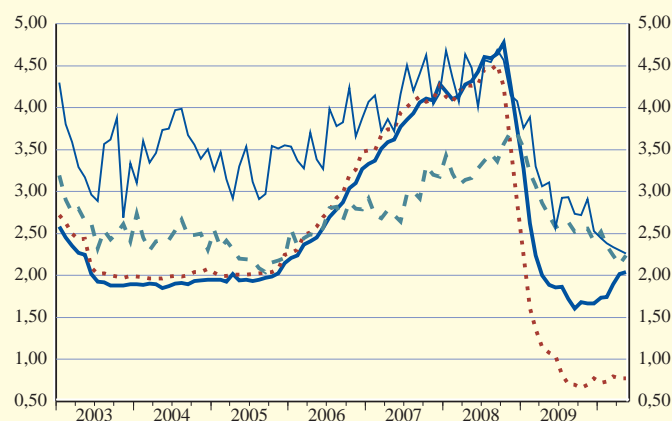
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	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 Jun	4,50	4,40	4,46	7,97	6,91	5,79	3,91	3,71	4,00
Jul	4,31	4,31	4,36	7,82	6,79	5,70	3,72	3,59	3,81
Ago	4,23	4,25	4,28	7,82	6,74	5,65	3,65	3,50	3,73
Sep	4,18	4,26	4,25	7,80	6,71	5,63	3,62	3,43	3,68
Oct	4,05	4,19	4,18	7,69	6,66	5,54	3,56	3,37	3,60
Nov	4,01	4,15	4,12	7,56	6,66	5,51	3,53	3,36	3,57
Dic	4,07	4,11	4,07	7,55	6,57	5,43	3,46	3,35	3,50
2010 Ene	3,99	4,05	4,00	7,51	6,52	5,38	3,47	3,31	3,45
Feb	4,04	4,11	4,03	7,49	6,61	5,43	3,45	3,33	3,43
Mar	3,99	4,04	3,98	7,44	6,51	5,35	3,43	3,26	3,37
Abr	3,90	4,01	3,92	7,38	6,51	5,30	3,42	3,21	3,33
May	3,88	3,97	3,90	7,40	6,46	5,29	3,40	3,20	3,32

C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

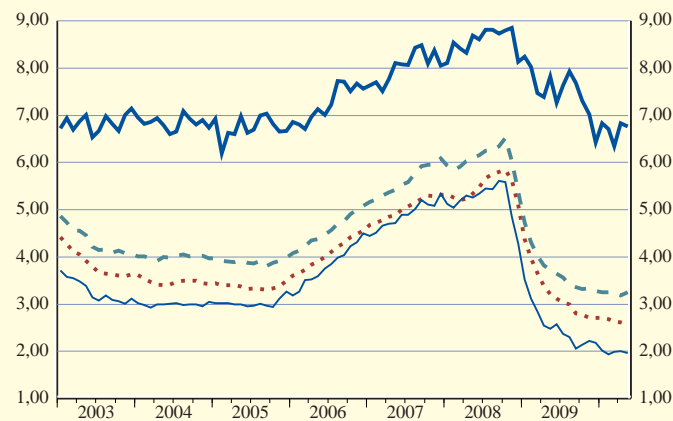
- De los hogares, hasta 1 año
- De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- De los hogares, más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



C22 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

- A hogares para consumo
- A hogares para adquisición de vivienda
- A sociedades no financieras, hasta 1 millón de euros
- A sociedades no financieras, más de 1 millón de euros



Fuente: BCE

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

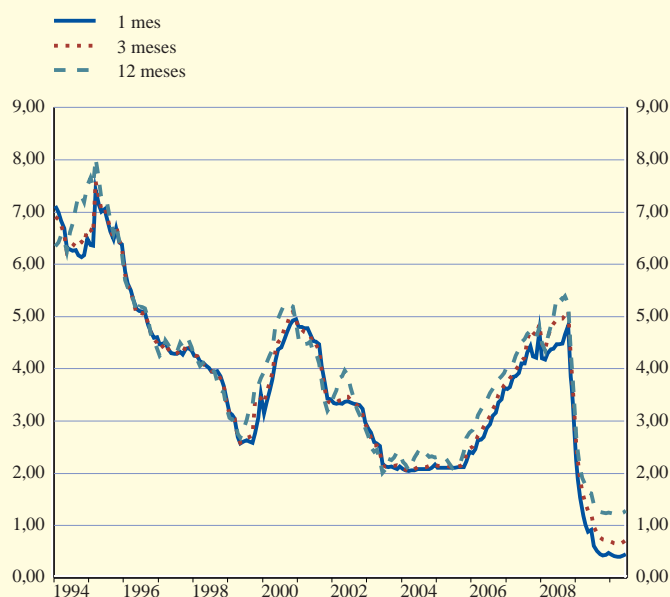
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ^{1), 2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2009 II	0,77	0,94	1,31	1,51	1,67	0,84	0,53
III	0,36	0,53	0,87	1,13	1,34	0,41	0,40
IV	0,36	0,45	0,72	1,00	1,24	0,27	0,31
2010 I	0,34	0,42	0,66	0,96	1,22	0,26	0,25
II	0,35	0,43	0,69	0,98	1,25	0,44	0,24
2009 Jun	0,70	0,91	1,23	1,44	1,61	0,62	0,49
Jul	0,36	0,61	0,97	1,21	1,41	0,52	0,43
Ago	0,35	0,51	0,86	1,12	1,33	0,42	0,40
Sep	0,36	0,46	0,77	1,04	1,26	0,30	0,36
Oct	0,36	0,43	0,74	1,02	1,24	0,28	0,33
Nov	0,36	0,44	0,72	0,99	1,23	0,27	0,31
Dic	0,35	0,48	0,71	1,00	1,24	0,25	0,28
2010 Ene	0,34	0,44	0,68	0,98	1,23	0,25	0,26
Feb	0,34	0,42	0,66	0,96	1,23	0,25	0,25
Mar	0,35	0,41	0,64	0,95	1,22	0,27	0,25
Abr	0,35	0,40	0,64	0,96	1,23	0,31	0,24
May	0,34	0,42	0,69	0,98	1,25	0,46	0,24
Jun	0,35	0,45	0,73	1,01	1,28	0,54	0,24

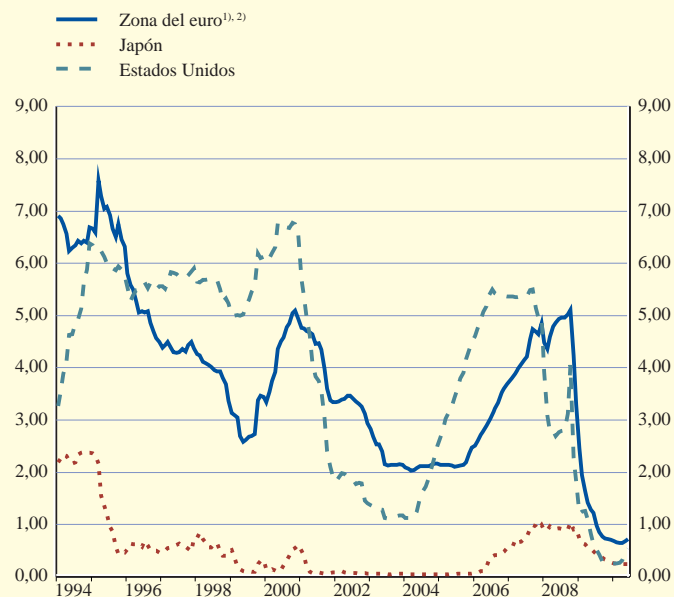
C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro^{1), 2)}

(medias mensuales; en porcentaje)



C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Para más información, véanse las Notas Generales.

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

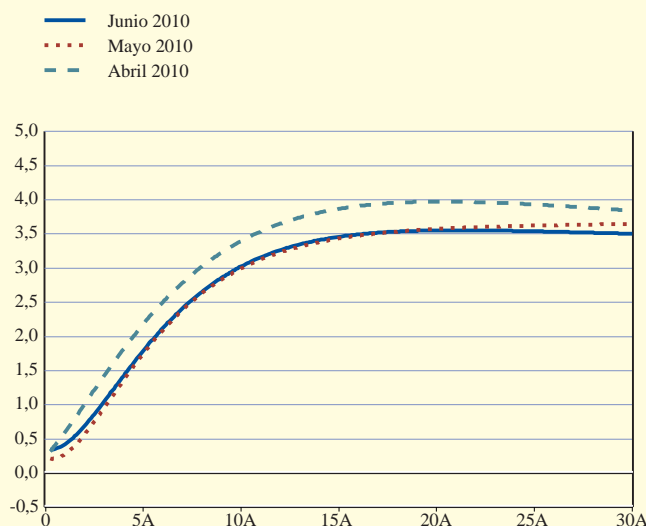
4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro ¹⁾

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

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años- tres meses (diferencial)	Diez años- dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2009 I	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
II	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
III	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96
IV	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010 I	0,33	0,60	1,05	2,28	2,86	3,46	3,13	2,41	1,02	1,98	3,96	5,02
2009 Jun	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
Jul	0,49	0,74	1,43	2,68	3,21	3,74	3,26	2,31	1,49	2,62	4,21	5,13
Ago	0,44	0,74	1,46	2,69	3,19	3,68	3,24	2,22	1,55	2,66	4,16	4,95
Sep	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96
Oct	0,50	0,81	1,43	2,61	3,13	3,68	3,18	2,25	1,49	2,50	4,12	5,11
Nov	0,44	0,80	1,34	2,49	3,01	3,57	3,13	2,23	1,38	2,32	4,00	5,04
Dic	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010 Ene	0,28	0,71	1,25	2,48	3,06	3,66	3,38	2,42	1,28	2,25	4,15	5,23
Feb	0,30	0,54	1,02	2,29	2,88	3,49	3,19	2,46	0,98	2,01	3,99	5,08
Mar	0,33	0,60	1,05	2,28	2,86	3,46	3,13	2,41	1,02	1,98	3,96	5,02
Abr	0,32	0,60	1,01	2,18	2,78	3,40	3,07	2,39	1,00	1,85	3,89	4,94
May	0,21	0,28	0,57	1,75	2,39	3,00	2,78	2,43	0,47	1,28	3,58	4,46
Jun	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52

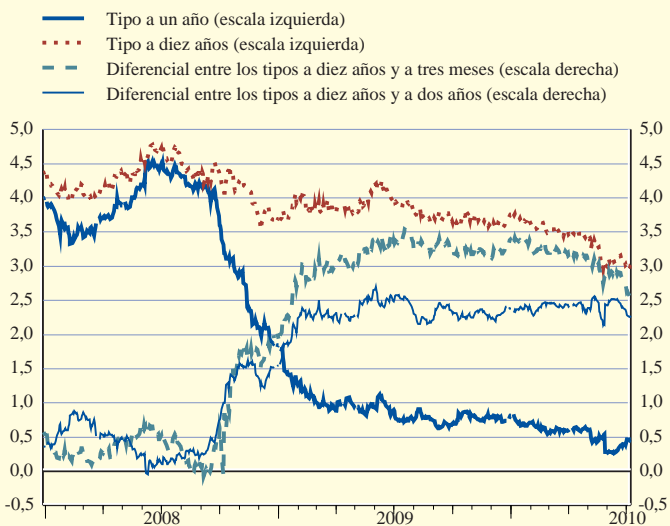
C25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)



C26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro

(datos diarios; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)



Fuentes: Cálculos del BCE, basados en datos proporcionados por EuroMTS y calificaciones crediticias de Fitch Ratings.

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

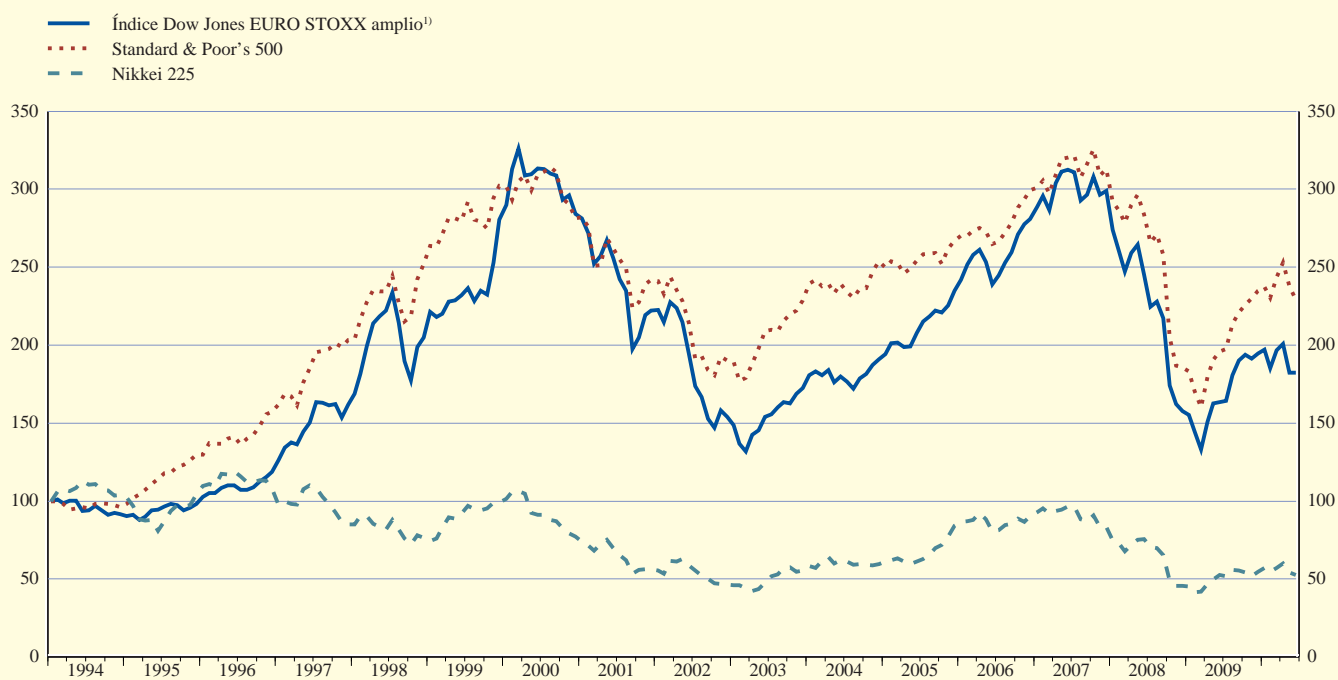
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2009 II	220,5	2.376,6	326,9	136,6	229,5	287,3	158,6	251,0	201,1	337,7	351,5	343,8	892,0	9.274,8
III	247,2	2.660,6	369,0	142,0	257,1	296,8	192,7	286,0	211,3	361,1	386,0	365,1	994,2	10.117,3
IV	268,1	2.872,7	422,1	151,5	282,8	316,9	209,7	317,7	214,1	375,3	416,5	399,3	1.088,7	9.969,2
2010 I	268,0	2.849,0	445,0	159,3	294,9	320,0	195,5	326,7	229,9	372,4	398,8	426,3	1.123,6	10.511,2
II	261,1	2.735,7	446,3	163,7	312,9	305,0	178,8	334,3	229,1	349,6	372,2	412,0	1.134,6	10.345,9
2009 Jun	226,7	2.449,0	341,0	135,3	235,9	298,3	166,8	255,5	204,3	343,8	349,6	357,0	926,1	9.810,3
Jul	228,0	2.462,1	337,9	134,8	243,7	288,6	170,6	256,8	198,8	334,7	364,8	352,9	934,1	9.678,3
Ago	250,7	2.702,7	377,6	142,1	261,8	293,2	198,6	290,3	208,5	365,7	387,2	364,1	1.009,7	10.430,4
Sep	264,0	2.827,9	393,3	149,5	266,5	308,7	210,2	312,5	227,2	384,4	407,0	378,8	1.044,6	10.302,9
Oct	268,7	2.865,5	403,7	150,1	277,5	314,2	216,0	318,4	221,3	375,4	415,0	393,6	1.067,7	10.066,2
Nov	265,4	2.843,8	415,4	149,5	280,0	315,3	208,7	313,6	209,9	369,8	414,5	391,5	1.088,1	9.641,0
Dic	270,1	2.907,6	447,0	155,0	290,9	321,1	204,3	321,0	211,0	380,5	419,8	412,4	1.110,4	10.169,0
2010 Ene	273,5	2.922,7	449,4	158,9	295,7	329,8	204,6	331,6	223,1	384,1	407,4	425,5	1.123,6	10.661,6
Feb	257,0	2.727,5	427,9	154,3	285,3	309,8	183,9	312,3	222,7	360,9	386,8	415,0	1.089,2	10.175,1
Mar	272,6	2.890,5	456,0	164,0	302,4	320,3	197,7	335,0	242,2	372,2	401,9	436,8	1.152,0	10.671,5
Abr	278,6	2.937,3	470,9	171,7	313,8	328,6	199,7	349,0	248,8	378,9	396,7	430,0	1.197,3	11.139,8
May	252,7	2.642,1	431,4	159,6	305,2	295,4	170,8	324,8	221,9	341,7	360,0	401,0	1.125,1	10.104,0
Jun	253,2	2.641,7	438,1	160,4	319,5	292,7	167,5	330,0	218,3	330,5	361,6	406,1	1.083,4	9.786,1

C27 Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo ¹⁾

	Total					Total (d.; variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice: 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
			Total, excl. alimentos no elaborados y energía										
% del total ³⁾	100,0	100,0	83,1	58,0	42,0	100,0	11,9	7,3	29,3	9,6	42,0	88,9	11,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,3
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,7
2009 I	107,4	1,0	1,6	0,1	2,2	-0,3	0,0	0,1	0,1	-4,9	0,4	0,7	2,9
II	108,3	0,2	1,5	-1,2	2,2	0,3	0,1	-0,8	0,1	0,7	0,5	0,0	1,8
III	108,0	-0,4	1,2	-1,9	1,8	0,2	0,3	-0,8	0,0	0,8	0,4	-0,6	1,2
IV	108,6	0,4	1,0	-0,4	1,7	0,2	0,1	0,1	0,0	0,3	0,4	0,4	0,8
2010 I	108,6	1,1	0,9	0,9	1,5	0,4	0,0	0,7	0,0	3,0	0,3	1,2	0,4
2010 Ene	108,1	1,0	0,9	0,7	1,4	0,2	-0,1	0,3	-0,1	2,1	0,0	1,1	0,4
Feb	108,4	0,9	0,8	0,6	1,3	0,1	0,0	0,3	0,0	-0,1	0,1	1,0	0,4
Mar	109,4	1,4	0,9	1,3	1,6	0,4	0,0	0,6	0,0	2,6	0,3	1,6	0,4
Abr	109,9	1,5	0,8	1,8	1,2	0,2	0,1	0,5	0,1	2,0	-0,1	1,6	1,2
May	110,0	1,6	0,9	1,9	1,3	0,1	0,2	-0,6	0,1	0,6	0,1	1,6	1,4
Jun ⁴⁾	.	1,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>.
- Ponderaciones para 2010.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales, que abarcan habitualmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre los precios de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles residenciales

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾
	Total (índice: 2005 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía		
			Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
% del total ³⁾	100,0	100,0	83,0	75,8	30,1	21,9	23,7	2,7	21,0	24,2		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	105,1	5,1	3,5	2,7	4,6	1,6	1,5	1,4	1,4	13,5	4,6	6,6
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,5	2,2	1,2	4,1	4,5
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,1	3,8	1,5
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,8	-5,3	0,4	-2,0	1,2	-2,4	-11,5	0,1	-3,1
2009 I	109,8	-2,0	-4,3	-1,1	-2,7	1,8	-1,0	1,8	-1,4	-4,4	2,6	-
II	108,3	-5,7	-6,8	-3,0	-5,8	0,7	-2,0	1,5	-2,5	-13,4	-0,2	-3,1 ⁴⁾
III	108,0	-7,8	-7,4	-4,1	-7,5	-0,1	-2,6	1,0	-3,1	-18,0	-1,7	-
IV	108,4	-4,6	-3,0	-3,1	-5,0	-0,6	-2,4	0,5	-2,8	-9,5	-0,2	-3,1 ⁴⁾
2010 I	109,6	-0,2	1,7	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	0,3	-0,7	0,2	.	-
2009 Dic	108,5	-2,9	-0,8	-2,3	-3,5	-0,5	-2,0	0,5	-2,3	-5,1	-	-
2010 Ene	109,3	-1,0	0,9	-1,0	-1,6	-0,6	-0,7	0,5	-0,8	-1,6	-	-
Feb	109,4	-0,4	1,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	0,3	-0,6	-0,7	-	-
Mar	110,1	0,9	2,7	0,1	0,8	-0,3	-0,4	0,3	-0,5	2,9	-	-
Abr	111,2	2,8	3,7	1,1	2,8	0,0	-0,3	0,4	-0,4	7,7	-	-
May	111,5	3,1	4,0	1,7	3,9	0,2	0,0	0,7	-0,1	7,0	-	-

3. Precios de las materias primas y deflatores del producto interior bruto¹⁾

	Precios del petróleo ⁵⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Deflatores del PIB							
		Ponderados ⁶⁾ por las importaciones			Ponderados ⁷⁾ por el destino			Total (d.; índice: 2000 = 100)	Total	Demanda interna				Expor- taciones ⁸⁾	Impor- taciones ⁸⁾
		Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios	Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo		
% del total		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2006	52,9	27,7	5,8	37,9	24,5	5,9	38,2	113,8	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,6	3,8
2007	52,8	7,8	14,3	5,5	5,3	9,4	2,9	116,5	2,4	2,3	2,3	1,6	2,7	1,6	1,4
2008	65,9	2,0	18,5	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	119,0	2,2	2,7	2,8	2,6	2,4	2,6	3,7
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,1	-18,0	-11,5	-22,8	120,2	1,0	0,0	-0,2	1,8	-0,9	-3,1	-5,6
2009 I	35,1	-29,3	-15,0	-36,1	-28,7	-17,7	-36,9	120,1	1,8	0,9	0,3	2,4	0,6	-1,9	-4,2
II	43,8	-24,5	-11,2	-30,9	-22,5	-10,0	-31,4	120,0	1,0	-0,2	-0,4	1,3	-0,9	-3,4	-6,6
III	48,1	-18,7	-12,7	-21,5	-18,9	-15,3	-21,4	120,2	0,8	-0,6	-0,8	2,2	-1,8	-4,3	-8,0
IV	51,2	3,2	5,8	1,9	2,5	-0,9	5,1	120,3	0,2	0,0	0,2	1,4	-1,4	-2,7	-3,5
2010 I	56,0	29,0	7,5	42,7	27,4	7,5	46,6	120,8	0,5	0,2	1,3	1,6	-0,4	2,3	1,3
2010 Ene	54,0	27,3	8,5	39,2	25,7	7,7	43,1	-	-	-	-	-	-	-	-
Feb	54,5	25,4	5,0	38,4	25,0	7,1	42,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Mar	59,1	34,5	8,9	50,5	31,5	7,7	54,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Abr	64,0	51,9	8,1	78,7	43,8	8,8	76,2	-	-	-	-	-	-	-	-
May	61,6	52,1	11,5	77,8	43,6	12,0	73,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Jun	62,2	50,5	16,4	71,4	43,4	19,7	64,8	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 7 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 8-15 del cuadro 3 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream (columna 1 del cuadro 3 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 2-7 del cuadro 3 de la sección 5.1).

1) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.

2) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más detalles, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

3) En el año 2005.

4) Los datos trimestrales para el segundo y cuarto trimestre se refieren a las medidas semestrales de la primera y segunda mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales solo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semestrales es menor que la de los datos anuales.

5) Brent (para entrega en un mes).

6) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.

7) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la demanda interna de la zona del euro (producción interna más importaciones menos exportaciones) en el período 2004-2006. Datos experimentales (para más detalles, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

8) Los deflatores de las importaciones y de las exportaciones se refieren a bienes y servicios e incluyen el comercio dentro de la zona del euro.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

4. Costes laborales unitarios, remuneración al factor trabajo y productividad del trabajo

(datos desestacionalizados)

	Total (índice: 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Costes laborales unitarios ¹⁾							
2008	115,4	3,3	0,3	3,7	3,3	3,3	3,2	2,9
2009	119,9	3,9	-1,2	10,1	1,4	5,0	0,8	2,4
2009 II	120,2	4,7	-1,0	14,1	1,2	6,0	1,5	1,6
III	119,7	3,5	-2,2	8,7	0,5	3,8	0,4	3,3
IV	119,7	1,3	-1,4	1,4	1,5	2,4	0,5	1,7
2010 I	119,6	-0,5	.	.	.	.	.	.
	Remuneración por asalariado							
2008	121,4	3,1	3,9	3,0	4,7	2,8	2,4	3,5
2009	123,3	1,5	2,2	0,3	2,6	1,5	1,4	2,3
2009 II	122,9	1,5	2,2	0,1	3,0	1,9	2,0	1,7
III	123,6	1,4	2,3	0,4	2,5	0,4	1,4	3,0
IV	124,1	1,3	2,2	0,4	2,1	1,3	1,5	1,8
2010 I	124,2	1,4	.	.	.	.	.	.
	Productividad del trabajo por persona ocupada ²⁾							
2008	105,3	-0,2	3,5	-0,7	1,4	-0,4	-0,8	0,6
2009	102,8	-2,3	3,5	-8,9	1,1	-3,3	0,6	0,0
2009 II	102,3	-3,1	3,2	-12,3	1,8	-3,9	0,5	0,0
III	103,3	-1,9	4,6	-7,6	2,0	-3,3	1,0	-0,2
IV	103,6	0,0	3,6	-1,0	0,7	-1,1	1,0	0,1
2010 I	103,8	1,9	1,8	9,4	-1,5	1,3	0,9	0,1
	Remuneración por hora trabajada							
2008	124,1	3,2	2,0	3,6	4,4	3,0	2,2	3,4
2009	127,6	2,8	4,0	3,7	4,4	2,2	2,4	2,5
2009 II	127,5	3,2	3,3	5,0	4,9	2,7	3,3	2,1
III	127,8	2,7	4,1	3,7	4,2	1,2	2,5	3,0
IV	127,8	1,8	3,8	0,9	3,7	1,5	2,1	1,8
2010 I	127,9	0,6	.	.	.	.	.	.
	Productividad del trabajo por hora trabajada ²⁾							
2008	108,2	0,0	3,1	-0,1	1,3	-0,1	-1,0	0,4
2009	107,0	-1,1	3,5	-6,0	2,6	-2,7	1,8	0,0
2009 II	106,6	-1,6	2,4	-8,2	3,4	-3,0	2,0	0,3
III	107,3	-0,8	4,8	-4,7	3,4	-2,7	2,3	-0,3
IV	107,3	0,3	3,6	-0,7	1,6	-1,1	1,7	0,1
2010 I	107,6	1,2	3,1	7,1	-2,7	0,5	0,6	-0,5

5. Índices de costes laborales ³⁾

	Total (d.; índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁴⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2008	100,0	3,5	3,6	3,4	3,8	4,7	3,1	3,3
2009	102,6	2,7	2,6	3,0	3,1	3,7	2,3	2,7
2009 II	102,5	3,3	3,2	3,4	4,3	4,5	2,6	2,8
III	102,9	2,6	2,7	2,6	3,5	2,5	2,2	2,4
IV	103,3	1,7	1,6	2,0	0,6	3,3	2,1	2,2
2010 I	104,0	2,1	2,0	2,1	1,8	2,1	2,2	1,7

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5 de la sección 5.1).

1) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por el valor añadido (en términos reales) por ocupado.

2) Valor añadido (en términos reales) por factor trabajo (ocupados y horas trabajadas).

3) Índices de costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, puede que las estimaciones de los datos de los componentes no concuerden con el total.

4) Datos experimentales (para más detalles, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5) En el año 2008.

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)									
2006	8.562,4	8.466,0	4.872,9	1.733,6	1.834,4	25,2	96,3	3.453,2	3.356,9
2007	9.013,3	8.874,2	5.067,5	1.802,8	1.970,5	33,4	139,2	3.734,7	3.595,5
2008	9.258,2	9.160,0	5.228,6	1.891,8	2.000,5	39,2	98,2	3.862,7	3.764,5
2009	8.967,8	8.849,3	5.158,8	1.979,1	1.769,0	-57,7	118,5	3.249,6	3.131,1
2009 I	2.237,1	2.221,6	1.285,4	488,7	452,9	-5,5	15,5	807,7	792,2
II	2.233,8	2.204,5	1.287,5	492,7	444,2	-19,9	29,4	791,4	762,0
III	2.246,3	2.212,0	1.287,6	499,8	438,2	-13,6	34,3	815,1	780,8
IV	2.250,5	2.211,2	1.298,2	498,0	433,7	-18,7	39,3	835,5	796,2
2010 I	2.263,4	2.232,3	1.302,2	503,3	429,4	-2,6	31,1	873,2	842,1
porcentaje del PIB									
2009	100,0	98,7	57,5	22,1	19,7	-0,6	1,3	-	-
Volúmenes encadenados (precio del año anterior; desestacionalizados ³⁾)									
tasas de variación intertrimestral									
2009 I	-2,5	-2,4	-0,6	0,8	-5,3	-	-	-8,4	-8,0
II	-0,1	-0,7	0,1	0,7	-1,5	-	-	-1,1	-2,8
III	0,4	0,3	-0,2	0,7	-1,1	-	-	2,9	2,8
IV	0,1	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	-	-	1,8	1,2
2010 I	0,2	0,8	-0,1	0,2	-1,2	-	-	2,1	3,8
tasas de variación interanual									
2006	3,0	2,9	2,0	2,1	5,4	-	-	8,6	8,5
2007	2,8	2,4	1,6	2,3	4,6	-	-	6,3	5,5
2008	0,6	0,6	0,3	2,2	-0,6	-	-	0,9	1,0
2009	-4,1	-3,5	-1,2	2,7	-10,9	-	-	-13,3	-12,0
2009 I	-5,2	-3,7	-1,7	3,0	-11,5	-	-	-16,4	-13,3
II	-4,9	-3,8	-1,2	2,9	-11,5	-	-	-17,0	-14,7
III	-4,1	-3,5	-1,3	3,0	-11,4	-	-	-13,6	-12,4
IV	-2,1	-2,8	-0,5	2,0	-8,7	-	-	-5,2	-7,0
2010 I	0,6	0,3	0,0	1,4	-4,8	-	-	5,7	4,9
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales									
2009 I	-2,5	-2,4	-0,3	0,2	-1,1	-1,1	-0,2	-	-
II	-0,1	-0,7	0,1	0,1	-0,3	-0,6	0,6	-	-
III	0,4	0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,5	0,1	-	-
IV	0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,2	-	-
2010 I	0,2	0,8	-0,1	0,0	-0,2	1,0	-0,6	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales									
2006	3,0	2,8	1,2	0,4	1,1	0,1	0,1	-	-
2007	2,8	2,4	0,9	0,5	1,0	0,0	0,4	-	-
2008	0,6	0,6	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
2009	-4,1	-3,4	-0,7	0,5	-2,3	-0,9	-0,7	-	-
2009 I	-5,2	-3,7	-1,0	0,6	-2,5	-0,8	-1,5	-	-
II	-4,9	-3,7	-0,7	0,6	-2,5	-1,1	-1,2	-	-
III	-4,1	-3,4	-0,7	0,6	-2,5	-0,8	-0,7	-	-
IV	-2,1	-2,8	-0,3	0,4	-1,8	-1,1	0,7	-	-
2010 I	0,6	0,3	0,0	0,3	-1,0	1,0	0,3	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no se corresponden totalmente con la sección 3.1; el cuadro 1 de la sección 7.1; el cuadro 3 de la sección 7.2; o los cuadros 1 o 3 de la sección 7.5.

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

3) Los datos anuales no están ajustados por días laborables.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)								
2006	7.648,5	140,8	1.565,3	477,8	1.596,8	2.137,2	1.730,4	913,9
2007	8.054,7	151,4	1.644,5	511,1	1.671,0	2.273,8	1.802,9	958,7
2008	8.312,4	147,0	1.656,5	534,2	1.731,3	2.361,7	1.881,7	945,8
2009	8.074,5	130,7	1.431,8	516,0	1.670,5	2.370,5	1.955,0	893,2
2009 I	2.013,9	34,1	356,2	131,5	416,9	591,4	483,8	223,3
II	2.012,1	32,8	353,1	129,6	417,1	592,3	487,1	221,8
III	2.022,7	31,7	360,2	128,4	418,5	592,7	491,1	223,6
IV	2.025,9	32,1	362,3	126,5	417,9	594,1	493,0	224,6
2010 I	2.041,6	33,0	369,1	124,0	419,3	599,5	496,6	221,9
porcentaje del valor añadido								
2009	100,0	1,6	17,7	6,4	20,7	29,4	24,2	-
Volúmenes encadenados (precio del año anterior; desestacionalizados ¹⁾)								
tasas de variación intertrimestral								
2009 I	-2,6	0,9	-8,7	-1,1	-3,2	-1,0	0,2	-1,8
II	-0,1	-0,1	-1,0	-1,2	0,0	0,0	0,6	0,4
III	0,3	0,8	2,1	-1,4	0,0	-0,1	0,2	0,9
IV	0,1	-0,5	0,6	-1,4	0,0	0,1	0,2	0,7
2010 I	0,5	0,4	1,9	-2,3	0,1	0,5	0,4	-2,2
tasas de variación interanual								
2006	2,9	0,0	3,6	2,8	2,7	4,2	1,4	3,3
2007	3,0	0,4	2,5	2,4	3,4	4,1	2,1	0,9
2008	0,8	1,6	-0,7	-0,9	0,8	1,4	1,6	-1,2
2009	-4,3	1,2	-13,6	-5,8	-5,0	-1,6	1,2	-2,5
2009 I	-5,3	1,2	-16,7	-6,5	-6,0	-1,6	1,2	-4,5
II	-5,1	0,7	-16,7	-5,6	-5,6	-1,9	1,4	-3,2
III	-4,3	1,6	-13,2	-5,5	-5,1	-1,8	1,1	-2,3
IV	-2,4	1,1	-7,1	-5,0	-3,3	-1,1	1,2	0,1
2010 I	0,7	0,6	3,6	-6,2	0,0	0,5	1,4	-0,3
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales								
2009 I	-2,6	0,0	-1,7	-0,1	-0,7	-0,3	0,0	-
II	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
III	0,3	0,0	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	-
IV	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-
2010 I	0,5	0,0	0,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales								
2006	2,9	0,0	0,7	0,2	0,6	1,1	0,3	-
2007	3,0	0,0	0,5	0,1	0,7	1,2	0,5	-
2008	0,8	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,4	-
2009	-4,3	0,0	-2,7	-0,4	-1,1	-0,5	0,3	-
2009 I	-5,3	0,0	-3,4	-0,4	-1,3	-0,5	0,3	-
II	-5,1	0,0	-3,4	-0,4	-1,2	-0,5	0,3	-
III	-4,3	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,5	0,3	-
IV	-2,4	0,0	-1,4	-0,3	-0,7	-0,3	0,3	-
2010 I	0,7	0,0	0,6	-0,4	0,0	0,1	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos anuales no están ajustados por días laborables.

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción									Construcción
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía		
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
% del total ¹⁾	100,0	78,0	78,0	69,4	68,8	28,2	22,1	18,5	2,6	15,9	9,1	22,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	3,2	108,1	3,7	4,1	4,3	3,7	6,6	2,4	1,4	2,5	-0,9	1,2
2008	-2,3	106,1	-1,7	-1,9	-1,9	-3,4	-0,1	-2,0	-5,7	-1,4	0,3	-4,4
2009	-13,9	90,3	-15,1	-16,1	-16,6	-19,2	-21,4	-5,0	-17,5	-3,0	-5,7	-8,2
2009 II	-16,9	88,8	-18,9	-19,7	-20,2	-24,3	-24,8	-5,9	-21,2	-3,3	-8,9	-7,5
III	-13,8	89,6	-14,6	-15,4	-15,9	-18,3	-21,5	-4,0	-18,3	-1,9	-6,1	-9,1
IV	-7,5	91,6	-7,7	-8,2	-8,6	-6,8	-14,4	-2,6	-10,2	-1,4	-3,8	-6,0
2010 I	1,7	95,3	4,6	4,9	4,9	7,8	2,6	3,3	0,0	3,7	2,9	-10,0
2009 Nov	-7,3	91,7	-7,0	-7,2	-7,5	-5,8	-13,5	-1,9	-7,9	-1,0	-5,1	-7,4
Dic	-4,0	92,5	-4,0	-4,5	-4,9	-0,2	-11,6	-0,8	-7,3	0,0	-1,7	-3,7
2010 Ene	-0,6	94,3	1,7	1,9	2,1	4,2	-0,4	1,4	-2,7	1,9	0,9	-10,6
Feb	0,5	95,0	4,1	4,4	4,5	6,9	3,0	2,6	0,9	2,9	2,2	-14,2
Mar	4,9	96,5	7,8	8,1	7,7	11,8	4,9	5,7	1,7	6,3	6,0	-5,8
Abr	6,4	97,3	9,5	9,5	9,5	15,8	8,8	2,6	1,1	2,8	6,7	-5,8
	tasa de variación intermensual (d.)											
2009 Nov	0,8	-	1,4	1,6	1,6	0,8	1,7	1,5	2,1	1,0	-2,4	-1,1
Dic	0,6	-	0,8	0,4	-0,2	-0,3	0,1	0,4	-1,5	0,7	3,1	0,3
2010 Ene	1,3	-	2,0	1,9	2,2	0,7	-0,8	1,0	2,2	0,9	2,9	-2,0
Feb	-1,0	-	0,8	0,8	0,2	1,2	0,7	0,0	0,4	0,1	-0,8	-6,4
Mar	3,1	-	1,6	1,9	1,6	1,1	1,8	1,1	0,2	1,6	0,2	6,8
Abr	0,5	-	0,8	0,6	0,6	2,1	0,9	-1,0	-0,3	-1,3	-1,0	-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 ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes							
	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		Total (d.; miles) ³⁾	Total
										Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar		
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	42,9	57,1	9,9	13,9		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007	119,9	8,6	115,1	6,5	2,6	104,3	1,8	0,0	3,1	4,0	3,1	968	-0,6
2008	113,0	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,4	-0,8	-1,9	-0,1	-1,8	-1,9	896	-7,0
2009	87,7	-22,8	95,5	-18,5	-2,7	101,6	-1,7	-1,5	-1,9	-1,2	-3,9	925	3,2
2009 II	84,3	-30,6	93,8	-23,4	-3,0	101,6	-2,0	-1,4	-2,4	-2,1	-5,5	948	0,2
III	90,3	-21,4	96,1	-18,9	-3,4	101,5	-1,9	-1,3	-2,4	-2,8	-3,2	962	10,1
IV	91,9	-2,8	97,5	-9,2	-1,5	101,8	-0,5	-0,3	-0,6	0,4	-0,8	966	20,7
2010 I	95,5	13,8	100,9	6,4	0,6	102,1	0,7	1,3	0,5	3,2	0,9	892	7,4
2009 Dic	93,5	9,8	97,7	-2,9	-0,4	102,2	0,3	0,9	0,0	1,9	0,2	952	19,8
2010 Ene	92,2	7,5	99,2	1,1	-1,0	101,9	-0,3	0,7	-0,7	2,3	-1,5	859	8,3
Feb	94,6	12,6	100,3	6,1	0,2	101,9	0,3	0,6	0,4	2,0	0,6	878	2,9
Mar	99,5	20,5	103,2	11,1	2,4	102,6	2,0	2,7	1,8	5,4	3,5	938	10,2
Abr	100,0	21,7	101,1	10,1	0,2	101,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,9	839	-10,1
May	.	.	.	.	0,7	102,1	0,6	0,3	1,0	.	.	787	-13,1
	tasa de variación intermensual (d.)												
2010 Ene	-	-1,4	-	1,5	-0,3	-	-0,3	-0,2	-0,3	1,2	-1,4	-	-9,7
Feb	-	2,6	-	1,1	0,2	-	0,0	-0,1	0,1	-1,0	0,5	-	2,2
Mar	-	5,2	-	2,9	0,8	-	0,6	0,5	0,6	1,9	1,2	-	6,8
Abr	-	0,5	-	-2,0	-0,8	-	-0,8	-0,6	-0,8	-2,6	-1,0	-	-10,5
May	-	.	-	.	0,3	-	0,3	0,2	0,4	.	.	-	-6,2

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 del cuadro 4 de la sección 5.2 [que incluye cálculos del BCE basados en datos de la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (ACEA, en sus siglas en inglés)].

1) En el año 2005.

2) Incluye las industrias manufactureras que basan su producción principalmente en pedidos y que representaban el 61,2% del total de las manufacturas en el año 2005.

3) Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales del período de que se trate.

5.2 Producto y demanda

(Saldos netos ¹⁾, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea ²⁾

	Indicador de clima económico ³⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006	107,2	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	109,2	5	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2008	93,5	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	24	-14
2009	80,8	-28	-56	14	-15	71,1	-25	-7	-26	56	-10
2009 II	75,6	-33	-62	18	-20	69,9	-28	-9	-34	59	-11
III	84,1	-26	-58	12	-9	70,3	-21	-5	-20	51	-9
IV	91,9	-19	-50	7	1	71,7	-17	-3	-11	48	-7
2010 I	96,6	-12	-41	2	7	73,9	-17	-4	-11	46	-7
II	99,2	-7	-29	0	10	.	-17	-6	-18	34	-9
2010 Ene	96,0	-14	-44	3	5	72,3	-16	-3	-9	46	-6
Feb	95,9	-13	-42	4	7	-	-17	-4	-12	47	-7
Mar	97,9	-10	-39	0	9	-	-17	-5	-12	46	-7
Abr	100,6	-7	-32	-1	9	75,5	-15	-5	-12	36	-8
May	98,4	-6	-28	1	10	-	-18	-7	-21	34	-10
Jun	98,7	-6	-26	1	10	-	-17	-7	-20	32	-9

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas de creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	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
2009 II	-33	-42	-24	-17	-23	9	-19	-22	-29	-23	-15
III	-31	-41	-22	-14	-19	10	-13	-12	-18	-13	-5
IV	-28	-40	-16	-12	-19	10	-7	-4	-8	-8	3
2010 I	-27	-37	-17	-7	-9	8	-2	0	-4	-2	7
II	-28	-40	-16	-4	-5	8	0	4	1	4	8
2010 Ene	-29	-38	-20	-5	-6	8	-2	-1	-6	-2	5
Feb	-29	-39	-18	-9	-12	9	-5	1	-2	-3	7
Mar	-25	-35	-14	-6	-9	9	-1	1	-3	-1	8
Abr	-25	-37	-13	-1	-1	8	4	6	0	5	11
May	-28	-40	-17	-6	-7	10	-1	4	-1	4	8
Jun	-30	-43	-17	-6	-7	8	-3	4	2	4	6

Fuente: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 2) A partir de mayo de 2010, los datos hacen referencia a la nueva clasificación de actividades económicas en la Unión Europea («NACE Revisión 2»).
- 3) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%; el de confianza de los servicios, del 30%; el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2008.
- 4) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son medias de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo ¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Empleo en términos de personas ocupadas

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total Millones (d.)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	85,3	14,7	3,8	17,1	7,5	25,5	16,1	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	146,754	1,8	2,0	0,7	-1,6	0,3	3,6	1,9	4,3	1,3
2008	147,846	0,7	0,9	-0,3	-1,8	0,0	-2,3	1,2	2,3	1,1
2009	145,079	-1,9	-1,8	-2,1	-2,2	-5,1	-6,7	-1,8	-2,2	1,3
2009 II	145,362	-1,9	-1,9	-2,1	-2,0	-4,9	-7,2	-1,9	-2,4	1,4
III	144,587	-2,3	-2,3	-2,3	-2,6	-6,4	-7,3	-1,9	-2,8	1,4
IV	144,258	-2,0	-2,0	-2,1	-2,0	-6,1	-5,4	-2,0	-2,1	1,0
2010 I	144,261	-1,2	-1,2	-0,9	-1,1	-5,3	-4,3	-1,3	-0,4	1,5
tasa de variación intertrimestral (d.)										
2009 II	-0,752	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-1,7	-1,3	-0,5	-0,7	0,4
III	-0,775	-0,5	-0,5	-0,6	-1,2	-1,7	-1,7	-0,3	-0,5	0,3
IV	-0,329	-0,2	-0,2	-0,3	0,3	-1,1	-0,4	-0,6	0,2	0,2
2010 I	0,004	0,0	-0,1	0,4	0,1	-0,9	-1,5	0,0	0,5	0,5

2. Empleo en términos de horas trabajadas

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total Millones (d.)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	80,4	19,6	5,0	17,1	8,4	26,9	15,6	27,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	237.005,4	1,8	2,0	0,8	-2,3	0,6	3,6	1,9	4,3	1,1
2008	238.642,1	0,7	1,0	-0,6	-2,0	-0,5	-2,0	1,0	2,6	1,4
2009	230.970,5	-3,2	-3,3	-2,7	-2,2	-8,7	-8,3	-2,5	-3,4	1,1
2009 II	57.761,5	-4,1	-4,5	-2,7	-1,3	-11,1	-9,3	-3,1	-4,3	0,6
III	57.578,7	-3,5	-3,7	-2,8	-2,6	-9,9	-8,6	-2,6	-4,2	1,3
IV	57.653,2	-2,2	-2,3	-1,8	-1,8	-6,2	-6,0	-1,7	-2,6	1,1
2010 I	57.622,3	-0,4	-0,5	-0,2	-2,6	-3,1	-3,7	-0,3	-0,1	2,1
tasa de variación intertrimestral (d.)										
2009 II	-215,7	-0,4	-0,5	0,1	0,0	-1,9	-0,2	-0,2	-0,7	0,5
III	-182,8	-0,3	-0,3	-0,6	-1,3	-0,8	-1,1	-0,4	-0,5	0,5
IV	74,5	0,1	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	0,0	0,6	0,4
2010 I	-30,9	-0,1	0,0	-0,1	-1,1	-0,5	-1,9	0,0	0,4	0,6

3. Horas trabajadas por persona ocupada

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total Millones (d.)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	1,615	0,0	0,0	0,2	-0,7	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	1,614	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,5	0,3	-0,2	0,3	0,3
2009	1,592	-1,4	-1,5	-0,6	-0,1	-3,8	-1,7	-0,7	-1,2	-0,3
2009 II	0,397	-2,3	-2,7	-0,7	0,7	-6,6	-2,3	-1,2	-1,9	-0,9
III	0,398	-1,3	-1,5	-0,5	-0,1	-3,8	-1,4	-0,7	-1,4	-0,1
IV	0,400	-0,1	-0,3	0,3	0,2	-0,1	-0,6	0,3	-0,5	0,1
2010 I	0,399	0,8	0,8	0,7	-1,5	2,3	0,6	1,0	0,4	0,6

Fuente: Eurostat.

