



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

BOLETÍN MENSUAL ABRIL

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

05 | 2009

06 | 2009

07 | 2009

08 | 2009

09 | 2009

10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009

2000





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL ABRIL 2009

En el año 2009,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 200 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, 2009

© De la traducción: Banco de España,
Madrid, 2009

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

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

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

*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 1 de abril de 2009.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

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

Recuadros

1 Las recesiones en Estados Unidos: ¿Que se puede aprender de la experiencia?	10
2 ¿Cómo quedan reflejadas en el balance de las entidades de crédito de la zona del euro las medidas de los Gobiernos en apoyo del sistema financiero?	22
3 Integración financiera en Europa: Principales conclusiones del informe del 2009	38
4 Cambios recientes en los indicadores a corto plazo	46
5 ¿Cómo se forman las previsiones en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica? Resultados de un cuestionario especial	51
6 Comparación de la actual recesión de la economía de la zona del euro, y de sus dos ramas de actividad principales, con anteriores períodos de recesión	57
7 Prioridades de las políticas estructurales en la zona del euro	64

ARTÍCULOS

Financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: Comparación entre la zona del euro y Estados Unidos	75
Revisiones de las estimaciones del PIB de la zona de euro	93
Composición funcional del gasto público en la Unión Europea	101

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 del 2008	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 Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 4	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 4)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo en la frontera del exportador
HWWI	Hamburg Institute of International Economics
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OCDE	Organización para la Cooperación y el 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 Comunidad, 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 2 de abril de 2009, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, reducir los tipos de interés oficiales del BCE en otros 25 puntos básicos. El tipo aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema se redujo al 1,25%, y los tipos aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se rebajaron al 2,25% y al 0,25%, respectivamente, con efectos desde el 8 de abril de 2009. Tras esta decisión, los tipos de interés oficiales del BCE han experimentado una reducción total de 300 puntos básicos desde el 8 de octubre de 2008.

Esta decisión tiene en cuenta la expectativa de que las presiones sobre los precios seguirán siendo moderadas, como reflejo de la considerable bajada de los precios de las materias primas en los últimos meses y del notable debilitamiento de la actividad económica en la zona del euro y en todo el mundo. Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes confirman que la economía mundial, incluida la zona del euro, experimenta una acusada desaceleración. Es probable que tanto la demanda mundial como la de la zona del euro se muestren muy débiles durante el 2009 y comiencen a recuperarse gradualmente en el 2010. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo continúan firmemente anclados en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El contraste con los resultados del análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas han continuado disminuyendo. Tras su decisión del 2 de abril, el Consejo de Gobierno estima que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo, sustentando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. El Consejo de Gobierno continuará garantizando un firme anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo, lo que resulta indispensable para apoyar el crecimiento sostenible y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera. En consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

Por lo que se refiere al análisis económico, como reflejo del impacto de las turbulencias en los mercados financieros, la actividad económica se ha debilitado sustancialmente en la zona del euro, debido a la contracción en la demanda interna en paralelo a la desaceleración de la economía mundial. Los datos disponibles así como los resultados de las encuestas indican que la actividad económica de la zona del euro ha continuado siendo muy débil en los primeros meses del 2009 y que probablemente se mantendrá muy moderada durante el resto del año, si bien se espera que se recupere gradualmente en el 2010. El notable descenso de los precios de las materias primas desde el verano del 2008 respalda la renta real disponible y, por tanto, el consumo. Asimismo, tanto la demanda externa como la interna se beneficiarán cada vez más de los efectos del importante estímulo económico que se está llevando a cabo así como de las medidas adoptadas para normalizar el funcionamiento del sistema financiero, tanto dentro como fuera de la zona del euro.

Habida cuenta de estos efectos, el Consejo de Gobierno considera que los riesgos para las perspectivas de la actividad económica están, en general, equilibrados. Por una parte, la disminución de los precios de las materias primas y las medidas adoptadas podrían tener efectos positivos más intensos de lo previsto. Por otra parte, existe preocupación relacionada con la posibilidad de un impacto más fuerte sobre la economía real de las turbulencias de los mercados financieros, con la intensificación de las presiones proteccionistas y con una evolución adversa de la economía mundial como consecuencia de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

La inflación interanual medida por el IAPC ha continuado reduciéndose desde el 1,2% en febrero al 0,6% en marzo, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat. La bajada de la inflación desde el verano pasado se debe fundamentalmente a la notable caída de los precios mundiales de las materias primas durante ese período. Asimismo, cada vez se observan más indicios de una reducción más generalizada de la presión inflacionista. Respecto al futuro, efectos de base derivados de la



evolución anterior de los precios de la energía tendrán un papel importante en la evolución a más corto plazo del IAPC. En consecuencia, el Consejo de Gobierno espera que las tasas de inflación general interanual continúen reduciéndose en los próximos meses y se sitúen en niveles negativos de forma temporal a mediados de año. Posteriormente, las tasas de inflación interanuales deberían volver a incrementarse. Sin embargo, dicha evolución a corto plazo no es relevante desde la perspectiva de la política monetaria. A más largo plazo, en el horizonte temporal relevante para la política monetaria, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles inferiores al 2% en el 2010, reflejando principalmente la atonía persistente de la demanda en la zona del euro y en otras regiones. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo continúan firmemente anclados 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 para estas perspectivas están, en términos generales, equilibrados y se relacionan, en particular, con los riesgos sobre las perspectivas para la actividad económica y sobre los precios de las materias primas.

En cuanto al análisis monetario, los últimos datos confirman la elevada volatilidad intermensual de la evolución de M3 y sus componentes observada desde la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre del 2008. Haciendo abstracción de dicha volatilidad, el ritmo de expansión monetaria en la zona del euro ha continuado desacelerándose acusadamente, lo que apoya la valoración de una disminución de los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

La evolución dentro de M3 refleja claramente las decisiones de inversión financiera específicas de los participantes en el mercado en respuesta a la intensificación de las turbulencias financieras, aunque también, cada vez más, los efectos de las anteriores reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE. Dichas reducciones han estrechado el diferencial entre los tipos de interés a los que se remuneran las distintas categorías de depósitos

a corto plazo, fomentando desplazamientos en la asignación de fondos. Por ejemplo, la demanda de depósitos a la vista se intensificó en febrero y contribuyó al aumento de la tasa de crecimiento interanual de M1, que se situó en el 6,3%, mientras que la demanda de depósitos a corto plazo se debilitó considerablemente.

El flujo de los préstamos concedidos por las IFM a sociedades no financieras y hogares ha seguido siendo muy tenue. El flujo ligeramente negativo del crédito a sociedades no financieras en febrero refleja una disminución de los saldos vivos de los préstamos con vencimientos más cortos, mientras que el flujo neto de los préstamos con vencimientos más largos se mantuvo positivo. El descenso de los préstamos a corto plazo puede ser indicativo de una reducción de la demanda de préstamos relacionada con el debilitamiento de la actividad económica. Sin embargo, es probable que el comportamiento de los préstamos también se haya visto influido por efectos de oferta. A este respecto, la evolución de los últimos meses puede deberse, en parte, a los constantes esfuerzos tanto de las entidades de crédito como de las empresas y los hogares por reducir los elevados niveles de apalancamiento acumulados durante los últimos años.

En síntesis, la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno el 2 de abril tiene en cuenta la expectativa de que las presiones sobre los precios seguirán estando muy contenidas, como reflejo de la considerable bajada de los precios de las materias primas en los últimos meses y del notable debilitamiento de la actividad económica en la zona del euro y en todo el mundo. Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes confirman que la economía mundial, incluida la zona del euro, experimenta una acusada desaceleración. Es probable que tanto la demanda mundial como la de la zona del euro se muestren muy débiles durante el 2009 y comiencen a recuperarse gradualmente en el 2010. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo continúan firmemente anclados en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El contraste con