1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95.

2) En el año 2009.

5.3 Mercado de trabajo

4. Desempleo ¹⁾

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		78,4		21,6		53,8		46,2	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2006	12.878	8,3	10.054	7,3	2.824	16,4	6.390	7,5	6.488	9,4
2007	11.664	7,5	9.113	6,6	2.551	14,9	5.730	6,7	5.934	8,5
2008	11.895	7,6	9.269	6,6	2.625	15,4	5.998	6,9	5.896	8,3
2009	14.864	9,4	11.645	8,2	3.220	19,4	7.996	9,3	6.868	9,6
2009 I	13.888	8,8	10.802	7,7	3.086	18,3	7.354	8,5	6.534	9,2
II	14.779	9,3	11.538	8,2	3.241	19,4	7.961	9,2	6.817	9,5
III	15.277	9,7	11.986	8,5	3.290	19,9	8.246	9,6	7.031	9,8
IV	15.513	9,8	12.252	8,7	3.260	19,9	8.423	9,8	7.090	9,9
2010 I	15.696	9,9	12.444	8,8	3.253	20,0	8.493	9,9	7.204	10,0
2009 Dic	15.555	9,9	12.309	8,7	3.246	19,9	8.436	9,8	7.119	9,9
2010 Ene	15.624	9,9	12.376	8,7	3.249	20,0	8.474	9,8	7.150	10,0
Feb	15.705	9,9	12.430	8,8	3.275	20,2	8.514	9,9	7.191	10,0
Mar	15.760	10,0	12.526	8,8	3.234	20,0	8.490	9,9	7.270	10,1
Abr	15.754	10,0	12.528	8,8	3.227	20,0	8.475	9,9	7.279	10,1
May	15.789	10,0	12.588	8,9	3.201	19,9	8.475	9,9	7.314	10,2

Fuente: Eurostat.

1) Las cifras de desempleo siguen las recomendaciones de la OIT.

2) En el año 2009.

3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta los 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ⁽²⁾
		Impuest. directos			Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales			Ventas	Impuest. sobre el capital			
			Hogares	Empresas				Empleadores	Asalariados					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,8	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,0	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,7
2005	44,8	44,3	11,5	8,8	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,3	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,4	45,2	12,4	9,1	3,2	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,6
2008	44,9	44,7	12,2	9,3	2,8	13,3	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,2	0,3	41,0
2009	44,5	44,2	11,4	9,2	2,0	13,1	0,3	15,7	8,3	4,5	2,2	0,3	0,4	40,5

2. Zona del euro – Empleos

	Total	Empleos corrientes								Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios ³⁾
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes				Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE		
							Pagos sociales	Subvenciones	Pagadas por inst. de la UE					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,8	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,0	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2006	46,7	42,9	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,4	21,6	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	46,9	43,1	10,1	5,1	3,0	24,8	22,0	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,9
2009	50,8	46,6	10,8	5,6	2,8	27,3	24,2	1,9	0,5	4,2	2,8	1,4	0,0	48,0

3. Zona del euro – Déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/ superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2
2007	-0,6	-1,1	0,0	-0,1	0,5	2,3	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-2,0	-2,0	-0,2	-0,2	0,4	1,0	20,5	10,1	5,1	5,3	1,9	2,1	8,1	12,4
2009	-6,2	-5,0	-0,5	-0,3	-0,4	-3,4	22,1	10,8	5,6	5,8	2,0	2,2	8,8	13,3

4. Países de la zona del euro – Déficit (-)/superávit (+) ⁵⁾

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2006	0,3	-1,6	3,0	-3,6	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,4	-2,6	0,5	-1,5	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	0,2	0,1	-5,1	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,6	-2,2	0,2	-0,4	-2,6	0,0	-1,9	5,2
2008	-1,2	0,0	-7,3	-7,7	-4,1	-3,3	-2,7	0,9	2,9	-4,5	0,7	-0,4	-2,8	-1,7	-2,3	4,2
2009	-6,0	-3,3	-14,3	-13,6	-11,2	-7,5	-5,3	-6,1	-0,7	-3,8	-5,3	-3,4	-9,4	-5,5	-6,8	-2,2

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

1) 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.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

4) Se corresponde con el gasto en consumo final (P3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.

5) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	43,9	22,1	12,3	9,5	25,4
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,0	10,4	26,2
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	40,5	19,4	10,6	10,5	27,4
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,7	19,6	11,0	9,1	29,3
2004	69,5	2,2	12,0	5,0	50,3	38,2	18,5	10,7	9,0	31,3
2005	70,1	2,4	11,8	4,7	51,1	36,3	17,2	11,1	8,0	33,8
2006	68,2	2,4	11,5	4,1	50,2	34,4	17,4	9,3	7,7	33,8
2007	65,9	2,2	10,8	4,2	48,7	32,6	16,7	8,5	7,3	33,4
2008	69,4	2,3	11,0	6,7	49,4	32,4	16,6	7,9	7,8	37,0
2009	78,8	2,4	11,9	8,6	55,8	36,6	19,7	8,7	8,2	42,2

2. Zona del euro – Por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2000	69,2	58,2	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,2	13,4	27,8	28,1	67,4	1,8
2001	68,2	57,1	6,0	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,7	1,5
2002	68,0	56,7	6,2	4,7	0,4	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,7	1,3
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,2	0,9
2004	69,5	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,1	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,2	4,6	14,8	25,5	29,7	69,1	1,0
2006	68,2	55,9	6,5	5,3	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,7	0,6
2007	65,9	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,5	4,3	14,6	23,5	27,8	65,4	0,5
2008	69,4	57,2	6,6	5,2	0,4	10,2	59,2	4,4	17,8	23,3	28,4	68,6	0,8
2009	78,8	64,9	7,6	5,6	0,6	12,2	66,5	4,5	19,8	26,7	32,2	78,0	0,8

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2006	88,1	67,6	24,9	97,8	39,6	63,7	106,5	64,6	6,5	63,7	47,4	62,2	64,7	26,7	30,5	39,7
2007	84,2	65,0	25,0	95,7	36,2	63,8	103,5	58,3	6,7	61,9	45,5	59,5	63,6	23,4	29,3	35,2
2008	89,8	66,0	43,9	99,2	39,7	67,5	106,1	48,4	13,7	63,7	58,2	62,6	66,3	22,6	27,7	34,2
2009	96,7	73,2	64,0	115,1	53,2	77,6	115,8	56,2	14,5	69,1	60,9	66,5	76,8	35,9	35,7	44,0

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- Los datos se refieren al Euro-16. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de Administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- Tenedores residentes en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.

6.3 Variaciones de la deuda ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Por origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros			Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁵⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	1,5	0,0	-0,5	-0,8	1,9
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	0,0	-0,5	-0,1	2,1
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,8	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,1	-0,3	0,1	3,1
2005	3,1	3,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,6	-0,7	0,8	3,6
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	-0,1	1,0	-1,2	1,6
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,2	0,2	-0,3	1,2
2008	5,2	5,1	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	2,0	0,7	0,4	-0,4	4,5
2009	7,1	7,3	-0,2	0,0	0,1	0,6	1,6	4,8	3,1	2,5	0,5	4,0

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-)/superávit (+) ⁷⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁸⁾											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ⁹⁾
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹⁰⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	1,9	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,1	-2,6	0,5	0,6	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,6	0,4	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,2	-2,0	3,3	3,1	0,8	0,7	0,8	0,8	0,0	0,6	0,1	0,0	0,0	0,1
2009	7,1	-6,2	0,9	1,0	0,4	0,0	0,2	0,4	-0,2	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-16 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003 IV	49,2	48,2	13,1	14,1	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,7
2004 I	41,4	40,9	9,5	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
II	44,7	44,0	11,9	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,7
III	42,8	42,4	10,7	12,8	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,2
IV	49,0	48,0	12,9	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,7
2005 I	42,0	41,5	10,0	13,0	15,2	1,7	0,6	0,5	0,3	38,5
II	44,3	43,7	11,5	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,1
III	43,6	42,9	11,1	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,7
IV	49,0	48,3	13,3	14,2	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	43,9
2006 I	42,4	42,0	10,3	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	39,0
II	45,4	44,9	12,2	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,1
III	43,8	43,3	11,6	13,0	15,2	2,0	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	49,3	48,7	14,0	14,3	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,4
2007 I	42,1	41,7	10,2	13,5	14,8	1,7	0,8	0,3	0,3	38,8
II	45,6	45,2	12,7	13,5	15,0	1,8	1,5	0,4	0,3	41,4
III	43,8	43,3	12,2	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
IV	49,8	49,1	14,4	14,1	15,8	3,0	0,9	0,6	0,3	44,6
2008 I	42,4	41,9	10,7	12,9	14,8	1,7	1,0	0,5	0,2	38,6
II	45,1	44,6	12,6	12,8	15,0	1,9	1,5	0,5	0,3	40,7
III	43,3	42,9	11,9	12,4	15,1	1,9	0,8	0,3	0,3	39,7
IV	48,6	48,4	13,6	13,6	16,3	3,0	1,0	0,2	0,3	43,7
2009 I	41,2	41,8	10,2	12,5	15,4	1,8	1,0	-0,6	0,2	38,4
II	43,8	43,9	11,5	12,6	15,5	2,0	1,5	-0,1	0,5	40,1
III	42,8	42,4	10,9	12,3	15,5	2,0	0,8	0,4	0,3	39,1
IV	49,8	47,9	12,7	13,6	16,4	3,2	0,9	1,9	0,5	43,2

2. Zona del euro – Empleos y déficit/superávit (datos trimestrales)

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes			Inversión	Transf. de capital				
						Beneficios sociales	Subven- ciones						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 IV	51,1	46,3	11,1	5,7	3,1	26,4	22,8	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,3	43,0	10,3	4,6	3,2	24,9	21,3	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
II	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,7	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,4
III	46,1	42,7	9,9	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,2	-0,1
IV	50,9	45,6	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 I	46,7	43,0	10,2	4,6	3,1	25,1	21,3	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,7
II	46,2	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,3
III	45,8	42,4	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,2	0,7
IV	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,1	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,2
2006 I	45,3	42,1	10,0	4,6	3,0	24,6	21,1	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,1
II	45,4	42,2	10,2	4,9	3,1	24,0	21,0	1,1	3,2	2,3	1,0	-0,1	3,0
III	45,4	42,0	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,4	1,0	-1,5	1,4
IV	50,3	45,0	10,7	5,7	2,7	25,9	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-1,0	1,7
2007 I	44,2	41,1	9,8	4,5	2,9	23,8	20,4	1,2	3,1	2,0	1,1	-2,2	0,8
II	44,6	41,4	9,9	4,8	3,2	23,5	20,5	1,1	3,1	2,3	0,8	1,1	4,3
III	44,6	41,2	9,6	4,8	2,9	24,0	20,7	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,9	2,1
IV	50,4	45,2	10,7	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,2	3,4	1,8	-0,6	2,1
2008 I	44,8	41,4	9,7	4,6	3,0	24,1	20,5	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,4	0,6
II	45,4	41,9	10,1	5,0	3,2	23,7	20,6	1,1	3,5	2,3	1,2	-0,3	2,9
III	45,5	42,0	9,7	4,8	3,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,2	0,8
IV	51,5	46,8	11,0	6,1	2,8	27,0	23,0	1,4	4,7	3,4	1,4	-3,0	-0,2
2009 I	47,6	44,9	10,5	5,2	2,9	26,3	22,4	1,3	2,7	2,2	0,4	-6,4	-3,5
II	49,5	46,1	10,9	5,5	3,2	26,6	23,1	1,3	3,4	2,7	0,6	-5,7	-2,5
III	49,4	45,5	10,4	5,2	2,7	27,1	23,5	1,4	3,9	2,6	1,2	-6,6	-3,9
IV	56,1	49,4	11,4	6,3	2,5	29,2	24,8	1,6	6,7	3,4	3,2	-6,3	-3,7

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-16. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda

1. Zona del euro – Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero ¹⁾

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2007 I	68,4	2,4	11,5	4,7	49,9
II	68,7	2,2	11,2	5,1	50,2
III	67,7	2,1	11,0	5,1	49,3
IV	65,9	2,2	10,8	4,2	48,7
2008 I	67,0	2,1	11,2	5,0	48,7
II	67,3	2,1	11,2	4,9	49,0
III	67,4	2,1	11,1	5,5	48,7
IV	69,4	2,3	11,0	6,7	49,4
2009 I	72,8	2,3	11,3	7,9	51,4
II	76,1	2,4	11,6	8,4	53,7
III	77,9	2,3	11,7	9,2	54,6
IV	78,8	2,4	11,9	8,6	55,8

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-)/superávit (+)	Ajuste entre déficit y deuda								Pro memoria: Necesidad de financiación
			Total	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros					Efectos de valoración y otros cambios en el volumen	Otros	
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores	Acciones y otras participaciones			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007 I	4,5	-2,2	2,3	1,8	1,1	0,0	0,6	0,1	-0,7	1,2	5,2
II	4,2	1,1	5,2	4,9	4,1	0,0	0,5	0,3	0,6	-0,3	3,6
III	-0,6	-0,9	-1,4	-1,4	-2,1	0,0	0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,6
IV	-3,5	-0,6	-4,1	-2,9	-2,1	0,0	-0,6	-0,2	0,0	-1,2	-3,4
2008 I	6,6	-2,4	4,2	3,3	2,0	0,0	1,1	0,3	0,0	0,9	6,6
II	4,0	-0,3	3,7	3,9	1,8	0,3	1,3	0,4	0,1	-0,3	3,9
III	2,2	-2,2	0,0	-0,9	-1,6	0,0	0,2	0,5	0,4	0,4	1,8
IV	8,0	-3,0	5,1	5,8	0,8	2,6	0,5	1,9	0,0	-0,8	8,0
2009 I	11,9	-6,4	5,5	6,5	5,1	-0,1	0,9	0,7	-1,3	0,3	13,2
II	9,9	-5,7	4,2	3,3	2,5	-0,6	0,2	1,2	0,6	0,4	9,3
III	4,7	-6,6	-1,9	-2,9	-3,2	0,7	0,0	-0,4	0,2	0,8	4,5
IV	2,2	-6,3	-4,1	-2,6	-2,6	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-1,3	2,4

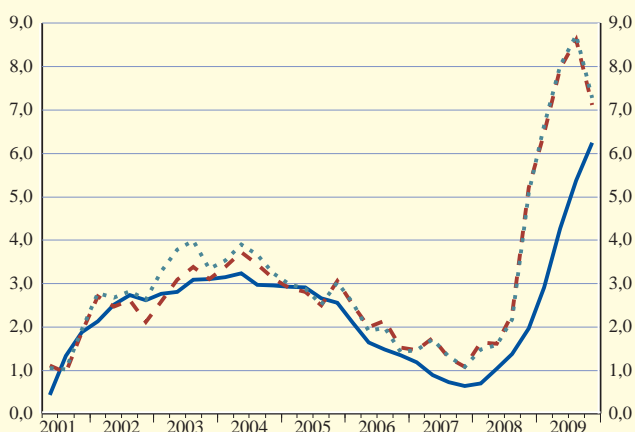
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

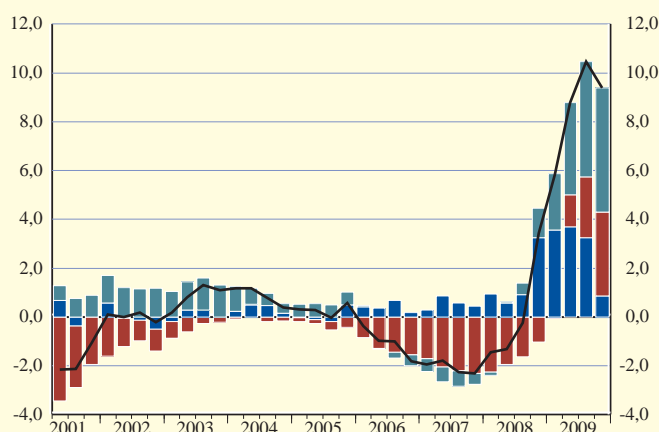
C29 Deuda según los criterios Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

— Déficit
- - - Variaciones de la deuda
... Necesidad de financiación



■ Ajuste entre déficit y deuda
■ Déficit/superávit primario
■ Crecimiento/diferencial de tipos de interés
— Variación de la deuda en relación con el PIB



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

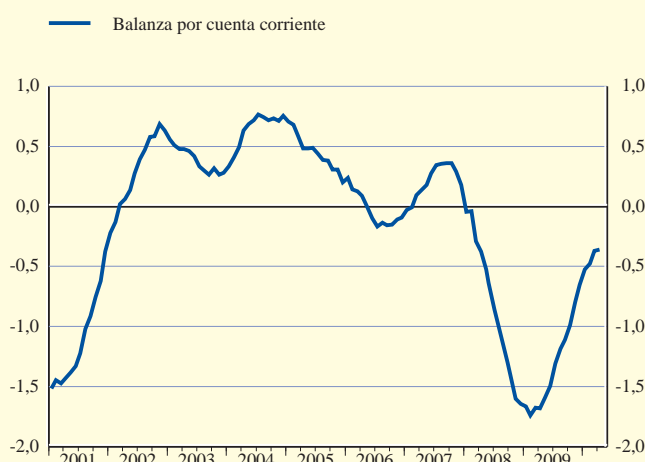
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; operaciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/ necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2007	13,5	48,0	49,6	2,9	-87,0	5,0	18,5	-10,7	-73,7	151,5	-63,7	-19,6	-5,1	-7,8
2008	-153,8	-19,1	41,4	-76,6	-99,5	9,8	-144,0	163,2	-198,7	344,1	-62,5	83,7	-3,4	-19,2
2009	-55,8	39,5	31,4	-38,0	-88,7	8,0	-47,8	45,4	-95,7	317,9	39,9	-221,2	4,5	2,4
2009 I	-37,2	-7,6	1,8	-3,0	-28,4	1,5	-35,8	50,9	-64,6	105,8	15,8	-11,8	5,6	-15,1
II	-22,0	14,0	6,9	-25,5	-17,3	2,2	-19,8	10,9	0,3	70,8	22,9	-81,7	-1,4	8,9
III	-3,6	13,8	12,2	-6,7	-22,8	1,4	-2,2	-12,6	-23,7	78,2	-4,5	-62,9	0,3	14,8
IV	7,0	19,4	10,6	-2,8	-20,2	3,0	9,9	-3,8	-7,8	63,1	5,8	-64,8	-0,1	-6,2
2010 I	-19,6	3,5	5,3	1,2	-29,7	2,7	-16,9	18,1	-26,6	-9,6	3,9	55,1	-4,8	-1,1
2009 Abr	-9,8	4,1	2,0	-6,6	-9,3	1,6	-8,2	18,1	7,7	-5,3	13,0	1,5	1,2	-9,9
May	-13,7	2,6	3,0	-12,7	-6,7	0,2	-13,5	9,4	17,5	33,8	9,4	-49,1	-2,2	4,1
Jun	1,5	7,3	1,8	-6,2	-1,3	0,3	1,8	-16,6	-24,8	42,3	0,5	-34,2	-0,4	14,8
Jul	8,1	14,1	3,9	-3,0	-6,9	0,9	9,0	-19,4	7,2	-26,5	6,4	-2,9	-3,7	10,4
Ago	-6,1	-1,9	4,1	0,0	-8,3	0,5	-5,5	-10,8	1,7	25,7	-9,8	-29,2	0,8	16,3
Sep	-5,6	1,5	4,1	-3,7	-7,5	0,0	-5,6	17,6	-32,6	78,9	-1,1	-30,8	3,3	-11,9
Oct	-0,2	8,5	4,1	0,5	-13,3	0,2	0,0	1,5	-3,0	8,2	1,8	-4,8	-0,6	-1,5
Nov	-2,4	5,0	1,6	-2,8	-6,1	1,4	-1,0	2,8	-7,4	-6,2	-0,1	15,1	1,4	-1,8
Dic	9,5	5,9	4,9	-0,5	-0,7	1,4	10,9	-8,1	2,7	61,1	4,1	-75,0	-0,8	-2,8
2010 Ene	-14,7	-7,4	0,8	-1,1	-7,1	1,7	-13,0	14,5	-3,1	-0,7	5,1	11,7	1,5	-1,5
Feb	-6,2	5,1	2,0	1,1	-14,3	0,9	-5,3	4,5	0,6	7,5	-0,1	0,1	-3,6	0,7
Mar	1,3	5,7	2,5	1,3	-8,3	0,1	1,4	-1,0	-24,2	-16,3	-1,1	43,2	-2,6	-0,4
Abr	-6,9	3,6	2,8	-5,5	-7,8	-0,2	-7,1	8,2	-11,3	29,9	-0,3	-10,1	0,0	-1,1
operaciones acumuladas de 12 meses														
2010 Abr	-35,3	50,1	35,8	-32,6	-88,5	7,4	-27,9	2,6	-76,8	237,6	14,8	-165,9	-7,1	25,3
operaciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB														
2010 Abr	-0,4	0,6	0,4	-0,4	-1,0	0,1	-0,3	0,0	-0,9	2,6	0,2	-1,8	-0,1	0,3