los resultados del análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas han continuado disminuyendo. Tras su decisión del 2 de abril, el Consejo de Gobierno estima que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. El Consejo de Gobierno continuará garantizando un firme anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo, lo que resulta indispensable para apoyar el crecimiento sostenible y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera. En consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En lo concerniente a las políticas fiscales, es necesario que el compromiso de los países con el retorno a posiciones fiscales saneadas sea creíble, respetando estrictamente las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Esto es esencial para mantener la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, lo que es importante tanto para la recuperación de la economía como para el impulso del crecimiento económico a largo plazo. Los países sujetos al procedimiento de déficit excesivo han de cumplir rigurosamente las recomendaciones del Consejo ECOFIN para corregir sus déficit. Muchos países deberán definir nuevas medidas de saneamiento creíbles para el 2010 y años posteriores. La aplicación plena y coherente de las disposiciones legales de la UE relativas a posiciones fiscales saneadas resulta indispensable para el mantenimiento de su credibilidad en tanto que uno de los pilares del marco institucional de la Unión Económica y Monetaria.

En lo relativo a las reformas estructurales, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción el compromiso del Consejo Europeo de primavera de aplicar plenamente la estrategia de Lisboa renovada para el crecimiento y el empleo en la situación actual. Las recomendaciones actualizadas para los países de la zona del euro exigen una aplicación acelerada de las reformas a fin de apoyar a la economía, facilitar los ajustes necesarios y garantizar un nivel elevado de crecimiento potencial. Es esencial que los Gobiernos fomenten medidas que no distorsionen la competencia ni retrasen los ne-

cesarios procesos de ajuste estructural, y que mantengan la firme determinación de evitar medidas proteccionistas.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. En el primero se compara la financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras de la zona del euro con sus homólogos de Estados Unidos, prestando especial atención al período de turbulencias financieras. En el segundo se examina la fiabilidad de las primeras estimaciones del PIB de la zona del euro y sus revisiones. En el tercero se analiza la evolución de la composición del gasto público en la UE.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial está atravesando actualmente una profunda recesión, a pesar de las medidas de política que, con firmeza, se están tomando en todo el mundo para hacer frente a las adversas consecuencias de las turbulencias financieras. Al mismo tiempo, las tasas de inflación mundiales siguen reduciéndose rápidamente, debido a efectos de base derivados del descenso de los precios de las materias primas, la débil situación de los mercados laborales y la mayor atonía de la economía mundial. Las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a unos niveles de incertidumbre excepcionalmente altos, pero los riesgos para la actividad mundial parecen estar ahora más equilibrados en general.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial está atravesando actualmente una profunda recesión, a pesar de las medidas de política que, con firmeza, se están tomando en todo el mundo para hacer frente a las adversas consecuencias de las turbulencias mundiales. En febrero del 2009, el índice general de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) se recuperó ligeramente respecto al mínimo registrado anteriormente, pero se mantuvo muy por debajo del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, lo que significa que las industrias han seguido reduciendo la actividad. Con todo, aunque hasta ahora no se han observado muchos indicios claros de un cambio en la situación económica mundial, el ritmo general de la recesión económica mundial parece haberse desacelerado últimamente.

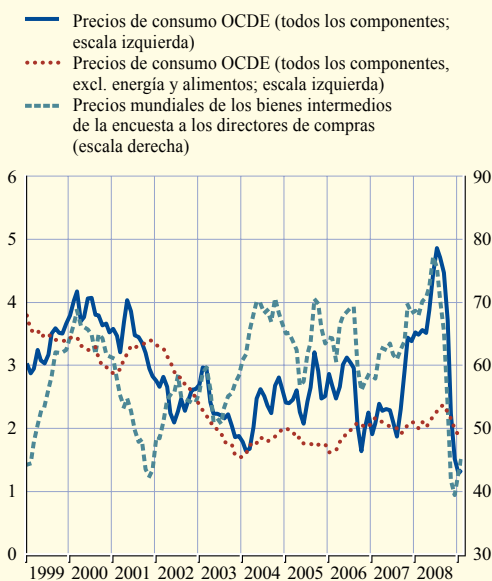
Las tasas de inflación mundiales han seguido reduciéndose rápidamente, debido a efectos de base derivados del descenso de los precios de las materias primas, la débil situación de los mercados laborales y la mayor atonía de la economía mundial. En los países de la OCDE, la inflación general medida por el IPC se situó en el 1,3% en el año transcurrido hasta febrero del 2009, sin variación con respecto al mes anterior. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación medida por el IPC se mantuvo en el 1,9% en febrero. El índice general de precios de los consumos intermedios de la encuesta a directores de compras volvió a bajar en febrero. Si bien el sector servicios informó tan sólo de una moderada caída de los costes medios, el sector manufacturero registró una considerable reducción de los precios de compra, como consecuencia de la mayor exposición de este sector a la corrección de anteriores subidas de los precios mundiales de las materias primas (véase gráfico 1).