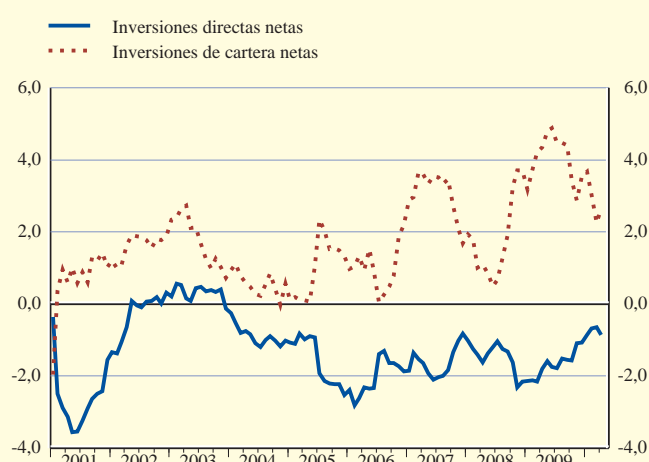
C30 Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente

(datos desestacionalizados; operaciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



C31 Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera

(operaciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

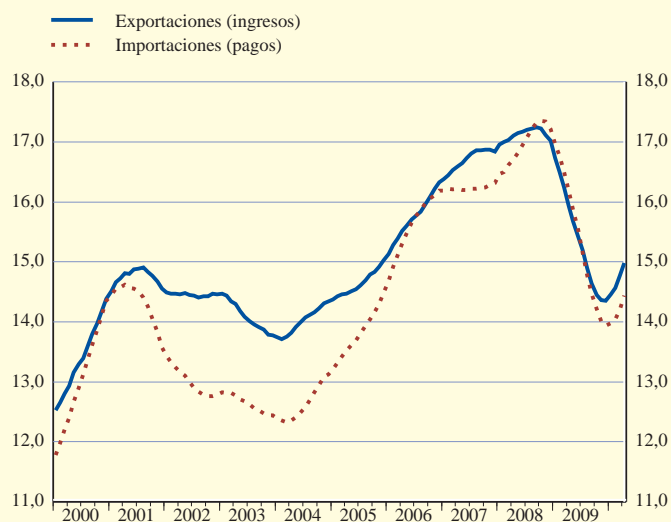
(mm de euros; operaciones)

1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes					
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		Ingresos	Pagos	
											Remesas de trabajadores	Remesas de trabajadores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2007	2.702,7	2.689,2	13,5	1.518,0	1.470,1	494,9	445,3	598,7	595,8	91,0	6,4	178,1	20,7	25,7	20,7
2008	2.732,5	2.886,3	-153,8	1.580,4	1.599,5	517,6	476,2	546,1	622,6	88,5	6,7	188,0	21,4	24,2	14,5
2009	2.274,9	2.330,7	-55,8	1.290,1	1.250,5	471,1	439,7	421,0	459,0	92,8	6,1	181,5	21,6	18,9	10,9
2009 I	557,1	594,4	-37,2	307,5	315,1	110,4	108,6	113,5	116,4	25,8	1,4	54,2	5,0	4,1	2,6
II	559,5	581,4	-22,0	312,5	298,5	114,8	107,9	111,2	136,7	21,0	1,6	38,3	5,4	4,9	2,8
III	556,0	559,6	-3,6	322,5	308,7	124,0	111,9	95,1	101,8	14,3	1,6	37,2	5,5	3,9	2,4
IV	602,3	595,3	7,0	347,6	328,2	121,8	111,3	101,2	104,0	31,7	1,5	51,8	5,7	6,0	3,0
2010 I	573,8	593,4	-19,6	347,7	344,2	107,8	102,4	94,6	93,4	23,7	.	53,4	.	5,3	2,6
2010 Feb	185,0	191,2	-6,2	111,7	106,6	34,2	32,2	30,3	29,2	8,8	.	23,2	.	1,6	0,7
Mar	214,4	213,2	1,3	135,8	130,1	38,5	36,0	35,6	34,3	4,5	.	12,8	.	1,1	1,0
Abr	195,1	202,0	-6,9	122,9	119,4	38,1	35,3	30,1	35,5	4,0	.	11,8	.	0,7	0,9
	Datos desestacionalizados														
2009 III	551,7	560,1	-8,4	316,2	302,6	115,2	107,1	98,6	108,1	21,8	.	42,3	.	.	.
IV	573,3	581,0	-7,7	331,6	317,6	118,5	108,2	96,7	107,1	26,5	.	48,1	.	.	.
2010 I	600,2	604,9	-4,7	362,5	351,4	118,1	107,0	97,6	102,1	22,0	.	44,4	.	.	.
2010 Feb	195,1	199,6	-4,5	119,0	113,7	38,7	35,2	32,7	34,2	4,6	.	16,5	.	.	.
Mar	205,7	204,2	1,5	126,5	123,1	40,1	35,6	32,9	33,8	6,2	.	11,7	.	.	.
Abr	199,8	204,9	-5,1	124,5	123,2	40,1	36,6	30,0	32,7	5,2	.	12,5	.	.	.
	operaciones acumuladas de 12 meses														
2010 Abr	2.303,1	2.335,4	-32,3	1.347,4	1.298,5	468,6	432,7	395,6	427,5	91,4	.	176,7	.	.	.
	operaciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB														
2010 Abr	25,6	26,0	-0,4	15,0	14,4	5,2	4,8	4,4	4,8	1,0	.	2,0	.	.	.

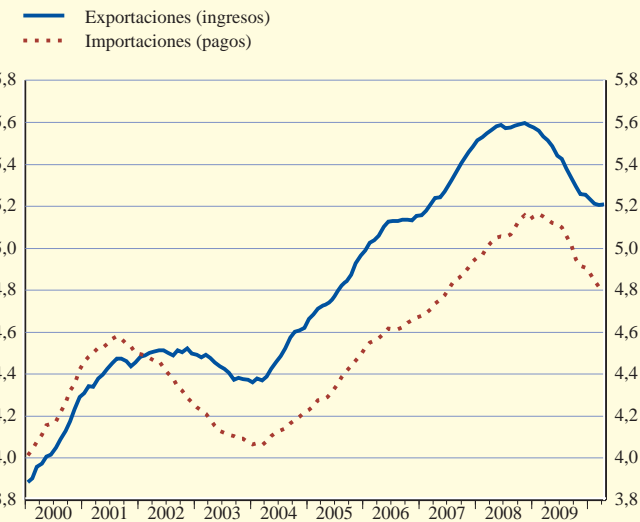
C32 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(datos desestacionalizados; operaciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



C33 Balanza de pagos de la zona del euro: servicios

(datos desestacionalizados; operaciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas

(operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos
					Ingresos		Pagos		Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
					Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2007	18,8	10,3	579,9	585,5	208,7	70,9	137,7	44,2	26,6	25,2	45,3	113,7	118,8	111,1	180,5	197,8
2008	18,9	10,4	527,1	612,2	154,4	17,9	147,0	50,0	29,9	24,8	43,0	119,0	125,2	125,3	174,5	196,1
2009	18,9	11,6	402,0	447,4	131,7	23,2	106,5	37,1	20,3	20,8	31,4	80,0	110,2	141,9	108,5	98,3
2008 IV	4,9	2,7	127,8	142,3	35,9	-1,5	36,5	10,1	8,4	6,0	8,4	19,9	31,6	32,7	43,5	47,1
2009 I	4,7	2,1	108,8	114,4	34,1	7,8	26,7	15,2	5,2	5,1	6,9	13,3	29,4	37,5	33,3	31,9
II	4,6	2,6	106,6	134,2	33,1	1,5	25,6	4,3	5,6	5,9	10,6	38,8	27,5	36,6	29,8	27,2
III	4,6	3,5	90,5	98,4	29,0	7,5	25,1	8,5	4,1	4,7	7,1	13,9	27,4	34,8	22,9	19,9
IV	5,0	3,5	96,2	100,5	35,5	6,3	29,1	9,1	5,4	5,0	6,8	14,1	25,9	33,0	22,5	19,3

3. Desagregación geográfica

(operaciones acumuladas)

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dina-marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
I 2009 a IV 2009	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Ingresos																
Cuenta corriente	2.274,9	803,1	45,9	65,9	393,5	234,0	63,7	34,4	30,6	87,0	29,3	46,7	70,3	167,3	306,4	699,8
Bienes	1.290,1	429,7	27,7	41,2	183,8	176,8	0,2	18,5	15,7	69,1	21,8	28,8	50,2	83,8	153,2	419,3
Servicios	471,1	157,2	11,1	12,1	101,9	26,6	5,5	7,4	6,5	13,0	5,9	10,6	12,8	48,4	70,4	138,9
Renta	421,0	148,5	6,5	11,3	96,1	27,1	7,5	8,1	7,6	4,8	1,5	7,1	7,0	28,1	77,6	130,7
Rentas de la inversión	402,0	141,8	6,4	11,1	94,5	26,5	3,3	8,1	7,5	4,7	1,5	7,1	6,9	20,9	75,7	127,8
Transferencias corrientes	92,8	67,8	0,7	1,3	11,8	3,4	50,6	0,4	0,8	0,2	0,1	0,2	0,3	6,9	5,1	10,9
Cuenta de capital	18,9	14,6	0,0	0,0	0,8	0,2	13,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5	3,3
Pagos																
Cuenta corriente	2.330,7	749,6	40,6	67,3	336,3	207,7	97,6	-	24,6	-	-	85,9	-	157,0	324,9	-
Bienes	1.250,5	359,7	26,2	37,0	136,4	160,0	0,0	20,1	10,3	153,4	18,0	41,8	78,3	72,1	121,4	375,5
Servicios	439,7	133,8	7,1	10,4	84,4	31,6	0,2	5,7	5,6	9,7	4,4	7,6	7,5	40,3	94,3	130,7
Renta	459,0	145,9	6,4	18,8	103,0	11,7	6,0	-	7,0	-	-	36,1	-	38,6	102,2	-
Rentas de la inversión	447,4	138,5	6,3	18,7	101,4	6,0	6,0	-	6,9	-	-	36,0	-	38,1	101,4	-
Transferencias corrientes	181,5	110,1	0,8	1,1	12,5	4,4	91,4	1,4	1,7	2,9	0,7	0,4	0,5	5,9	6,9	50,9
Cuenta de capital	10,9	2,4	0,1	0,1	0,9	0,2	1,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,8	6,6
Neto																
Cuenta corriente	-55,8	53,6	5,3	-1,4	57,2	26,2	-33,9	-	6,0	-	-	-39,2	-	10,2	-18,5	-
Bienes	39,5	70,0	1,5	4,2	47,4	16,8	0,2	-1,5	5,4	-84,3	3,8	-13,0	-28,2	11,7	31,8	43,8
Servicios	31,4	23,3	3,9	1,7	17,5	-5,0	5,2	1,7	0,9	3,2	1,6	3,0	5,3	8,1	-23,9	8,2
Renta	-38,0	2,5	0,1	-7,5	-6,9	15,5	1,5	-	0,6	-	-	-29,0	-	-10,5	-24,6	-
Rentas de la inversión	-45,4	3,3	0,1	-7,6	-7,0	20,5	-2,7	-	0,6	-	-	-29,0	-	-17,2	-25,7	-
Transferencias corrientes	-88,7	-42,4	-0,2	0,2	-0,7	-1,0	-40,8	-1,1	-0,9	-2,6	-0,6	-0,1	-0,2	0,9	-1,8	-40,0
Cuenta de capital	8,0	12,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	12,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-3,3

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones y otros flujos durante el período)

1. Resumen de la cuenta financiera

	Total ¹⁾			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2006	12.384,3	13.399,8	-1.015,5	144,7	156,6	-11,9	3.153,4	2.729,4	4.372,1	5.950,0	-20,8	4.553,8	4.720,4	325,8
2007	13.908,5	15.155,8	-1.247,3	154,4	168,2	-13,8	3.572,8	3.130,7	4.631,6	6.556,5	-26,0	5.382,9	5.468,6	347,2
2008	13.315,2	14.949,2	-1.634,0	143,7	161,4	-17,6	3.744,4	3.217,0	3.763,9	6.078,6	-36,2	5.468,8	5.653,6	374,2
2009 II	13.309,9	14.845,3	-1.535,4	146,6	163,5	-16,9	4.012,1	3.302,8	3.898,5	6.304,5	-57,8	5.075,6	5.238,0	381,5
III	13.381,5	14.979,0	-1.597,5	148,6	166,3	-17,7	4.042,1	3.345,1	4.059,8	6.626,7	-60,1	4.908,9	5.007,2	430,8
IV	13.687,5	15.154,8	-1.467,3	152,6	168,9	-16,4	4.138,5	3.386,5	4.209,0	6.816,7	-48,3	4.926,0	4.951,6	462,4
Variaciones de los saldos vivos														
2005	2.209,7	2.070,3	139,3	27,1	25,4	1,7	522,1	209,0	842,5	1.012,3	16,0	790,0	849,1	39,1
2006	1.545,8	1.845,7	-299,9	18,1	21,6	-3,5	362,6	285,1	484,6	892,2	0,6	692,3	668,4	5,7
2007	1.524,2	1.756,0	-231,9	16,9	19,5	-2,6	419,4	401,3	259,5	606,5	-5,2	829,1	748,1	21,4
2008	-593,3	-206,6	-386,6	-6,4	-2,2	-4,2	171,7	86,3	-867,7	-478,0	-10,2	85,9	185,1	27,0
2009 III	71,6	133,7	-62,1	3,2	6,0	-2,8	30,0	42,3	161,2	322,2	-2,3	-166,7	-230,8	49,3
IV	306,0	175,8	130,2	13,1	7,6	5,6	96,4	41,4	149,2	190,0	11,8	17,1	-55,6	31,5
Operaciones														
2006	1.728,6	1.719,1	9,4	20,2	20,1	0,1	417,6	257,4	519,8	708,5	0,6	789,3	753,2	1,3
2007	1.946,6	1.935,9	10,7	21,6	21,5	0,1	476,5	402,9	438,5	589,9	63,7	962,8	943,1	5,1
2008	464,8	628,0	-163,2	5,0	6,8	-1,8	323,8	125,1	-10,2	333,9	62,5	85,3	169,0	3,4
2009	-164,6	-119,3	-45,4	-1,8	-1,3	-0,5	314,4	218,6	74,2	392,1	-39,9	-508,8	-729,9	-4,5
2009 III	20,8	8,1	12,6	0,9	0,4	0,6	62,0	38,2	45,6	123,7	4,5	-91,0	-153,8	-0,3
IV	55,9	52,2	3,8	2,4	2,2	0,2	62,8	55,0	38,0	101,1	-5,8	-39,1	-103,9	0,1
2010 I	157,3	175,3	-18,1	7,1	7,9	-0,8	46,5	19,8	69,9	60,3	-3,9	40,1	95,2	4,8
2009 Dic	-77,5	-85,6	8,1	.	.	.	15,3	17,9	-6,4	54,7	-4,1	-83,1	-158,2	0,8
2010 Ene	79,6	94,0	-14,5	.	.	.	5,8	2,6	30,9	30,2	-5,1	49,5	61,2	-1,5
Feb	42,6	47,2	-4,5	.	.	.	14,4	15,0	9,0	16,5	0,1	15,5	15,7	3,6
Mar	35,1	34,1	1,0	.	.	.	26,4	2,2	30,0	13,6	1,1	-25,0	18,2	2,6
Abr	127,6	135,7	-8,2	.	.	.	15,6	4,3	16,7	46,6	0,3	94,9	84,8	0,0
Otros flujos														
2005	851,4	749,6	101,7	10,4	9,2	1,2	163,7	56,5	426,3	487,7	-1,4	205,7	205,4	57,1
2006	-182,7	126,6	-309,3	-2,1	1,5	-3,6	-55,0	27,7	-35,2	183,7	0,0	-97,0	-84,8	4,4
2007	-422,5	-179,9	-242,5	-4,7	-2,0	-2,7	-57,1	-1,5	-179,0	16,6	-69,0	-133,6	-195,0	16,3
2008	-1.058,0	-834,6	-223,4	-11,4	-9,0	-2,4	-152,1	-38,8	-857,5	-811,8	-72,7	0,6	16,1	23,6
Otros flujos debidos a variaciones de tipo de cambio														
2005	394,2	245,0	149,2	4,8	3,0	1,8	89,8	5,7	158,3	101,4	.	129,2	137,9	17,0
2006	-343,3	-228,5	-114,8	-4,0	-2,7	-1,3	-72,1	-4,2	-151,6	-101,1	.	-105,7	-123,2	-13,9
2007	-531,1	-291,5	-239,6	-5,9	-3,2	-2,7	-113,3	-5,9	-219,2	-106,0	.	-185,0	-179,6	-13,7
2008	-40,3	59,3	-99,6	-0,4	0,6	-1,1	-17,3	-0,2	1,8	42,0	.	-34,0	17,5	9,2
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2005	284,5	430,3	-145,8	3,5	5,3	-1,8	45,0	40,8	199,0	389,5	-1,4	.	.	41,9
2006	288,6	298,4	-9,8	3,4	3,5	-0,1	45,4	33,5	226,0	264,9	0,0	.	.	17,1
2007	82,4	124,7	-42,4	0,9	1,4	-0,5	46,5	12,5	75,0	112,2	-69,8	.	.	30,7
2008	-1.013,8	-1.102,1	88,3	-10,9	-11,9	1,0	-155,6	-138,4	-803,6	-963,7	-75,9	.	.	21,2
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2005	172,7	74,3	98,3	2,1	0,9	1,2	29,0	10,0	69,0	-3,1	.	76,5	67,4	-1,8
2006	-128,1	56,7	-184,7	-1,5	0,7	-2,2	-28,3	-1,6	-109,6	19,8	.	8,7	38,4	1,2
2007	30,7	-16,9	47,6	0,3	-0,2	0,5	5,0	-13,6	-33,0	12,4	.	59,5	-15,7	-0,8
2008	-20,9	191,6	-212,5	-0,2	2,1	-2,3	18,0	87,4	-56,9	102,2	.	25,4	2,0	-7,3
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2005	15,2	13,4	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,1	.	18,5	19,5	-5,9
2006	16,1	14,8	-	.	.	.	15,0	10,5	13,6	13,7	.	20,5	18,7	0,3
2007	15,7	14,3	-	.	.	.	15,1	14,7	10,0	9,8	.	21,2	20,0	1,6
2008	3,3	4,2	-	.	.	.	9,2	4,0	-0,5	5,3	.	1,6	3,2	1,0
2009 III	-4,0	-3,0	-	.	.	.	7,9	4,9	-3,0	4,4	.	-12,2	-14,9	-1,1
IV	-1,2	-0,8	-	.	.	.	8,3	6,8	1,9	6,4	.	-9,3	-12,8	-1,2
2010 I	2,0	1,3	-	.	.	.	6,6	6,2	5,6	6,0	.	-3,7	-7,1	1,3

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

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

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2007	3.572,8	2.886,7	240,8	2.645,9	686,1	6,4	679,7	3.130,7	2.401,0	69,5	2.331,5	729,8	15,4	714,4
2008	3.744,4	2.946,9	234,8	2.712,1	797,5	9,3	788,2	3.217,0	2.405,5	77,0	2.328,5	811,6	16,4	795,1
2009 III	4.042,1	3.158,3	259,6	2.898,7	883,8	10,4	873,4	3.345,1	2.517,5	74,7	2.442,8	827,6	15,2	812,4
IV	4.138,5	3.246,9	259,8	2.987,1	891,6	11,0	880,6	3.386,5	2.566,9	76,7	2.490,2	819,6	15,2	804,4
	Operaciones													
2008	323,8	195,1	-4,8	199,9	128,7	-0,2	128,9	125,1	93,0	-1,3	94,3	32,1	1,6	30,4
2009	314,4	227,0	22,0	205,0	87,4	3,4	84,0	218,6	212,3	8,1	204,2	6,3	-0,6	6,9
2009 III	62,0	37,0	-1,6	38,7	24,9	0,3	24,6	38,2	35,4	2,4	33,0	2,8	-1,1	3,9
IV	62,8	64,4	-1,2	65,6	-1,6	1,7	-3,3	55,0	60,9	3,0	57,9	-5,9	0,1	-5,9
2010 I	46,5	23,9	5,2	18,6	22,6	0,2	22,4	19,8	14,7	0,2	14,5	5,1	0,5	4,7
2009 Dic	15,3	15,6	-1,5	17,1	-0,3	1,2	-1,5	17,9	25,4	4,9	20,5	-7,4	0,3	-7,8
2010 Ene	5,8	7,0	0,2	6,8	-1,3	0,0	-1,3	2,6	4,6	0,4	4,2	-2,0	-2,2	0,3
Feb	14,4	7,4	3,9	3,4	7,0	0,2	6,8	15,0	6,1	0,1	6,0	8,9	4,7	4,1
Mar	26,4	9,5	1,1	8,4	16,9	0,0	16,9	2,2	4,0	-0,2	4,2	-1,8	-2,0	0,3
Abr	15,6	1,7	0,8	0,9	14,0	0,3	13,7	4,3	5,4	0,4	5,0	-1,1	1,5	-2,7
	Tasas de crecimiento													
2007	15,1	14,4	8,3	15,0	18,5	-55,0	18,7	14,7	14,6	8,8	14,7	15,3	6,3	15,4
2008	9,2	6,8	-2,0	7,6	18,9	-2,0	19,1	4,0	3,9	-1,8	4,1	4,5	9,9	4,4
2009 III	7,9	6,3	8,5	6,1	14,2	13,8	14,2	4,9	7,2	7,1	7,2	-1,9	-5,0	-1,8
IV	8,3	7,6	9,4	7,5	10,9	37,0	10,6	6,8	8,9	11,3	8,8	0,8	-3,7	0,9
2010 I	6,6	6,5	3,7	6,7	7,3	28,0	7,0	6,2	7,7	10,0	7,6	1,9	-1,9	2,0

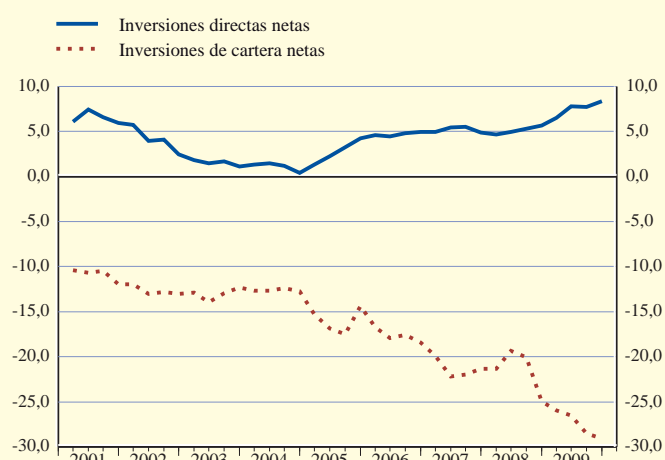
C34 Posición de inversión internacional de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; en porcentaje del PIB)



C35 Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: Activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
							Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
		Total	IFM		No IFM		Total	IFM		No IFM		Total	IFM		No IFM	
			Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema	AAPP		Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema	AAPP					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2007	4.631,6	1.961,8	136,7	2,8	1.825,1	44,6	2.279,7	990,2	16,4	1.289,5	17,2	390,1	297,3	34,6	92,8	0,5
2008	3.763,9	1.162,7	68,4	3,0	1.094,3	27,3	2.179,1	970,9	19,9	1.208,2	18,4	422,1	353,3	61,6	68,8	1,3
2009 III	4.059,8	1.368,1	75,3	3,1	1.292,8	32,0	2.277,7	926,8	16,8	1.351,0	37,9	413,9	341,9	45,0	72,1	1,5
IV	4.209,0	1.482,0	78,2	3,1	1.403,9	34,4	2.344,9	924,3	17,2	1.420,6	37,0	382,0	324,4	44,9	57,7	2,0
	Operaciones															
2007	438,5	64,7	26,7	0,0	38,0	8,2	290,5	148,0	4,9	142,4	3,3	83,3	63,3	26,3	20,0	0,8
2008	-10,2	-103,9	-38,4	0,6	-65,6	-0,2	96,7	44,1	3,2	52,6	2,6	-3,0	26,8	15,1	-29,8	0,4
2009	74,2	46,6	-2,9	-0,2	49,5	1,6	29,3	-103,3	-3,5	132,6	17,2	-1,8	5,4	-12,7	-7,2	1,0
2009 III	45,6	39,6	3,7	0,0	35,9	0,2	27,4	-7,0	-0,8	34,4	-1,4	-21,4	-10,1	-11,8	-11,2	-0,1
IV	38,0	35,8	-0,6	-0,2	36,3	0,4	25,1	-14,0	-0,5	39,1	-1,5	-22,9	-17,9	1,3	-5,0	0,8
2010 I	69,9	20,3	7,0	0,0	13,3	.	47,6	2,1	-0,2	45,5	.	2,1	-7,8	-1,4	9,8	.
2009 Dic	-6,4	8,9	1,0	0,1	7,9	.	0,6	-5,6	0,3	6,2	.	-15,9	-11,4	-5,7	-4,4	.
2010 Ene	30,9	-2,9	-0,5	0,0	-2,4	.	14,5	0,4	0,3	14,1	.	19,3	9,8	4,8	9,5	.
Feb	9,0	3,8	1,3	0,0	2,5	.	5,5	-0,4	0,0	5,9	.	-0,3	-1,6	-0,3	1,3	.
Mar	30,0	19,4	6,2	0,0	13,2	.	27,6	2,1	-0,6	25,5	.	-16,9	-15,9	-5,9	-1,0	.
Abr	16,7	5,7	2,7	-0,2	2,9	.	14,3	5,1	0,6	9,2	.	-3,2	-7,5	0,7	4,3	.
	Tasas de crecimiento															
2007	10,0	3,3	22,3	-0,5	2,0	21,3	13,9	16,6	38,9	11,9	23,2	23,9	23,7	272,7	29,4	277,4
2008	-0,5	-6,2	-30,0	24,6	-4,5	-0,5	4,3	4,6	20,4	4,1	15,6	-0,6	9,1	41,9	-32,3	71,6
2009 III	-3,0	-3,0	-8,6	12,4	-2,6	0,5	-2,5	-10,6	-20,1	4,0	96,8	-6,7	-0,2	-30,8	-31,4	69,4
IV	1,9	3,4	-4,5	-7,2	3,9	5,8	1,2	-10,4	-17,7	10,8	93,2	-1,1	0,9	-22,0	-9,8	73,2
2010 I	5,6	8,4	13,6	-6,9	8,1	.	6,0	-5,5	-7,7	15,0	.	-5,7	-7,1	-23,9	3,0	.