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la recesión se agudizó en el último trimestre del 2008 y la actividad económica siguió siendo débil a comienzos del 2009. Según las estimaciones finales, el PIB real experimentó una contracción del 6,3%, en tasa anualizada, en el cuarto trimestre del 2008, frente a una contracción del 0,5% en el trimestre anterior. El consumo personal y la inversión privada en capital fijo siguen siendo un

Gráfico I Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual; índice de difusión)



Fuentes: OCDE y Markit.

lastre importante para el crecimiento del PIB, ya que las tensiones en los mercados financieros y el desapalancamiento por parte de las instituciones financieras han restringido la disponibilidad de crédito. Las perspectivas respecto al gasto en consumo se ven aún más ensombrecidas por el acusado deterioro de la situación del mercado de trabajo y los negativos efectos que el descenso de los precios de la vivienda y de las cotizaciones bursátiles ha tenido sobre la riqueza. Además, el comportamiento de las exportaciones ha sido flojo debido a la desaceleración del comercio mundial y a la profundización de las recesiones que afectan a los principales socios comerciales de Estados Unidos. En este contexto, las notables medidas de estímulo que se están aplicando actualmente deberían favorecer hasta cierto punto la actividad económica. No obstante, ello se producirá a expensas de aumentar el déficit presupuestario previsto para el ejercicio fiscal en curso hasta alrededor del 12%, según datos de la Oficina de Presupuesto del Congreso.

Recuadro I

LAS RECESIONES EN ESTADOS UNIDOS: ¿QUE SE PUEDE APRENDER DE LA EXPERIENCIA?

En el período actual, caracterizado por un aumento de la incertidumbre, es difícil predecir cuán profunda y prolongada podría ser la recesión que sufre en estos momentos Estados Unidos. No obstante, examinando las regularidades empíricas propias de anteriores episodios de recesión es posible hacerse una idea respecto a la potencia y la duración medias del ciclo económico en Estados Unidos. Partiendo de esta información, se podría intentar deducir la secuencia de los acontecimientos, así como la dinámica que llevaría a una futura recuperación. A continuación, se analizan las regularidades empíricas de los diez episodios de recesión registrados en Estados Unidos en el período de posguerra (identificados y fechados por el National Bureau of Economic Research; véase cuadro¹) y se contrastan con lo acontecido en el ciclo actual. Además, se comparan brevemente estos episodios de la posguerra con la Gran Depresión de 1929-1933, que se utiliza como referencia.

- 1 Según la definición del National Bureau of Economic Research, una recesión no se mide únicamente por el hecho de que el crecimiento sea negativo durante dos trimestres consecutivos, sino «por un descenso significativo de la actividad económica que afecta al conjunto de la economía y se prolongue más de unos pocos meses, y que se hace visible normalmente en el PIB real, la renta real, el empleo, la producción industrial y las ventas del comercio mayorista».

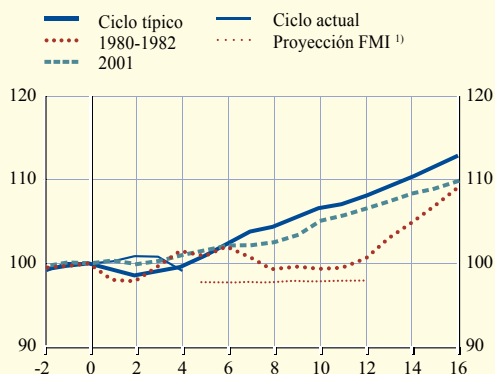
Expansiones y contracciones del ciclo económico en Estados Unidos