4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones							
						Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario			
		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM	
								AAPP				AAPP	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2007	6.556,5	3.272,5	594,6	2.677,9	3.041,1	1.143,5	1.897,6	1.118,5	243,0	141,5	101,5	76,1	
2008	6.078,6	2.168,7	640,7	1.528,0	3.466,5	1.263,8	2.202,8	1.357,1	443,3	108,9	334,4	272,9	
2009 III	6.626,7	2.577,5	717,6	1.859,9	3.502,3	1.170,8	2.331,5	1.454,7	546,8	70,4	476,4	420,2	
IV	6.816,7	2.719,4	710,9	2.008,5	3.527,3	1.186,7	2.340,6	1.444,7	570,1	99,4	470,7	414,2	
Operaciones													
2008	333,9	-107,1	94,8	-201,9	236,3	26,3	210,0	196,7	204,7	-20,1	224,8	194,6	
2009	392,1	139,8	6,4	133,4	134,2	-12,4	146,5	137,0	118,1	-2,5	120,6	148,0	
2009 III	123,7	89,5	11,7	77,7	-19,2	-9,1	-10,1	-8,7	53,5	10,0	43,5	59,2	
IV	101,1	50,4	-7,1	57,5	42,4	9,3	33,2	20,4	8,3	14,5	-6,2	-4,0	
2010 I	60,3	40,7	13,4	27,3	25,7	18,3	7,4	.	-6,1	5,8	-11,9	.	
2009 Dic	54,7	57,2	-0,7	57,8	6,8	2,7	4,1	.	-9,3	21,9	-31,2	.	
2010 Ene	30,2	18,3	-0,3	18,6	2,1	25,6	-23,6	.	9,8	-4,3	14,1	.	
Feb	16,5	8,8	0,1	8,7	4,6	-13,1	17,7	.	3,1	7,5	-4,4	.	
Mar	13,6	13,7	13,7	0,0	19,1	5,8	13,3	.	-19,1	2,6	-21,6	.	
Abr	46,6	-2,5	-2,2	-0,3	46,3	16,5	29,7	.	2,8	5,2	-2,4	.	
Tasas de crecimiento													
2007	9,8	5,5	4,4	5,8	13,3	15,5	12,1	13,9	29,6	55,3	10,1	32,0	
2008	5,3	-4,7	16,2	-9,8	7,8	2,3	11,1	17,6	81,5	-13,3	215,6	271,7	
2009 III	4,4	-0,1	4,6	-1,3	1,7	-5,6	6,0	11,6	59,5	-23,2	111,6	168,4	
IV	6,4	6,0	1,0	8,2	3,9	-1,0	6,6	10,1	26,6	3,2	35,7	54,9	
2010 I	6,0	8,0	2,9	10,0	2,5	1,5	3,0	.	22,5	36,0	20,9	.	

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos		Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2007	5.382,9	36,9	35,6	1,4	3.354,4	3.283,2	71,2	107,8	12,7	48,8	13,7	1.883,7	196,2	1.520,0	473,1
2008	5.468,8	28,8	27,7	1,0	3.280,7	3.221,6	59,1	101,0	12,1	40,9	7,2	2.058,3	186,1	1.647,7	461,7
2009 III	4.908,9	22,8	22,5	0,3	2.823,8	2.790,5	33,3	114,8	11,8	54,0	8,9	1.947,5	191,7	1.524,6	407,1
IV	4.926,0	29,7	29,4	0,3	2.842,1	2.811,5	30,6	122,0	11,8	60,5	10,0	1.932,2	190,1	1.492,2	381,2
Operaciones															
2007	962,8	22,0	22,0	0,0	546,7	539,5	7,2	-7,8	-1,4	-7,4	-5,5	401,9	14,1	344,9	54,9
2008	85,3	-9,4	-9,4	0,0	-48,4	-64,8	16,5	-7,0	-1,1	-7,2	-6,0	150,0	2,8	88,3	-41,1
2009	-508,8	-2,4	-2,4	0,0	-414,5	-394,0	-20,5	9,5	-0,3	7,9	1,1	-101,5	1,9	-105,7	-42,8
2009 III	-91,0	-6,7	-6,7	0,0	-83,6	-81,3	-2,3	0,0	-0,3	0,1	-4,0	-0,6	0,4	2,1	14,7
IV	-39,1	5,5	5,5	0,0	-4,4	-2,3	-2,1	6,6	0,0	6,2	1,1	-46,8	-0,6	-47,5	-41,7
2010 I	40,1	-7,1	.	.	49,0	.	.	-7,4	.	.	-3,7	5,5	.	.	-0,2
2009 Dic	-83,1	4,1	.	.	-35,6	.	.	3,4	.	.	0,1	-54,9	.	.	-21,6
2010 Ene	49,5	-5,1	.	.	67,7	.	.	-4,1	.	.	-2,9	-9,0	.	.	-5,5
Feb	15,5	-1,7	.	.	6,4	.	.	-1,1	.	.	0,8	12,0	.	.	8,8
Mar	-25,0	-0,3	.	.	-25,0	.	.	-2,2	.	.	-1,6	2,5	.	.	-3,5
Abr	94,9	1,2	.	.	70,5	.	.	4,9	.	.	4,9	18,3	.	.	3,7
Tasas de crecimiento															
2007	21,2	157,3	173,7	-1,7	18,6	18,8	11,3	-6,5	-9,8	-12,6	-28,6	27,2	7,5	29,6	13,9
2008	1,6	-26,2	-26,9	5,0	-1,4	-2,0	23,4	-6,5	-8,9	-14,7	-43,8	8,0	1,4	5,9	-8,9
2009 III	-12,2	-42,5	-43,9	4,1	-18,3	-18,4	-23,1	3,5	-4,7	7,8	-13,4	-1,6	-3,8	-1,6	0,6
IV	-9,3	-10,6	-11,7	0,2	-12,6	-12,2	-36,8	8,9	-2,4	16,2	16,1	-5,0	1,0	-6,6	-10,3
2010 I	-3,7	-4,9	.	.	-4,2	.	.	-3,9	.	.	-67,5	-3,0	.	.	-3,0

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 III	5.007,2	264,3	263,8	0,6	3.450,3	3.413,6	36,8	59,5	0,0	56,2	3,3	1.233,1	179,4	943,5	110,2
IV	4.951,6	249,6	249,3	0,3	3.394,6	3.356,3	38,3	57,2	0,0	53,6	3,6	1.250,3	181,1	952,3	116,8
Operaciones															
2007	943,1	89,6	89,6	0,0	625,1	620,4	4,6	-1,0	0,0	-2,0	1,0	229,5	10,0	220,5	-1,1
2008	169,0	280,7	280,6	0,1	-178,9	-190,0	11,1	9,4	0,0	10,8	-1,4	57,8	10,9	47,3	-0,4
2009	-729,9	-231,7	-236,5	4,7	-354,3	-343,0	-11,3	-6,9	0,0	-6,7	-0,2	-137,1	0,9	-113,4	-24,5
2009 III	-153,8	-43,5	-43,7	0,3	-79,5	-80,1	0,6	0,7	0,0	1,2	-0,5	-31,5	1,0	-20,8	-11,7
IV	-103,9	-16,8	-16,5	-0,2	-81,1	-81,9	0,8	-3,9	0,0	-4,4	0,6	-2,1	1,0	4,3	-7,4
2010 I	95,2	-5,9	.	.	98,4	.	.	4,6	.	.	.	-1,8	.	.	.
2009 Dic	-158,2	-7,2	.	.	-104,5	.	.	-10,8	.	.	.	-35,7	.	.	.
2010 Ene	61,2	-7,5	.	.	70,5	.	.	-0,1	.	.	.	-1,7	.	.	.
Feb	15,7	3,2	.	.	32,6	.	.	4,7	.	.	.	-24,8	.	.	.
Mar	18,2	-1,7	.	.	-4,7	.	.	0,0	.	.	.	24,7	.	.	.
Abr	84,8	2,2	.	.	90,1	.	.	1,0	.	.	.	-8,4	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2007	20,0	68,1	68,2	-6,9	18,0	18,2	9,2	-1,8	27,4	-4,0	20,7	20,9	6,8	26,4	0,5
2008	3,2	141,3	141,4	20,8	-4,5	-4,9	17,8	18,1	-20,1	23,0	-25,1	4,5	6,8	4,6	-0,9
2009 III	-14,9	-27,7	-29,0	935,0	-16,3	-16,4	-13,9	11,8	234,7	13,2	-9,0	-8,0	-3,1	-8,8	-8,7
IV	-12,8	-47,9	-48,8	644,2	-9,4	-9,2	-20,3	-11,0	-148,2	-11,4	-6,3	-9,9	0,2	-10,5	-19,7
2010 I	-7,1	-38,7	.	.	-3,9	.	.	-1,9	.	.	.	-6,8	.	.	.

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

7. Activos de reserva

	Activos de reserva													Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Tenencias de DEG	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	Asignación de DEG	
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores								Derivados financieros
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5	5,6
2007	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,3	-38,5	5,3
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,0	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,1	262,8	-245,7	5,5
2009 II	381,5	229,8	347,563	4,2	11,3	136,2	9,5	6,6	119,9	0,5	99,3	20,0	0,2	0,0	67,6	-65,6	5,4
III	430,8	236,1	347,217	49,8	11,7	133,2	12,7	7,1	113,2	0,5	89,8	22,9	0,2	0,0	56,7	-42,4	50,9
IV	462,4	266,0	347,180	50,8	10,0	135,5	12,3	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010 Abr	521,6	307,5	347,173	53,0	12,5	148,6	9,6	12,0	127,3	-	-	-	-0,3	0,0	28,0	-22,1	53,4
May	569,7	340,6	347,163	55,6	16,0	157,6	5,2	16,5	136,4	-	-	-	-0,5	0,0	36,3	-28,2	55,9
	Operaciones																
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-	-
2008	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-
2009	-4,5	-2,0	-	0,8	2,7	-5,9	3,7	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2009 III	-0,3	-0,2	-	0,3	0,6	-1,0	2,3	0,3	-3,8	0,0	-7,0	3,2	0,2	0,0	-	-	-
IV	0,1	0,0	-	1,0	-2,0	1,2	-0,5	0,5	1,1	0,0	1,5	-0,4	0,1	0,0	-	-	-
2010 I	4,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Tasas de crecimiento																
2006	0,3	-2,4	-	11,6	-49,0	7,7	-48,4	12,7	13,4	0,0	29,2	-15,3	-	-	-	-	-
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	14,9	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,6	105,3	1,7	67,7	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009 III	-1,1	-1,3	-	-2,9	200,8	-6,2	60,3	-70,1	-2,7	1,3	-8,9	34,6	-	-	-	-	-
IV	-1,2	-0,9	-	-2,0	35,2	-4,0	47,5	-22,6	-7,3	1,0	-12,8	25,6	-	-	-	-	-
2010 I	1,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

8. Deuda externa bruta

	Total	Por instrumentos						Por sectores (excluidas inversiones directas)				
		Préstamos, efectivo y depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Bonos y obligaciones	Créditos comerciales	Otros pasivos en forma de deuda	Inversiones directas: préstamos entre empresas relacionadas	AAPP	Eurosistema	IFM (excluido Eurosistema)	Otros sectores	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2006	8.683,9	4.425,5	217,5	2.697,9	144,1	150,8	1.048,0	1.115,2	116,3	4.586,8	1.817,5	
2007	9.972,8	5.130,6	243,0	3.041,1	157,0	181,0	1.220,2	1.246,8	201,7	5.220,1	2.084,0	
2008	10.941,3	5.307,6	443,3	3.466,5	170,2	175,8	1.377,8	1.692,0	482,3	5.124,4	2.264,7	
2009 II	10.625,9	4.890,6	493,7	3.503,7	183,1	164,4	1.390,4	1.856,1	313,4	4.853,8	2.212,2	
III	10.461,0	4.677,0	546,8	3.502,3	179,4	150,8	1.404,6	1.934,4	264,3	4.691,5	2.166,1	
IV	10.457,9	4.611,5	570,1	3.527,3	181,1	159,0	1.408,9	1.916,1	249,6	4.680,6	2.202,6	
Saldos vivos en % del PIB												
2006	101,4	51,7	2,5	31,5	1,7	1,8	12,2	13,0	1,4	53,6	21,2	
2007	110,6	56,9	2,7	33,7	1,7	2,0	13,5	13,8	2,2	57,9	23,1	
2008	118,2	57,3	4,8	37,4	1,8	1,9	14,9	18,3	5,2	55,4	24,5	
2009 II	116,9	53,8	5,4	38,6	2,0	1,8	15,3	20,4	3,4	53,4	24,3	
III	116,1	51,9	6,1	38,9	2,0	1,7	15,6	21,5	2,9	52,1	24,0	
IV	116,6	51,4	6,4	39,3	2,0	1,8	15,7	21,4	2,8	52,2	24,6	

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

9. Desagregación geográfica

	Total		Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro					Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2008	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
Inversiones directas	527,4	-93,0	-2,1	-30,2	-293,9	233,6	-0,3	41,1	35,2	-9,5	126,2	-68,7	-7,1	-0,2	503,3
En el exterior	3.744,4	1.255,3	34,9	93,9	865,7	260,8	0,0	104,1	38,8	71,7	384,5	734,6	418,5	0,1	736,8
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.946,9	967,5	30,1	60,3	660,1	216,9	0,0	83,3	32,0	53,6	335,3	551,3	386,7	0,0	537,4
Otro capital	797,5	287,9	4,8	33,6	205,7	43,8	0,0	20,7	6,9	18,1	49,2	183,4	31,9	0,0	199,4
En la zona del euro	3.217,0	1.348,3	37,0	124,1	1.159,7	27,1	0,3	63,0	3,6	81,2	258,3	803,3	425,6	0,3	233,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.405,5	1.096,8	28,3	97,4	956,9	13,9	0,2	50,6	0,8	68,7	191,1	590,8	284,1	0,1	122,5
Otro capital	811,6	251,5	8,7	26,7	202,8	13,2	0,1	12,4	2,9	12,5	67,2	212,5	141,6	0,2	110,9
Inversiones de cartera	3.763,9	1.242,2	63,7	122,4	895,5	80,7	80,0	82,8	25,6	213,4	95,4	1.225,8	458,4	30,5	389,8
Acc. y participaciones	1.162,7	228,7	6,4	19,9	191,7	9,8	0,9	18,2	22,8	84,5	81,3	378,8	197,8	2,0	148,6
Valores distintos de acciones	2.601,3	1.013,6	57,3	102,5	703,7	71,0	79,1	64,6	2,9	128,8	14,1	847,0	260,6	28,5	241,3
Bonos y obligaciones	2.179,1	849,1	50,3	81,5	569,1	70,3	77,8	61,6	2,3	61,7	12,6	705,4	238,2	28,4	219,9
Instrum. mercado monetario	422,1	164,5	6,9	21,0	134,6	0,6	1,3	3,0	0,6	67,1	1,5	141,5	22,4	0,1	21,4
Otras inversiones	-184,8	-91,1	51,1	28,0	-110,4	108,8	-168,6	-6,2	-16,0	-10,2	-131,2	-286,3	-0,4	1,8	354,8
Activos	5.468,8	2.419,7	100,9	83,3	2.020,2	201,8	13,4	25,7	34,0	109,4	276,5	852,5	638,2	58,7	1.054,0
AAPP	101,0	15,0	0,7	0,4	3,6	0,7	9,7	0,0	1,8	0,2	0,1	3,4	1,4	40,1	39,1
IFM	3.309,5	1.731,1	83,9	58,3	1.419,1	167,9	1,9	16,8	14,5	79,0	164,5	418,9	367,7	18,2	498,8
Otros sectores	2.058,3	673,5	16,4	24,6	597,5	33,3	1,8	8,9	17,7	30,3	111,9	430,2	269,2	0,5	516,2
Pasivos	5.653,6	2.510,8	49,8	55,3	2.130,6	93,0	182,0	32,0	50,0	119,5	407,7	1.138,8	638,6	57,0	699,2
AAPP	61,9	32,5	0,0	0,1	2,5	0,0	29,7	0,0	0,0	0,6	0,5	7,0	0,3	17,7	3,3
IFM	4.234,1	1.907,6	38,9	33,5	1.664,9	70,0	100,2	24,4	32,1	91,2	328,7	751,1	535,1	36,8	527,2
Otros sectores	1.357,6	570,8	10,8	21,7	463,2	23,0	52,0	7,5	17,9	27,8	78,6	380,8	103,2	2,5	168,7
I 2009 a IV 2009	Operaciones acumuladas														
Inversiones directas	95,7	46,9	0,6	-2,2	37,0	11,5	0,0	-6,0	4,7	-1,9	3,9	-0,8	37,6	-0,2	11,6
En el exterior	314,4	90,7	2,2	10,8	70,4	7,2	0,0	5,5	4,9	-0,4	33,0	66,9	66,9	0,0	46,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	227,0	62,7	1,1	8,9	45,4	7,2	0,0	4,8	3,1	0,6	17,4	56,4	51,6	0,0	30,4
Otro capital	87,4	28,0	1,1	1,9	25,0	0,0	0,0	0,6	1,8	-1,0	15,5	10,6	15,3	0,0	16,6
En la zona del euro	218,6	43,8	1,7	13,0	33,4	-4,3	0,0	11,4	0,2	1,6	29,1	67,7	29,3	0,2	35,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	212,3	59,0	0,7	16,7	45,7	-4,1	0,0	12,3	0,3	2,3	15,7	81,4	21,5	0,2	19,6
Otro capital	6,3	-15,3	0,9	-3,8	-12,3	-0,1	0,0	-0,8	-0,1	-0,7	13,4	-13,7	7,9	0,0	15,7
Inversiones de cartera: Activos	74,2	56,4	14,4	19,9	-5,3	3,8	23,6	1,1	7,8	-28,2	4,9	14,0	-58,5	0,3	76,5
Acc. y participaciones	46,6	16,4	0,9	3,2	10,8	1,3	0,1	3,0	8,8	1,9	4,0	11,2	-30,9	0,0	32,2
Valores distintos de acciones	27,6	40,0	13,5	16,7	-16,1	2,4	23,4	-1,9	-1,0	-30,2	0,8	2,8	-27,6	0,2	44,3
Bonos y obligaciones	29,3	40,8	12,4	18,4	-11,4	1,5	19,9	-1,6	-0,7	-25,5	-1,3	-9,3	-20,8	-0,2	47,9
Instrum. mercado monetario	-1,8	-0,8	1,1	-1,7	-4,7	0,9	3,5	-0,3	-0,3	-4,7	2,1	12,1	-6,8	0,4	-3,6
Otras inversiones	221,2	-11,0	-6,3	-4,1	4,5	-10,8	5,8	4,0	1,0	29,8	25,5	200,5	21,1	11,3	-61,0
Activos	-508,8	-160,6	3,6	0,3	-159,7	-7,4	2,6	-0,5	-1,7	-14,2	-72,7	-144,5	-29,0	-0,3	-85,2
AAPP	9,5	7,4	-0,5	4,7	2,3	0,0	0,8	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	1,2	1,2
IFM	-416,8	-193,6	5,6	-4,4	-186,1	-8,3	-0,3	-1,6	-4,0	-10,8	-49,9	-66,9	-15,2	-1,5	-73,1
Otros sectores	-101,5	25,6	-1,5	0,0	24,1	1,0	2,1	1,1	2,4	-3,3	-22,8	-77,7	-13,5	0,0	-13,3
Pasivos	-729,9	-149,6	9,9	4,4	-164,2	3,5	-3,2	-4,5	-2,7	-44,0	-98,2	-345,0	-50,0	-11,6	-24,3
AAPP	-6,9	-4,3	0,0	0,0	0,6	0,0	-5,0	0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	-2,0	0,3
IFM	-586,0	-127,7	11,4	4,8	-142,3	2,7	-4,2	-3,8	-3,1	-45,0	-98,6	-234,1	-55,0	-9,5	-9,3
Otros sectores	-137,1	-17,6	-1,5	-0,4	-22,5	0,8	6,0	-0,8	0,3	1,2	0,7	-110,5	5,0	-0,1	-15,3

Fuente: BCE.

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; operaciones)

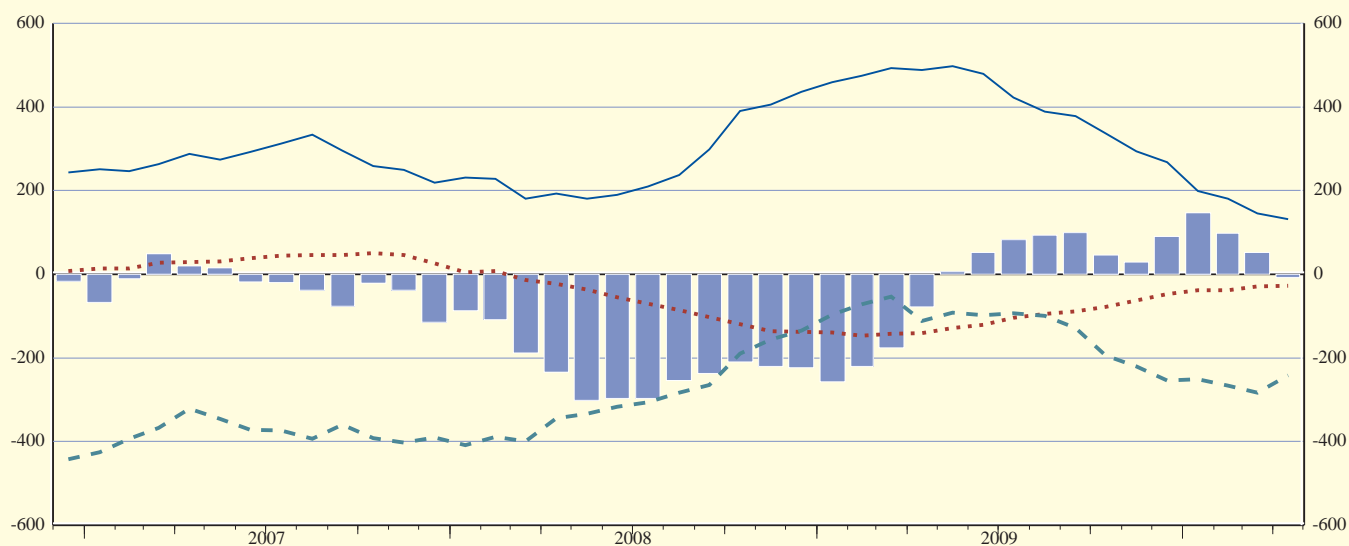
Balanza de pagos: Rúbricas que reflejan las operaciones netas de las IFM

	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de las no IFM								Derivados financieros	Errores y omisiones
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones			
					Activos		Pasivos		Activos	Pasivos		
			Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-114,3	25,6	-459,4	395,0	-38,8	-162,6	144,5	218,4	-394,3	228,5	-64,0	-7,4
2008	-224,1	-137,0	-329,3	124,5	65,5	-22,4	-202,2	435,4	-143,8	67,7	-62,4	-20,2
2009	90,4	-47,8	-289,0	211,1	-49,5	-125,4	133,4	267,1	92,0	-143,9	39,9	2,4
2009 I	-38,4	-35,8	-83,6	36,5	32,5	4,9	-48,1	116,5	-13,3	-48,8	15,8	-15,1
II	77,9	-19,8	-79,7	85,7	-9,7	-73,1	46,3	90,2	64,5	-58,3	22,9	8,9
III	3,5	-2,2	-63,3	36,9	-35,9	-23,2	77,7	33,4	0,7	-30,9	-4,5	14,8
IV	47,4	9,9	-62,3	52,0	-36,3	-34,1	57,5	27,0	40,2	-6,0	5,8	-6,2
2010 I	-77,1	-16,9	-41,0	19,1	-13,3	-55,3	27,3	-4,5	1,9	2,7	3,9	-1,1
2009 Abr	18,1	-8,2	-58,8	72,8	5,3	-45,9	-26,0	42,3	-7,5	41,0	13,0	-9,9
May	6,3	-13,5	-5,3	20,6	-1,9	-33,9	26,5	29,9	83,7	-113,4	9,4	4,1
Jun	53,6	1,8	-15,7	-7,6	-13,1	6,7	45,8	18,0	-11,8	14,1	0,5	14,8
Jul	0,6	9,0	-10,8	18,9	-16,5	-21,2	35,3	-33,5	2,2	0,3	6,4	10,4
Ago	20,4	-5,5	-13,9	17,1	-12,1	-22,1	48,3	5,1	9,4	-12,2	-9,8	16,3
Sep	-17,5	-5,6	-38,6	0,9	-7,3	20,1	-5,9	61,8	-10,9	-18,9	-1,1	-11,9
Oct	15,0	0,0	-31,0	28,9	-13,5	-12,7	-12,7	43,5	-19,2	31,5	1,8	-1,5
Nov	-3,1	-1,0	-15,7	10,4	-14,9	-19,7	12,4	10,5	7,8	8,9	-0,1	-1,8
Dic	35,5	10,9	-15,6	12,7	-7,9	-1,8	57,8	-27,1	51,6	-46,4	4,1	-2,8
2010 Ene	-11,1	-13,0	-5,5	4,5	2,4	-23,5	18,6	-9,4	13,1	-1,8	5,1	-1,5
Feb	-23,4	-5,3	-10,2	10,1	-2,5	-7,3	8,7	13,3	-10,9	-20,1	-0,1	0,7
Mar	-42,7	1,4	-25,3	4,5	-13,2	-24,5	0,0	-8,4	-0,3	24,7	-1,1	-0,4
Abr	-40,7	-7,1	-14,6	2,3	-2,9	-13,5	-0,3	27,3	-23,2	-7,4	-0,3	-1,1
	operaciones acumuladas de 12 meses											
2010 Abr	-7,1	-27,9	-202,1	123,3	-103,4	-153,3	234,6	131,1	91,4	-140,8	14,8	25,3

C36 Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM ¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)

- Operaciones exteriores netas de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones de las no IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de valores distintos de acciones de las no IFM



Fuente: BCE.

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

7.5 Comercio exterior de bienes

1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos ¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Exportaciones	Importaciones	Total				Pro memoria:	Total				Pro memoria:	
	1	2	3	Bienes intermedios 4	Bienes de equipo 5	Bienes de consumo 6	Manufacturas 7	8	Bienes intermedios 9	Bienes de equipo 10	Bienes de consumo 11	Manufacturas 12	Petróleo 13
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2008	3,9	8,1	1.561,6	771,0	337,9	414,0	1.305,0	1.611,3	1.019,2	233,2	333,9	1.022,7	293,6
2009	-18,1	-22,1	1.275,6	625,5	261,6	352,9	1.061,9	1.259,0	725,6	191,8	313,4	839,3	174,4
2009 II	-22,9	-26,8	310,3	153,2	63,6	85,2	258,5	305,2	172,7	47,5	77,5	205,3	41,6
2009 III	-19,6	-25,7	318,8	157,1	64,6	88,6	266,2	313,1	179,7	47,4	78,8	207,5	47,5
2009 IV	-8,6	-14,5	330,2	163,2	67,2	92,5	275,5	320,0	189,3	47,2	78,0	210,9	49,2
2010 I	12,7	9,1	353,6	175,2	68,2	98,5	292,0	348,2	207,7	51,1	81,2	230,4	52,6
2009 Nov	-5,9	-13,8	109,8	53,9	21,3	32,0	90,5	106,3	63,4	15,8	25,8	69,8	16,7
2009 Dic	-0,8	-5,7	112,1	55,3	23,5	30,9	93,6	109,0	64,2	16,2	26,5	71,5	16,5
2010 Ene	3,9	0,7	112,2	56,4	20,4	31,4	91,9	110,4	66,6	16,2	26,8	73,6	17,3
2010 Feb	9,9	6,0	116,1	57,6	22,4	32,2	94,3	112,6	67,8	16,1	26,2	73,8	16,0
2010 Mar	22,7	20,3	125,4	61,2	25,4	34,9	105,7	125,1	73,3	18,8	28,2	83,1	19,3
2010 Abr	18,1	19,3	122,2	.	.	.	100,7	120,6	.	.	.	78,8	.
En términos reales (2000= 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2008	1,4	0,1	143,4	136,7	154,2	147,0	142,3	126,9	119,3	140,4	144,5	133,3	108,1
2009	-16,7	-14,6	119,2	114,7	117,8	126,7	115,5	108,7	99,7	113,8	134,9	110,4	97,1
2009 II	-21,6	-19,3	116,6	113,4	115,0	122,5	112,9	106,2	96,5	110,9	133,6	107,5	97,5
2009 III	-17,5	-15,9	119,0	115,4	116,2	126,7	116,0	107,0	96,6	114,2	135,4	110,0	95,3
2009 IV	-6,0	-7,9	123,7	119,8	121,7	133,5	120,7	110,5	102,1	114,9	137,5	113,7	95,4
2010 I	11,3	3,5	129,6	125,3	122,9	138,0	125,7	114,5	105,5	120,1	139,0	120,2	94,0
2009 Nov	-2,9	-6,2	123,9	118,1	116,3	139,8	119,1	110,5	103,0	115,6	136,6	113,1	95,2
2009 Dic	1,0	-2,7	125,3	121,5	126,5	132,2	122,5	111,6	102,2	118,0	139,3	115,0	94,3
2010 Ene	3,2	-3,6	124,3	121,6	110,9	134,0	119,4	110,5	103,6	115,9	137,0	115,8	94,7
2010 Feb	9,0	1,1	127,4	123,8	121,0	134,7	121,6	111,5	103,4	114,3	135,2	115,8	87,0
2010 Mar	20,1	12,7	137,0	130,6	136,8	145,4	136,1	121,7	109,6	130,1	144,8	129,1	100,3
2010 Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Precios ²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (f.o.b.) ³⁾							Precios industriales de importación (c.i.f.)						
	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Ind. manufac- turera	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Ind. manufac- turera		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
% 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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2008	103,5	1,6	1,5	-0,4	2,4	25,2	1,5	112,7	6,5	0,2	-3,4	2,4	28,2	0,8
2009	100,9	-2,5	-4,1	0,6	0,5	-26,5	-2,5	102,2	-9,4	-5,8	-0,8	0,2	-26,5	-3,8
2009 III	100,9	-4,0	-6,2	0,7	0,4	-34,0	-3,8	102,3	-13,0	-7,8	-1,0	-0,3	-33,8	-5,2
2009 IV	100,6	-2,0	-5,2	-1,1	-0,5	6,8	-1,9	103,4	-3,3	-4,9	-2,1	-2,9	-2,9	-3,2
2010 I	102,5	1,3	-0,3	-0,2	0,6	37,8	1,4	107,6	6,1	2,5	-1,1	-0,9	26,7	1,5
2009 Dic	100,6	-0,2	-3,7	-0,6	0,3	33,1	-0,1	103,9	1,9	-2,0	-1,7	-1,9	15,1	-1,0
2010 Ene	101,8	0,4	-1,7	-0,7	0,4	32,2	0,5	106,2	4,6	0,5	-1,4	-1,2	22,9	0,4
2010 Feb	102,6	1,2	-0,4	-0,1	0,4	36,5	1,3	107,3	5,5	2,0	-1,1	-1,2	25,3	1,1
2010 Mar	103,2	2,3	1,2	0,3	1,1	44,4	2,4	109,3	8,1	5,0	-0,8	-0,3	31,8	2,9
2010 Abr	104,3	3,5	3,6	0,2	1,6	47,9	3,6	112,0	11,4	8,4	-0,3	0,7	41,2	4,6
2010 May	105,3	4,4	5,6	0,9	2,6	35,2	4,4	112,8	11,6	11,5	1,4	3,0	33,3	6,6

Fuente: Eurostat.

- 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.
- Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en la sección 5.1 del cuadro 3, debido a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.
- Los precios industriales de exportación se refieren a las operaciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			África	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE						China	Japón			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Exportaciones (f.o.b.)														
2008	1.561,6	35,1	53,9	220,4	233,7	78,5	86,7	42,7	187,1	309,5	65,7	33,7	100,2	68,1	145,6
2009	1.275,6	27,5	41,1	174,7	177,3	49,4	78,7	34,4	152,2	282,2	68,0	28,7	91,5	53,9	112,8
2008 IV	362,5	8,1	11,5	48,6	52,5	17,8	21,1	8,4	44,3	74,2	15,8	8,1	24,9	17,2	33,8
2009 I	316,3	7,3	10,0	42,7	43,7	12,7	20,2	7,7	39,4	66,5	15,2	7,1	23,3	13,0	29,8
II	310,3	6,7	9,8	42,6	42,8	12,1	19,1	8,3	38,3	69,5	16,8	7,0	22,6	12,5	25,9
III	318,8	6,9	10,5	44,5	44,9	12,1	19,3	9,0	36,4	71,0	17,4	7,2	22,4	14,0	27,8
IV	330,2	6,7	10,8	44,8	45,8	12,5	20,1	9,3	38,1	75,2	18,6	7,4	23,1	14,4	29,3
2010 I	353,6	6,9	11,7	46,6	47,7	13,5	21,4	10,8	41,5	81,4	22,2	8,0	24,9	16,7	30,8
2009 Nov	109,8	2,2	3,5	14,4	15,2	4,2	6,9	3,1	12,8	24,6	6,3	2,4	7,7	4,8	10,4
Dic	112,1	2,2	3,6	15,3	15,3	4,2	6,7	3,2	12,9	26,1	6,2	2,6	7,8	4,9	9,9
2010 Ene	112,2	2,2	3,7	15,2	15,3	4,1	7,0	3,4	12,8	25,7	6,9	2,6	7,9	4,8	10,0
Feb	116,1	2,3	3,8	14,9	15,6	4,2	6,9	3,6	12,8	26,7	7,4	2,7	8,3	5,8	11,1
Mar	125,4	2,4	4,2	16,4	16,7	5,1	7,4	3,8	15,8	29,0	7,9	2,8	8,7	6,1	9,7
Abr	122,2	.	.	.	.	5,2	7,4	3,8	14,4	28,0	7,5	2,8	8,7	5,7	.
	en porcentaje del total de exportaciones														
2009	100,0	2,2	3,2	13,7	13,9	3,9	6,2	2,7	11,9	22,1	5,3	2,3	7,2	4,2	8,8
	Importaciones (c.i.f.)														
2008	1.611,3	30,7	52,2	164,8	184,9	122,0	70,0	32,4	135,8	481,0	185,3	57,5	141,2	81,7	114,8
2009	1.259,0	26,5	37,8	126,0	162,2	81,4	64,9	26,2	116,0	377,0	159,2	43,0	93,6	59,1	88,1
2008 IV	373,6	7,4	11,5	36,7	43,0	24,8	17,5	7,1	33,2	114,1	47,5	13,2	30,9	20,2	27,3
2009 I	320,6	6,9	9,5	31,5	39,0	17,8	16,7	6,6	31,8	97,3	41,4	11,5	23,9	14,7	25,0
II	305,2	6,5	9,0	30,6	39,3	18,1	16,1	6,3	30,2	92,3	39,6	10,2	22,9	14,2	19,9
III	313,1	6,8	9,7	31,7	41,1	21,8	16,1	6,6	26,0	93,3	39,0	10,8	22,6	14,8	22,5
IV	320,0	6,4	9,6	32,2	42,8	23,7	16,0	6,8	28,0	94,1	39,2	10,5	24,3	15,5	20,7
2010 I	348,2	6,4	10,4	34,8	44,6	24,3	17,0	7,4	28,8	108,9	46,1	11,7	26,8	16,4	22,4
2009 Nov	106,3	2,1	3,1	10,3	14,1	8,0	5,3	2,3	9,3	31,2	12,9	3,6	8,4	5,3	6,9
Dic	109,0	2,1	3,4	11,0	14,4	7,9	5,5	2,1	9,5	31,8	13,6	3,5	8,5	5,3	7,3
2010 Ene	110,4	2,1	3,2	11,4	14,4	8,2	5,5	2,5	9,6	34,0	13,3	3,8	8,2	5,2	6,1
Feb	112,6	2,1	3,3	11,5	14,8	7,2	5,7	2,3	9,4	34,2	14,2	3,6	8,9	5,4	7,9
Mar	125,1	2,3	3,9	12,0	15,4	8,9	5,8	2,6	9,8	40,7	18,6	4,3	9,7	5,8	8,3
Abr	120,6	.	.	.	.	8,5	5,8	2,5	9,9	38,3	16,4	4,1	10,0	5,8	.
	en porcentaje del total de importaciones														
2009	100,0	2,1	3,0	10,0	12,9	6,5	5,2	2,1	9,2	29,9	12,6	3,4	7,4	4,7	7,0
	Saldo														
2008	-49,7	4,4	1,8	55,7	48,8	-43,5	16,8	10,4	51,3	-171,5	-119,6	-23,8	-41,0	-13,6	30,8
2009	16,6	1,0	3,3	48,7	15,0	-32,0	13,8	8,1	36,2	-94,8	-91,2	-14,3	-2,2	-5,3	24,8
2008 IV	-11,0	0,7	0,1	12,0	9,5	-7,1	3,7	1,3	11,1	-40,0	-31,7	-5,1	-6,0	-2,9	6,6
2009 I	-4,4	0,4	0,4	11,2	4,7	-5,1	3,5	1,1	7,5	-30,8	-26,2	-4,4	-0,6	-1,7	4,8
II	5,1	0,2	0,9	12,1	3,5	-6,0	3,0	2,0	8,1	-22,8	-22,8	-3,2	-0,3	-1,7	6,0
III	5,8	0,1	0,8	12,8	3,8	-9,7	3,2	2,4	10,4	-22,3	-21,6	-3,6	-0,2	-0,8	5,3
IV	10,1	0,3	1,2	12,6	3,0	-11,2	4,1	2,6	10,2	-18,9	-20,6	-3,1	-1,1	-1,1	8,6
2010 I	5,5	0,5	1,3	11,7	3,0	-10,9	4,4	3,4	12,7	-27,5	-23,9	-3,6	-1,9	0,3	8,4
2009 Nov	3,6	0,1	0,4	4,1	1,1	-3,8	1,6	0,8	3,5	-6,6	-6,6	-1,2	-0,7	-0,4	3,5
Dic	3,2	0,2	0,3	4,3	0,9	-3,7	1,2	1,1	3,3	-5,8	-7,4	-0,9	-0,7	-0,4	2,6
2010 Ene	1,8	0,2	0,5	3,9	0,9	-4,1	1,5	0,9	3,3	-8,3	-6,3	-1,2	-0,3	-0,4	3,8
Feb	3,4	0,2	0,5	3,4	0,8	-3,0	1,2	1,2	3,5	-7,5	-6,8	-0,9	-0,5	0,4	3,2
Mar	0,2	0,1	0,3	4,4	1,3	-3,7	1,6	1,2	6,0	-11,7	-10,8	-1,5	-1,0	0,3	1,4
Abr	1,6	.	.	.	.	-3,4	1,6	1,3	4,5	-10,3	-8,9	-1,3	-1,2	0,0	.

Fuente: Eurostat.

TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos ¹⁾

(medias del período; índice: 1999 I = 100)

	TCE-21						TCE-41	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	106,3	106,8	105,2	102,6	106,8	100,8	113,0	104,2
2008	110,5	110,1	107,4	105,4	112,6	104,6	118,0	107,0
2009	111,7	110,6	105,9	106,3	119,1	106,9	120,6	107,8
2009 II	111,1	110,2	105,3	106,0	120,1	106,3	119,8	107,4
III	112,1	110,9	106,2	106,8	118,9	106,8	121,0	108,1
IV	113,8	112,2	107,3	107,5	120,2	109,4	122,5	108,8
2010 I	108,7	106,9	102,3	102,4	114,5	104,1	116,9	103,2
II	103,1	101,7	97,3	-	-	-	110,4	97,5
2009 Jun	112,0	111,1	106,2	-	-	-	120,7	108,2
Jul	111,6	110,5	105,8	-	-	-	120,5	107,7
Ago	111,7	110,6	106,0	-	-	-	120,6	107,8
Sep	112,9	111,6	106,9	-	-	-	122,0	108,7
Oct	114,3	112,8	108,2	-	-	-	123,0	109,5
Nov	114,0	112,5	107,6	-	-	-	122,9	109,2
Dic	113,0	111,2	106,2	-	-	-	121,7	107,8
2010 Ene	110,8	108,9	104,1	-	-	-	119,1	105,4
Feb	108,0	106,1	101,6	-	-	-	116,2	102,5
Mar	107,4	105,7	101,1	-	-	-	115,2	101,8
Abr	106,1	104,5	100,2	-	-	-	113,5	100,3
May	102,8	101,4	96,9	-	-	-	109,9	97,1
Jun	100,7	99,2	94,8	-	-	-	107,7	95,1
% variación sobre el mes anterior								
2010 Jun	-2,1	-2,1	-2,2	-	-	-	-2,0	-2,1
% variación sobre el año anterior								
2010 Jun	-10,1	-10,7	-10,7	-	-	-	-10,8	-12,1

C37 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: 1999 I = 100)

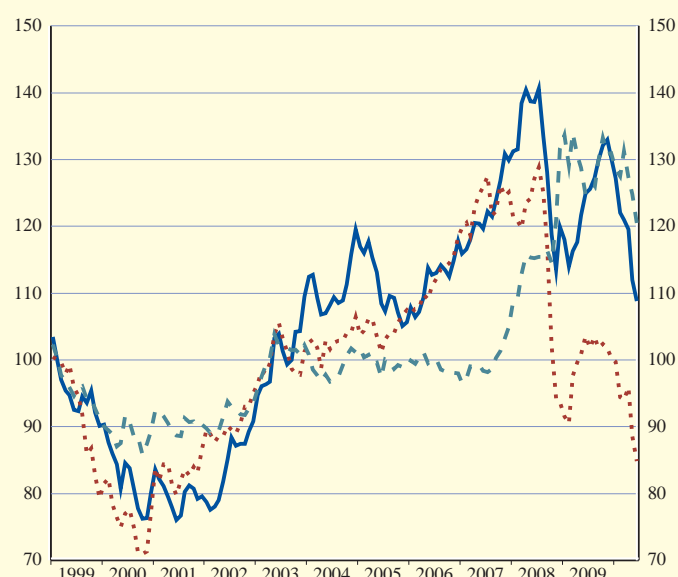
— TCE-21 nominal
 TCE-21 real deflactado por el IPC



C38 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: 1999 I = 100)

— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Won sur-coreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1,272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1,606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2009	7,4462	10,6191	0,89094	1,3948	130,34	1,5100	1,772,90	10,8114	2,0241	1,5850	8,7278	1,7727
2009 IV	7,4424	10,3509	0,90483	1,4779	132,69	1,5088	1,725,91	11,4555	2,0604	1,5604	8,3932	1,6250
2010 I	7,4426	9,9464	0,88760	1,3829	125,48	1,4632	1,581,41	10,7364	1,9395	1,4383	8,1020	1,5293
II	7,4416	9,6313	0,85239	1,2708	117,15	1,4086	1,481,01	9,8857	1,7674	1,3054	7,9093	1,4403
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
Feb	7,4440	9,9505	0,87604	1,3686	123,46	1,4671	1,582,70	10,6305	1,9326	1,4454	8,0971	1,5434
Mar	7,4416	9,7277	0,90160	1,3569	123,03	1,4482	1,542,59	10,5313	1,8990	1,3889	8,0369	1,4882
Abr	7,4428	9,6617	0,87456	1,3406	125,33	1,4337	1,494,53	10,4065	1,8505	1,3467	7,9323	1,4463
May	7,4413	9,6641	0,85714	1,2565	115,83	1,4181	1,465,81	9,7843	1,7503	1,3060	7,8907	1,4436
Jun	7,4409	9,5723	0,82771	1,2209	110,99	1,3767	1,483,22	9,5091	1,7081	1,2674	7,9062	1,4315
	% variación sobre el mes anterior											
2010 Jun	0,0	-1,0	-3,4	-2,8	-4,2	-2,9	1,2	-2,8	-2,4	-3,0	0,2	-0,8
	% variación sobre el año anterior											
2010 Jun	-0,1	-11,9	-3,4	-12,9	-18,0	-9,1	-16,1	-12,5	-16,1	-19,6	-11,6	-18,0

	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064
2009	26,435	15,6466	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	1,9558	4,2399	7,3400	2,1631
2009 IV	25,923	15,6466	0,7084	3,4528	270,88	4,1745	1,9558	4,2680	7,2756	2,2029
2010 I	25,868	15,6466	0,7087	3,4528	268,52	3,9869	1,9558	4,1135	7,2849	2,0866
II	25,591	15,6466	0,7078	3,4528	274,85	4,0171	1,9558	4,1854	7,2477	1,9560
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
Feb	25,979	15,6466	0,7090	3,4528	271,21	4,0144	1,9558	4,1196	7,3029	2,0756
Mar	25,541	15,6466	0,7083	3,4528	265,40	3,8906	1,9558	4,0866	7,2616	2,0821
Abr	25,308	15,6466	0,7076	3,4528	265,53	3,8782	1,9558	4,1306	7,2594	1,9983
May	25,663	15,6466	0,7075	3,4528	276,78	4,0567	1,9558	4,1767	7,2630	1,9459
Jun	25,780	15,6466	0,7082	3,4528	281,49	4,1055	1,9558	4,2434	7,2225	1,9274
	% variación sobre el mes anterior									
2010 Jun	0,5	0,0	0,1	0,0	1,7	1,2	0,0	1,6	-0,6	-1,0
	% variación sobre el año anterior									
2010 Jun	-2,9	0,0	1,0	0,0	0,4	-8,9	0,0	0,7	-1,0	-11,1

	Real brasileño ¹⁾	Yuan renminbi chino	Corona islandesa ²⁾	Rupia india ³⁾	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano ¹⁾	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2007	2,6633	10,4178	87,63	56,4186	12,528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,6143	14,165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2009	2,7674	9,5277	-	67,3611	14,443,74	4,9079	18,7989	2,2121	66,338	44,1376	11,6737	47,804
2009 IV	2,5703	10,0905	-	68,9088	13,999,42	5,0275	19,3003	2,0297	69,080	43,5740	11,0757	49,221
2010 I	2,4917	9,4417	-	63,4796	12,809,32	4,6590	17,6555	1,9510	63,593	41,2697	10,3852	45,472
II	2,2762	8,6717	-	57,9879	11,581,24	4,1172	15,9583	1,8145	57,848	38,5027	9,5974	41,152
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
Feb	2,5237	9,3462	-	63,4291	12,786,05	4,6743	17,7154	1,9615	63,317	41,2845	10,4964	45,360
Mar	2,4233	9,2623	-	61,7352	12,434,53	4,5083	17,0587	1,9301	61,999	40,1219	10,0589	44,111
Abr	2,3550	9,1505	-	59,6203	12,101,70	4,2935	16,3957	1,8814	59,788	39,1335	9,8658	43,279
May	2,2750	8,5794	-	57,6166	11,517,01	4,0874	15,9856	1,8010	57,315	38,2707	9,6117	40,714
Jun	2,2057	8,3245	-	56,8582	11,169,39	3,9853	15,5346	1,7667	56,594	38,1507	9,3398	39,635
	% variación sobre el mes anterior											
2010 Jun	-3,0	-3,0	-	-1,3	-3,0	-2,5	-2,8	-1,9	-1,3	-0,3	-2,8	-2,6
	% variación sobre el año anterior											
2010 Jun	-19,5	-13,1	-	-15,0	-22,0	-19,2	-16,8	-19,6	-15,6	-12,4	-17,1	-17,2

Fuente: BCE.

1) 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.

2) El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.

3) Desde el 1 de enero de 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de esta moneda. Los datos anteriores son indicativos.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
IAPC											
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
2009	2,5	0,6	1,1	0,2	3,3	4,2	4,0	4,0	5,6	1,9	2,2
2009 IV	0,9	0,0	0,9	-2,0	-1,3	1,2	4,9	3,8	4,5	2,3	2,1
2010 I	1,9	0,4	1,9	0,0	-3,9	-0,4	5,8	3,4	4,6	2,7	3,3
2010 Mar	2,4	0,4	2,1	1,4	-4,0	-0,4	5,7	2,9	4,2	2,5	3,4
Abr	3,0	0,9	2,4	2,5	-2,8	0,2	5,7	2,7	4,2	2,1	3,7
May	3,0	1,0	1,9	2,8	-2,4	0,5	4,9	2,3	4,4	1,9	3,4
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB											
2007	0,1	-0,7	4,8	2,6	-0,3	-1,0	-5,0	-1,9	-2,5	3,8	-2,8
2008	1,8	-2,7	3,4	-2,7	-4,1	-3,3	-3,8	-3,7	-5,4	2,5	-4,9
2009	-3,9	-5,9	-2,7	-1,7	-9,0	-8,9	-4,0	-7,1	-8,3	-0,5	-11,5
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB											
2007	18,2	29,0	27,4	3,8	9,0	16,9	65,9	45,0	12,6	40,8	44,7
2008	14,1	30,0	34,2	4,6	19,5	15,6	72,9	47,2	13,3	38,3	52,0
2009	14,8	35,4	41,6	7,2	36,1	29,3	78,3	51,0	23,7	42,3	68,1
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período											
2009 Dic	6,61	3,98	3,53	-	13,75	9,10	7,69	6,22	8,66	3,24	3,60
2010 Ene	6,65	4,28	3,57	-	13,76	8,15	7,62	6,13	9,05	3,37	4,01
Feb	6,05	4,33	3,50	-	13,62	7,15	7,69	6,09	7,92	3,28	4,02
Mar	5,82	4,02	3,40	-	10,54	5,15	7,16	5,72	7,11	3,20	3,98
Abr	5,94	3,84	3,34	-	10,13	5,15	6,57	5,57	6,97	3,14	3,96
May	6,13	4,10	2,93	-	10,13	5,15	7,07	5,74	7,27	2,73	3,60
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período											
2009 Dic	4,71	1,64	1,55	3,28	8,39	4,54	7,47	4,23	10,18	0,48	0,61
2010 Ene	4,44	1,55	1,46	2,74	4,77	3,07	6,78	4,24	8,56	0,48	0,61
Feb	4,27	1,52	1,39	2,12	3,16	2,24	6,59	4,17	6,93	0,48	0,63
Mar	4,21	1,43	1,37	1,86	2,33	1,87	6,65	4,13	6,01	0,49	0,65
Abr	4,21	1,42	1,28	1,79	2,14	1,57	6,14	3,69	4,99	0,52	0,66
May	4,19	1,27	1,25	1,67	2,26	1,47	6,23	3,85	6,38	0,60	0,70
PIB real											
2008	6,0	2,5	-0,9	-3,6	-4,2	2,8	0,6	5,1	7,3	-0,4	0,5
2009	-5,0	-4,1	-4,7	-14,1	-18,0	-14,8	-6,3	1,8	-7,1	-5,1	-4,9
2009 III	-5,4	-4,4	-5,3	-15,6	-19,3	-14,7	-6,8	1,4	-7,1	-5,8	-5,3
IV	-5,9	-3,2	-2,9	-9,5	-16,8	-12,5	-4,6	2,8	-6,5	-1,5	-3,1
2010 I	-3,6	1,1	-0,6	-2,0	-5,1	-2,6	-0,9	2,8	-2,6	2,9	-0,2
Cuenta corriente y de capital en porcentajes del PIB											
2008	-23,2	0,2	2,0	-8,4	-11,6	-10,1	-5,9	-3,9	-11,1	9,2	-1,3
2009	-8,0	0,1	3,9	7,4	12,0	7,2	1,5	0,0	-4,0	7,3	-1,1
2009 III	3,0	-2,0	5,6	10,9	11,9	8,0	2,8	-0,9	-2,8	7,0	-1,6
IV	-7,1	0,9	5,0	9,9	14,8	13,2	2,2	-1,2	-3,9	5,5	-0,2
2010 I	-6,4	2,1	2,3	4,3	12,6	3,1	2,4	0,2	-6,1	8,2	.
Deuda externa bruta en % del PIB											
2007	100,4	44,5	170,6	111,0	127,6	71,9	115,1	48,4	50,9	176,2	401,3
2008	108,8	50,0	179,0	118,5	129,2	71,6	155,0	56,5	56,0	203,8	431,4
2009 III	107,8	46,7	191,8	124,0	147,9	82,9	168,8	60,2	66,7	203,2	411,1
IV	111,3	50,8	190,5	126,7	156,6	86,5	163,2	59,3	68,9	203,8	405,0
2010 I	.	.	.	124,7	161,8	.	.	.	.	205,5	.
Costes laborales unitarios											
2008	16,2	5,1	6,5	14,1	22,0	9,3	4,5	6,8	14,5	2,6	2,8
2009	10,6	3,6	4,5	1,7	-7,1	0,9	1,5	2,3	5,1	4,8	4,9
2009 III	10,2	2,9	4,8	1,5	-12,9	-6,5	-	4,5	-	5,3	4,5
IV	3,7	2,2	-1,6	-7,5	-20,2	-11,4	-	-3,5	-	0,2	4,0
2010 I	6,6	-2,7	0,9	-8,9	-19,8	-9,5	-	.	-	-1,1	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)											
2008	5,6	4,4	3,4	5,5	7,5	5,9	7,8	7,2	5,8	6,2	5,7
2009	6,9	6,7	6,0	13,8	17,1	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2009 IV	8,2	7,4	7,1	15,6	19,8	15,9	10,6	8,9	7,6	8,8	7,8
2010 I	9,3	7,8	7,1	19,0	20,0	17,4	11,2	9,7	7,4	8,8	7,9
2010 Mar	9,5	7,9	7,1	-	20,0	17,4	11,2	9,9	7,4	8,6	7,9
Abr	9,7	7,6	7,0	-	22,5	.	10,9	9,9	.	9,1	.
May	9,7	7,5	6,8	-	.	.	10,4	9,8	.	8,8	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

9.2 En Estados Unidos y Japón

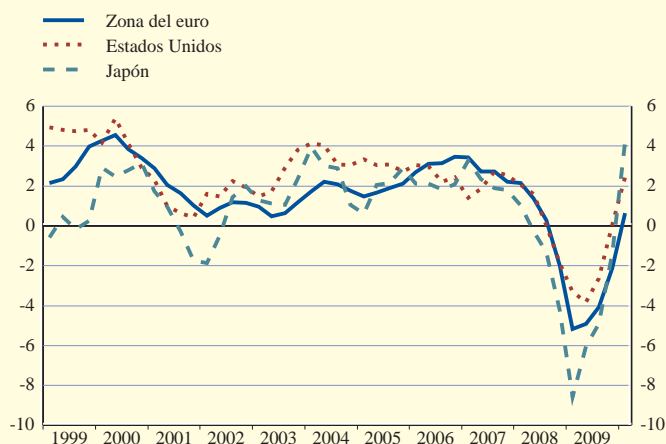
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero); ³⁾ fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁴⁾	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2006	3,2	2,8	2,7	2,7	4,6	5,3	5,20	5,26	1,2556	-2,2	47,8
2007	2,9	2,3	2,1	3,2	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,8	48,4
2008	3,8	1,0	0,4	-4,4	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,5	56,3
2009	-0,4	-1,9	-2,4	-10,9	9,3	7,8	0,69	4,17	1,3948	-11,1	67,6
2009 II	-1,2	0,4	-3,8	-14,7	9,3	8,7	0,84	3,95	1,3632	-11,6	62,7
2009 III	-1,6	-2,7	-2,6	-10,0	9,6	7,8	0,41	3,61	1,4303	-11,6	65,8
2009 IV	1,4	-5,2	0,1	-3,7	10,0	5,1	0,27	4,17	1,4779	-11,1	67,6
2010 I	2,4	-4,2	2,4	3,9	9,7	2,0	0,26	4,01	1,3829	-10,9	70,7
2010 II	.	.	.	.	9,7	.	0,44	3,13	1,2708	.	.
2010 Feb	2,1	-	-	2,9	9,7	2,4	0,25	3,89	1,3686	-	-
2010 Mar	2,3	-	-	5,8	9,7	1,4	0,27	4,01	1,3569	-	-
2010 Abr	2,2	-	-	7,4	9,9	1,6	0,31	3,84	1,3406	-	-
2010 May	2,0	-	-	9,4	9,7	1,7	0,46	3,52	1,2565	-	-
2010 Jun	.	-	-	.	9,5	.	0,54	3,13	1,2209	-	-
Japón											
2006	0,2	-0,5	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,6	159,9
2007	0,1	-1,0	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,3
2008	1,4	2,6	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,1	162,2
2009	-1,4	0,4	-5,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	.	.
2009 II	-1,0	0,9	-6,0	-27,4	5,1	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
2009 III	-2,2	1,0	-4,9	-19,4	5,4	2,8	0,40	1,45	133,82	.	.
2009 IV	-2,0	-4,0	-1,4	-4,2	5,2	3,3	0,31	1,42	132,69	.	.
2010 I	-1,2	.	4,2	27,6	4,9	2,8	0,25	1,48	125,48	.	.
2010 II	.	.	.	.	.	.	0,24	1,18	117,15	.	.
2010 Feb	-1,1	-	-	31,5	4,8	2,7	0,25	1,43	123,46	-	-
2010 Mar	-1,1	-	-	31,9	5,0	2,7	0,25	1,48	123,03	-	-
2010 Abr	-1,2	-	-	25,9	5,1	2,9	0,24	1,37	125,33	-	-
2010 May	-0,9	-	-	20,2	5,2	3,1	0,24	1,37	115,83	-	-
2010 Jun	.	-	-	.	.	.	0,24	1,18	110,99	-	-

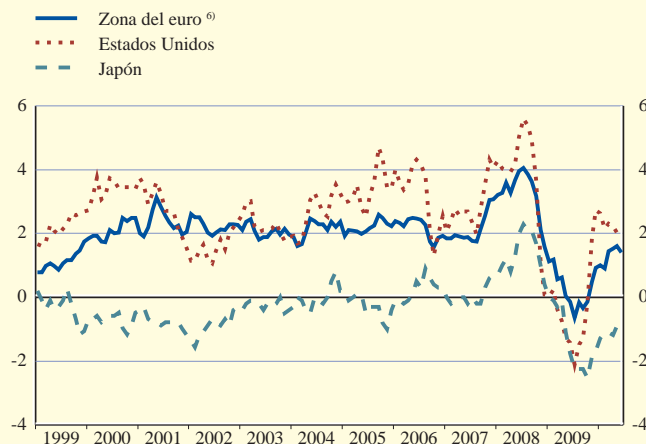
C39 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



C40 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico; Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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



LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S14
C7	Préstamos a las AAPP	S16
C8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
C9	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C11	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C21	Nuevos depósitos a plazo	S43
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
C26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S60
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S60
C30	Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente	S61
C31	Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera	S61
C32	Balanza de pagos de la zona del euro: bienes	S62
C33	Balanza de pagos de la zona del euro: servicios	S62
C34	Posición de inversión internacional de la zona del euro	S65
C35	Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro	S65
C36	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	S70
C37	Tipos de cambio efectivos	S73
C38	Tipos de cambio bilaterales	S73
C39	Producto interior bruto a precios constantes	S76
C40	Índices de precios de consumo	S76

NOTAS TÉCNICAS

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t ; C_t^M , el ajuste por reclasificaciones en el mes t ; E_t^M , el ajuste por variaciones del tipo de cambio, y V_t^M , otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que ahora se dispone de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Monetary and financial statistics», de la sección «Statistics», de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del pe-

ríodo indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre de 2002 por el índice de diciembre de 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

$$h) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula g).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en una descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. Este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En la sección 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. En el caso de las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. Esta identidad contable también se refleja en la cuenta financiera, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de las secciones 3.1 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las impor-

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».

2 Para más detalles, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

taciones y las exportaciones de la zona del euro frente al resto del mundo. El excedente neto de explotación y la renta mixta solo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta solo se define para los sectores residentes y se calcula como la suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define solo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como la suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas la 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:

$$k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de mostrar que el método utilizado para obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores es distinto del utilizado para calcular las «operaciones» equivalentes de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nominales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y los cálculos se basan en operaciones financieras que excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas k) y l), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

4 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA

(véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

SECCIÓN 7.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre t se calcula a partir de las transacciones (F_t) y las posiciones trimestrales (L_t) de la siguiente manera:

$$q) \quad a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro», del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.europa.eu>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services», se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintas bases de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 7 de julio de 2010.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2009 y posteriores se refieren al Euro-16 (la zona del euro que incluye Eslovaquia) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas corresponden a la composición por países de la zona del euro (véase más adelante para más información). Cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año respectivo de incorporación a la zona del euro de Grecia (2001), Eslovenia (2007), Chipre (2008), Malta (2008) y Eslovaquia (2009), calculadas tomando como base el año anterior al año de incorporación, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de estos países a la zona.

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las es-

tadísticas. Así, los datos anteriores a 2001 se refieren al Euro-11, es decir, los siguientes once Estados miembros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre 2001 y 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. Los datos de 2007 se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia. Los datos de 2008 se refieren al Euro-15, es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta, y, a partir de 2009, los datos se refieren al Euro-16, es decir, el Euro-15 más Eslovaquia.

Dado que la composición de la Unidad de Cuenta Europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio correspondiente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999¹ se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos a menudo son provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

¹ Las estadísticas monetarias de las secciones 2.1 a 2.8 para los períodos anteriores a enero de 1999 pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) y en la SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación (OPF) posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Los datos anuales y trimestrales se refieren a las medias del último período de mantenimiento del año/trimestre.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcen-

taje utilizado para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de esa fecha.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. En primer lugar, el importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito concreta se calcula aplicando los coeficientes de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF del Eurosistema (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los facto-

res de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias, es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen posiciones de no IFM residentes en la zona del euro mantenidas en IFM residentes en la zona y también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones

hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (es decir, el sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen los datos de operaciones que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento basadas en las operaciones, en términos de variaciones interanuales. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En la tercera edición del manual «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, marzo de 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En la publicación «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre de 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y se elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias², cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10³.

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de ac-

2 DO L 356, de 30.12.1998, p. 7.

3 DO L 250, de 2.10.2003, p. 17.

ciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos y las operaciones registradas en el balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario, que se incluyen en las estadísticas del balance de las IFM). Un fondo de inversión es una institución de inversión colectiva que invierte el capital obtenido del público en activos financieros o no financieros. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de los fondos de inversión de la zona del euro. El balance es agregado, de tal modo que los activos de los fondos de inversión incluyen sus participaciones en otros fondos de inversión. Las participaciones de los fondos de inversión también se detallan según la política de inversión [es decir, en fondos de renta fija, fondos de renta variable, fondos mixtos, fondos inmobiliarios; fondos de inversión libre (*hedge fund*) y otros fondos] y según el tipo de fondo [es decir, fondos de inversión de capital variable (*open-end fund*) y de capital fijo (*close-end fund*)]. En la sección 2.10 se presenta más información sobre los principales tipos de activos mantenidos por los fondos de inversión de la zona del euro. En esta sección se incluye el detalle geográfico de los emisores de los valores mantenidos por los fondos de inversión, desagregados por sector económico cuando son residentes en la zona del euro.

En el *Manual on investment fund statistics* figura más información sobre estas estadísticas de fondos de inversión. Desde diciembre de 2008, se ha recopilado información estadística armonizada con arreglo al Reglamento BCE/2007/8 relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión.

CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad económica de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones

financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995.

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de renta de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presen-

tan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas «cuentas no financieras» de la zona del euro [es decir, cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, así como los saldos vivos de los balances financieros conforme a una presentación más analítica de los datos. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite una descripción más clara de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras, así como los saldos vivos del balance financiero, conforme a una presentación más analítica de los datos.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (es decir, composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 para toda la serie temporal (es decir, composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y sobre acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros recibidos y concedidos a los residentes en la zona del euro. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen (i) los valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros, y (ii) las acciones cotizadas. Los valores distintos de acciones se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con (i) un plazo a la emisión superior a un año, (ii) fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o (iii) fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de la emisión. Las emisiones a tipo de interés variable comprenden todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente con referencia a un tipo de interés o índice independiente. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores dis-

tintos de acciones por (i) emisiones denominadas en euros y en todas las monedas; (ii) emisiones de residentes en la zona del euro y total de emisiones, y (iii) total de valores distintos de acciones y valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y para los valores distintos de acciones a largo plazo. Los datos desestacionalizados se obtienen a partir del índice de saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las Notas Técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos totales del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo y el total de valores distintos de ac-

ciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las Notas Técnicas, para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 del cuadro 1 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 del cuadro 1 de la sección 4.4 figuran las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en la zona. Los tipos de interés aplicados por las IFM de la

zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados en los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés de las IFM aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso o período inicial de fijación de los tipos de interés. Estas estadísticas de tipos de interés sustituyeron a las diez series estadísticas provisionales relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que se publicaban en el Boletín Mensual, desde enero de 1999.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En el caso de la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, que abarca desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de los tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día antes de enero de 1999, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios a fin de período hasta diciembre de 1998 y, posteriormente, por medias del período del índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta esa fecha eran los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés de fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones Centrales de la

zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson⁴. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los índices de costes laborales, al PIB y a los componentes de gasto, al valor añadido por ramas de actividad, a la producción industrial, a las ventas del comercio al por menor, matriculaciones de automóviles y al empleo en términos de horas trabajadas están ajustadas por días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de

⁴ Véase L. E. Svensson (1994), «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research.

los precios administrados basadas en el IAPC, elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales⁵. Desde enero de 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas coyunturales la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) nº 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) nº 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos⁶. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007⁷. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior,

mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el uso son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁸, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁹. Se dispone del detalle de los índices de costes laborales para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario, menos las subvenciones recibidas por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadros 1, 2 y 3 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos me-

5 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

6 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

7 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

8 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

9 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

táticos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos (a excepción del IVA) del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial. Las series de la zona del euro excluyen Chipre y Malta.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 4 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y

6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000¹⁰, que modifica al SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficits y los superávits que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento (CE) n° 479/2009 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas¹¹. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 501/2004 y el Reglamento (CE) n° 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

¹⁰ DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

¹¹ DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

¹² DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)¹², modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹³. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación de inversiones de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión directa extranjera (marzo de 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentra información adicional sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). Puede consultarse en la dirección del BCE en Internet el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del Marco de Calidad de las Estadísticas del BCE, publicado en abril de 2008.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingre-

sos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con el fin de presentar conjuntamente datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 9 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre la renta de la inversión pendiente de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pa-

13 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

gos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la p.i.i. de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una economía única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre de 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero de 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero de 2008). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otra inversión (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la p.i.i. trimestral se estima parcialmente a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la p.i.i. y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. La desagregación de las variaciones de la p.i.i. anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones con información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este de-

talle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de 2009. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las transacciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de las IFM. En estas operaciones se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los derivados financieros

(columna 1). En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica actualizada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por áreas geográficas (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y los precios industriales de exportación (o precios industriales de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) n° 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Co-

munidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio c.i.f. (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio f.o.b. (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, incluidos todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) n° 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 y 2004-2006, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen encadenando los indicadores basados en cada uno de esos cuatro conjuntos de ponderaciones al final de cada período de tres años. El período base del TCE resultante es el primer trimestre de 1999. El grupo de socios comerciales TCE-21 está integrado por los 11 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Co-

rea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-41 incluye, además de los del TCE-21, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 5, «Evolución del comercio internacional y revisión de los tipos de cambio efectivos del euro» del Boletín Mensual de enero de 2010, la nota metodológica pertinente y el Occasional Paper n.º 2 del BCE

(«The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thimann (febrero de 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Como resultado, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,5%, 4,5% y 2,5%, respectivamente.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE Y 6 DE DICIEMBRE DE 2007, 10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 6 DE MARZO, 10 DE ABRIL, 8 DE MAYO Y 5 DE JUNIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4%, 5% y 3%, respectivamente.

3 DE JULIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de julio de 2008. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5,25% y el 3,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de julio de 2008.

7 DE AGOSTO, 4 DE SEPTIEMBRE Y 2 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.

8 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2006 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos inmediatos. Además, el Consejo de Gobierno decide que, a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarán a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a la operación principal de financiación. Por otra parte, a partir del 9 de octubre, el BCE reducirá la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de la operación principal de financiación. Las dos medidas continuarán aplicándose durante todo el tiempo que se estime necesario y, como mínimo, hasta el final del primer período de mantenimiento de 2009, que concluirá el 20 de enero.

15 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide ampliar el sistema de activos de garantía y mejorar la provisión de liquidez. Para ello, el Consejo de Gobierno decide: (i) ampliar la lista de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, que permanecerá vigente hasta el final de 2009; (ii) mejorar la provisión de liquidez en las operaciones de financiación a plazo más largo a partir del 30 de octubre de 2008 y hasta el final del primer trimestre de 2009, y (iii) ofrecer liquidez en dólares estadounidenses mediante *swaps* de divisas.

6 DE NOVIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 12 de noviembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 12 de noviembre de 2008.

4 DE DICIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 75 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 10 de diciembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 75 puntos básicos, hasta el 3% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 10 de diciembre de 2008.

18 DE DICIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las operaciones principales de financiación continúen llevándose a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena tras el período de mantenimiento que finalizará el 20 de enero de 2009. Esta medida permanecerá vigente mientras se estime necesario, como mínimo hasta la última adjudicación del tercer período de mantenimiento de 2009, que se efectuará el 31 de marzo. Además, a partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes, que el 9 de octubre de 2008 se redujo a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, volverá a ampliarse simétricamente en 200 puntos básicos.

15 DE ENERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 21 de enero de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 21 de enero del 2009, de conformidad con la decisión adoptada el 18 de diciembre de 2008.

5 DE FEBRERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

5 DE MARZO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de marzo de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,5% y el 0,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de marzo de 2009.

Además, el Consejo de Gobierno decide mantener el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo especial y las operaciones de financiación a plazo más largo ordinarias y complementarias durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después del final de 2009. Asimismo, el Consejo de Gobierno decide mantener el actual perfil de frecuencia y de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias y de las operaciones de financiación a plazo especial durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después de final de 2009.

2 DE ABRIL DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de abril de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,25% y el 0,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de abril de 2009.

7 DE MAYO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de mayo de 2009. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 1,75%, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009, y que el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantenga sin cambios en el 0,25%. Además, el Consejo de Gobierno del BCE decide seguir con su política de apoyo al crédito y acuerda, en particular, que el Eurosistema realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, decide, en principio, que el Eurosistema adquirirá instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro.

4 DE JUNIO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE decide sobre detalles técnicos relacionados con la compra de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro acordada el 7 de mayo de 2009.

**2 DE JULIO, 6 DE AGOSTO, 3 DE SEPTIEMBRE,
8 DE OCTUBRE, 5 DE NOVIEMBRE Y 3 DE DICIEMBRE
DE 2009, 14 DE ENERO, 4 DE FEBRERO, 4 DE MARZO,
8 DE ABRIL Y 6 DE MAYO DE 2010**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.



10 DE MAYO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE adopta varias medidas para hacer frente a las tensiones existentes en los mercados financieros. En particular, lleva a cabo intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro (Programa para los Mercados de Valores).

10 DE JUNIO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se

mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Además, decide adoptar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación regulares a plazo más largo a tres meses que se adjudicarán en el tercer trimestre de 2010.

8 DE JULIO 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 abril y junio de 2010. Desde enero de 2009 (a partir del documento de trabajo n.º 989), estas publicaciones solo están disponibles en Internet. Igualmente, desde noviembre de 2009 (a partir del documento de trabajo jurídico n.º 9), estas publicaciones solo están disponibles en Internet. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.europa.eu.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2008», abril 2009.

«Informe Anual 2009», abril 2010.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report 2010», mayo 2010.

«Informe de Convergencia» (Introducción y Resumen del Informe en inglés), mayo 2010.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«Riqueza inmobiliaria y consumo privado en la zona del euro», enero 2009.

«Acumulación de activos exteriores por parte de las autoridades en los mercados emergentes», enero 2009.

«Nueva evidencia procedente de una encuesta sobre el proceso de determinación de los salarios en Europa», febrero 2009.

«Evaluación de las tendencias mundiales de proteccionismo», febrero 2009.

«Financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», abril 2009.

«Revisiones de las estimaciones del PIB de la zona de euro», abril 2009.

«Composición funcional del gasto público en la Unión Europea», abril 2009.

«Expectativas e instrumentación de la política monetaria», mayo 2009.

«Cinco años en la Unión Europea», mayo 2009.

«Agencias de calificación crediticia: evolución y cuestiones de política», mayo 2009.

«Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario», julio 2009.

«La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», julio 2009.

«Rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE», julio 2009.

«Financiación de la vivienda en la zona del euro», agosto 2009.

«Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro», agosto 2009.

«La política monetaria y la oferta de préstamos en la zona del euro», octubre 2009.

«Evolución reciente de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón», octubre 2009.

«Desarrollo financiero en las economías emergentes: valoración e implicaciones de política económica», octubre 2009.

«Política de comunicación de los bancos centrales en períodos de elevada incertidumbre», noviembre 2009.

«El análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras», noviembre 2009.
 «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», noviembre 2009.
 «La orientación de la política monetaria del BCE durante la crisis financiera», enero 2010.
 «Relaciones del BCE con las instituciones y los órganos de la Unión Europea: tendencias y perspectivas», enero 2010.
 «Derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro: resultados obtenidos aplicando el nuevo sistema de cuentas nacionales», enero 2010.
 «Los mercados de *repos* de la zona del euro y las turbulencias en los mercados financieros», febrero 2010.
 «Los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro y su impacto en las entidades de crédito», febrero 2010.
 «Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro: una versión actualizada», febrero 2010.
 «Herramientas para la elaboración de las proyecciones a corto plazo de la inflación de la zona del euro», abril 2010.
 «Medidas adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro en apoyo del sector financiero», abril 2010.
 «Perspectivas de los desequilibrios reales y financieros y reequilibrio a escala mundial», abril 2010.
 «Transmisión de la política monetaria en la zona del euro un decenio después de la introducción del euro», mayo 2010.
 «La «Gran Inflación»: enseñanzas para la política monetaria», mayo 2010.
 «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», julio 2010.
 «La eficacia de las políticas fiscales de la zona del euro», julio 2010.
 «El impacto de la crisis financiera en los países de Europa Central y Oriental», julio 2010.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto de 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 8 «National rescue measures in response to the current financial crisis», A. Petrovic y R. Tutsch, julio 2009.
- 9 «The legal duty to consult the European Central Bank – national and EU consultations», S. E. Lambrinoc, noviembre 2009.
- 10 «Withdrawal and expulsion from the EU and EMU: some reflections», P. Athanassiou, diciembre 2009.
- 11 «The role of national central banks in banking supervision in selected central and eastern European countries», M. Apinis, M. Bodzioch, E. Csongrádi, T. Filipova, Z. Foit, J. Kotkas, M. Porzycki y M. Vetrák, marzo 2010.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 100 «Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use», the Eurosystem Household Finance y Consumption Network, enero 2009.
- 101 «Housing finance in the euro area», Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, marzo 2009.
- 102 «Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications», E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara, abril 2009.
- 103 «Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets», Raymond Ritter, abril 2009.

- 104 «Fiscal policy challenges in oil-exporting countries: a review of key issues», M. Sturm, F. Gurtner y J. González Alegre, junio 2009.
- 105 «Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications», L. Bê Duc y G. Le Breton, agosto 2009.
- 106 «Monetary policy strategy in a global environment», P. Moutot y G. Vitale, agosto 2009.
- 107 «The collateral frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil», S. Cheun, I. von Köppen-Mertes y B. Weller, diciembre 2009.
- 108 «Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises – an overview», K. Hubrich y T. Karlsson, marzo 2010.
- 109 «Euro area fiscal policies and the crisis», editado por A. van Riet, abril 2010.
- 110 «Protectionist responses to the crisis: global trends and implications», M. Bussière, E. Pérez-Barreiro, R. Straub y D. Taglioni, mayo 2010.
- 111 «Main drivers of the ECB financial accounts and ECB financial strength over the first 11 years», O. Vergote, W. Studener, I. Efthymiadis y N. Merriman, mayo 2010.
- 112 «Public wages in the euro area: towards securing stability and competitiveness», F. Holm-Hadulla, K. Kamath, A. Lamo, J. J. Pérez y L. Schuknecht, junio 2010.
- 113 «Energy markets and the euro area macroeconomy», Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, junio 2010.
- 114 «The impact of the global economic and financial crisis on central, eastern and south-eastern Europe: a stock-taking exercise», S. Gardó y R. Martin, junio 2010.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

- «Research Bulletin», n.º 8, marzo 2009.
 «Research Bulletin», n.º 9, marzo 2010.
 «Research Bulletin», n.º 10, junio 2010.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 1167 «Macroeconomic forecasting and structural change», L. Gambetti, A. D'Agostino y D. Giannone, abril 2010.
- 1168 «Food price pass-through in the euro area: the role of asymmetries and non-linearities», R. Jiménez-Rodríguez, G. Ferrucci y L. Onorante, abril 2010.
- 1169 «The impact of numerical expenditure rules on budgetary discipline over the cycle», F. Holm-Hadulla, S. Hauptmeier y P. Rother, abril 2010.
- 1170 «Global commodity cycles and linkages: a FAVAR approach», M. J. Lombardi, C. Osbat y B. Schnatz, abril 2010.
- 1171 «The external finance premium in the euro area: a useful indicator for monetary policy?», P. Gelain, abril 2010.
- 1172 «Size, openness and macroeconomic interdependence», A. Chudik y R. Straub, abril 2010.
- 1173 «Market power and fiscal policy in OECD countries», A. Afonso y L. F. Costa, abril 2010.
- 1174 «How far are we from the slippery slope? The Laffer curve revisited», M. Trabandt y H. Uhlig, abril 2010.
- 1175 «In dubio pro CES: supply estimation with mis-specified technical change», M. A. León-Ledesma, P. McAdam y A. Willman, abril 2010.
- 1176 «Evolving Phillips trade-off», L. Benati, abril 2010.
- 1177 «Price and trading response to public information», M. Malinowska, abril 2010.

- 1178 «Monetary policy, housing booms and financial (im)balances», S. Eickmeier y B. Hofmann, abril 2010.
- 1179 «Credit supply: identifying balance-sheet channels with loan applications and granted loans», G. Jiménez, S. Ongena, J.-L. Peydró y J. Saurina, abril 2010.
- 1180 «Nominal and real wage rigidities. In theory and in Europe», M. Knell, abril 2010.
- 1181 «Wage setting and wage flexibility in Ireland: results from a firm-level survey», M. Keeney y M. Lawless, abril 2010.
- 1182 «Inter-industry wage differentials in EU countries: what do cross-country time varying data add to the picture?», P. Du Caju, G. Kátay, A. Lamo, D. Nicolitsas y S. Poelhekke, abril 2010.
- 1183 «Labour market institutions and the business cycle: unemployment rigidities vs. real wage rigidities», M. Abbritti y S. Weber, abril 2010.
- 1184 «Costs, demand and producer price changes», C. Loupias y P. Sevestre, abril 2010.
- 1185 «Forecasting with DSGE models», K. Christoffel, G. Coenen y A. Warne, mayo 2010.
- 1186 «Modelling anti-inflationary monetary targeting: with an application to Romania», M. Sánchez, mayo 2010.
- 1187 «Substitution between domestic and foreign currency loans in central Europe: do central banks matter?», M. Brzoza-Brzezina, T. Chmielewski y J. Niedźwiedzińska, mayo 2010.
- 1188 «Are policy counterfactuals based on structural VARs reliable?», L. Benati, mayo 2010.
- 1189 «Maximum likelihood estimation of factor models on datasets with arbitrary pattern of missing data», M. Bańbura y M. Modugno, mayo 2010.
- 1190 «Booms and busts in China's stock market: estimates based on fundamentals», G. J. de Bondt, T. A. Peltonen y D. Santabábara, mayo 2010.
- 1191 «Money in monetary policy design: monetary cross-checking in the New Keynesian model», G. W. Beck y V. Wieland, mayo 2010.
- 1192 «Financial factors in economic fluctuations», L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno, mayo 2010.
- 1193 «Should larger reserve holdings be more diversified», R. Beck y S. Weber, mayo 2010.
- 1194 «Econometric analysis of high dimensional VARs featuring a dominant unit», M. H. Pesaran y A. Chudik, mayo 2010.
- 1195 «The EAGLE: a model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area», S. Gomes, P. Jacquinot y M. Pisani, mayo 2010.
- 1196 «Reputational contagion and optimal regulatory forbearance», A. D. Morrison y L. White, mayo 2010.
- 1197 «Investors with too many options?», D. Dorn, mayo 2010.
- 1198 «Wage and price-setting behaviour of Lithuanian firms», E. Virbickas, mayo 2010.
- 1199 «Changes in the wage structure in EU countries», R. Christopoulou, J. F. Jimeno y A. Lamo, mayo 2010.
- 1200 «Testing the asset pricing model of exchange rates with survey data», A. Naszodi, mayo 2010.
- 1201 «Growth strategies and value creation: what works best for stock exchanges?», I. Hasan, H. Schmiedel y L. Song, junio 2010.
- 1202 «Involuntary unemployment and the business cycle», L. Christiano, M. Trabandt y K. Walentin, junio 2010.
- 1203 «Cross-border banking and the international transmission of financial distress during the crisis of 2007-08», A. Popov y G. F. Udell, junio 2010.
- 1204 «Banking sector output measurement in the euro area – a modified approach», A. Colangelo y R. Inklaar, junio 2010.
- 1205 «Nelson-Siegel, affine and quadratic yield curve specifications: which one is better at forecasting?», K. Nyholm y R. Vidova-Koleva, junio 2010.

- 1206 «Relative house price dynamics across euro area and US cities: convergence or divergence?», P. Hiebert y M. Roma, junio 2010.
- 1207 «Money growth and inflation: a regime switching approach», G. Amisano y G. Fagan, junio 2010.
- 1208 «Reverse causality in global current accounts», G. Schnabl y S. Freitag, junio 2010.
- 1209 «Epstein-Zin preferences and their use in macro-finance models: implications for optimal monetary policy», M. Darracq Pariès y A. Loublier, junio 2010.
- 1210 «Towards a robust monetary policy rule for the euro area», T. Blattner y E. Margaritov», junio 2010.
- 1211 «Efficiency and risk in European banking», F. Fiordelisi, D. Marqués-Ibáñez, y P. Molyneux, junio 2010.
- 1212 «Multimarket trading and the cost of debt: evidence from global bonds», L. Petrasek, junio 2010.
- 1213 «The incidence of nominal and real wage rigidity: an individual-based sectoral approach», J. Messina, M. Izquierdo, P. Du Caju, C. F. Duarte y N. Lynggård Hansen, junio 2010.
- 1214 «Detecting and interpreting financial stress in the euro area», M. Blix Grimaldi, junio 2010.
- 1215 «Formal education, mismatch and wages after transition: assessing the impact of unobserved heterogeneity using matching estimators», A. Lamo y J. Messina, junio 2010.
- 1216 «What lies beneath the euro's effect on financial integration? Currency risk, legal harmonisation, or trade?», S. Kalemli-Ozcan, E. Papaioannou, J. L. Peydró, junio 2010.
- 1217 «Fiscal policy and growth: do financial crises make a difference?», C. Kolerus, H. P. Grüner y A. Afonso, junio 2010.
- 1218 «Sectoral money demand and the great disinflation in the United States», A. Calza y A. Zaghini, junio 2010.

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 Eurosystem – diciembre 2009», enero 2010 (solo en Internet).

«Structural indicators for the EU banking sector», enero 2010 (solo en Internet).

«Modelo de corresponsalia entre Bancos Centrales (MCBC) – Procedimientos para las entidades de contrapartida del Eurosystem», 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 Eurosystem – enero 2010», febrero 2010 (solo en Internet).

«Commission communication on ‘An EU framework for cross-border crisis management in the banking sector’: Eurosystem’s reply to the public consultation», febrero 2010 (solo en Internet).

«Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area – second half of 2009», febrero 2010 (solo en Internet).

«MFI balance sheet and interest rate statistics and CEBS’ guidelines on FINREP and COREP», febrero 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Chountis, Member of the European Parliament, related to the income of Mr Provopoulos, Governor of the Bank of Greece», febrero 2010 (solo en Internet).

«ECB-Eurostat workshop on pensions», febrero 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosystem – febrero 2010», marzo 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Diogo Feio, Member of the European Parliament, regarding the economic situation in Portugal», marzo 2010 (solo en Internet).

«Strengthening macro and micro-prudential supervision in EU candidates and potential candidates», marzo 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr. Nuno Melo, Member of the European Parliament, concerning the increase in the capital of Banco Português de Negócios (BPN)», marzo 2010 (solo en Internet).

«Government finance statistics guide», marzo 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Chountis, Member of the European Parliament, regarding credit rating agencies», marzo 2010 (solo en Internet).

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – 2009 quality report», marzo 2010 (solo en Internet).

«Euro area monetary and financial statistics – 2009 quality report», marzo 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosystem – marzo 2010», abril 2010 (solo en Internet).

«Financial integration in Europe», abril 2010.

«Report on the lessons learned from the financial crisis with regard to the functioning of European financial market infrastructures», abril 2010 (solo en Internet).

«Results of the public consultation on ABS loan-level information in the Eurosystem collateral framework», abril 2010 (solo en Internet).

«ECB statistics - an overview», abril 2010 (solo en Internet).

«European statistics provided by the ESCB – the governance structure», abril 2010 (solo en Internet).

«Memorandum of understanding on the exchange of information among national central credit registers for the purpose of passing it on to reporting institutions», abril 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – abril 2010», mayo 2010 (solo en Internet).

«TARGET Annual Report 2009», mayo 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Paulo Rangel, Member of the European Parliament, regarding structural reforms», mayo 2010.

«Financial Stability Review», junio 2010.

«Structural Issues Report 2010 – Energy markets and the euro area macroeconomy», junio 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – mayo 2010», junio 2010 (solo en Internet).

«Reinforcing economic governance in the euro area – The ECB Governing Council’s proposals to strengthen decisively governance and enforcement structures in the economic policy framework of the euro area», junio 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to the President of the European Council, Mr Herman Van Rompuy, presenting the ECB Governing Council’s proposals for reinforcing economic governance in the euro area», junio 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Andreas Mölzer, Member of the European Parliament, regarding questions related to the governance of the euro area», junio 2010 (solo en Internet).

FOLLETOS INFORMATIVOS

«El Banco Central Europeo, el Eurosistema, el Sistema Europeo de Bancos Centrales», abril 2009.

«La estabilidad de precios: ¿por qué es importante para ti?», abril 2009.

«La Zona Única de Pagos en Euros (SEPA): un mercado de pequeños pagos integrado», julio 2009.

«T2S – settling without borders», enero 2010.

«ECB statistics: a brief overview», abril 2010.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Activos exteriores netos de las IFM: Activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Apoyo reforzado al crédito: Medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

Balance consolidado del sector de las IFM: Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Comercio exterior de bienes: Exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: Medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuentas de capital: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

Cuenta financiera: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Cuentas financieras: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

Curva de rendimientos: Representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): Necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: Descenso generalizado, persistente y autosostenido en un amplio conjunto de precios, provocado por una caída de la demanda agregada, que queda incorporado a las expectativas.

Desinflación: Proceso de desaceleración de la inflación que da lugar a tasas de inflación negativas de carácter temporal.

Deuda (Administraciones Públicas): Deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) a su valor nominal que permanece viva a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): Préstamos de los hogares y préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados) de las sociedades no financieras.

Deuda pública indiciada con la inflación: Valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): Encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB): Encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: Encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: Encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): Medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: El mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. 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.