Fechas referencia ciclo económico		Duración en meses	
Máximo	Mínimo	Contracción Máximo a mínimo	Expansión Tiempo transcurrido desde la última recesión
Agosto 1929 (III)	Marzo 1933 (I)	43	21
Noviembre 1948 (IV)	Octubre 1949 (IV)	11	37
Julio 1953 (III)	Mayo 1954 (II)	10	45
Agosto 1957 (III)	Abril 1958 (II)	8	39
Abril 1960 (II)	Febrero 1961 (I)	10	24
Diciembre 1969 (IV)	Noviembre 1970 (IV)	11	106
Noviembre 1973 (IV)	Marzo 1975 (I)	16	36
Enero 1980 (I)	Julio 1980 (III)	6	58
Julio 1981 (III)	Noviembre 1982	16	12
Julio 1990 (III)	Marzo 1991 (I)	8	92
Marzo 2001 (I)	Noviembre 2001 (IV)	8	120
Diciembre 2007 (IV)	-	-	73

Fuente: National Bureau of Economic Research.

Gráfico A PIB real

(Índice; inicio de la recesión = 100)



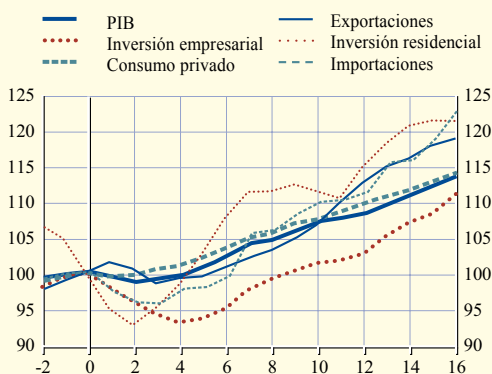
Fuentes: Bureau of Economic Analysis, National Bureau of Economic Research, FMI y cálculos del BCE.

Nota: La escala temporal corresponde a los trimestres anterior/posterior al inicio de la recesión (línea vertical en cero).

1) Medias anuales.

Gráfico B Evolución media de los principales componentes de las cuentas nacionales durante una recesión

(Índice; inicio de la recesión = 100)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis, National Bureau of Economic Research, FMI y cálculos del BCE.

Nota: La escala temporal corresponde a los trimestres anterior/posterior al inicio de la recesión (línea vertical en cero).

Examinando en primer lugar el comportamiento del PIB de Estados Unidos durante estos episodios de recesión del período de posguerra, puede observarse que, en promedio, el PIB real se contrae un 1,4% durante dos trimestres (véase gráfico A). Tras descender al mínimo, el PIB suele tardar, en promedio, otros tres trimestres en volver al nivel registrado antes de la recesión. Las recesiones de los años cincuenta, la de 1973 y la recesión repetida del período 1980-1982² entrañaron caídas particularmente acusadas y prolongadas, mientras que la más suave fue la del año 2001. En comparación, el PIB real se redujo alrededor de un 27% durante la Gran Depresión y tardó siete años en volver al nivel medio anual registrado antes de la depresión³. Según las proyecciones oficiales disponibles, es probable que el ciclo actual sea uno de los más severos —si no el peor— de todo el período de posguerra. El PIB estadounidense se había reducido ya un 0,8% entre el inicio de la recesión, a finales del 2007, y el cuarto trimestre del 2008, y, según indica el FMI en sus perspectivas de la economía mundial publicadas en marzo⁴, se prevé que se contraiga otro 2,6% en el 2009.

Así pues, ¿cuáles han sido los factores determinantes de las recesiones y las recuperaciones anteriores y en qué podría diferenciarse la actual? Examinando los componentes del PIB (véase gráfico B), la variable que normalmente ha desencadenado y precedido a una recesión ha sido la inversión residencial que, en promedio, alcanzó su nivel máximo varios trimestres antes de que se iniciara la recesión. La inversión empresarial, las importaciones y el consumo privado —el componente más importante del PIB en Estados Unidos— comenzaron a contraerse simultáneamente con el PIB, mientras que las exportaciones registraron su nivel máximo un trimestre antes del inicio de la recesión. En la actual recesión puede observarse también una secuencia de acontecimientos similar —si bien con varios trimestres de desfase— aunque las importaciones habían comenzado a reducirse antes de lo normal en una recesión.

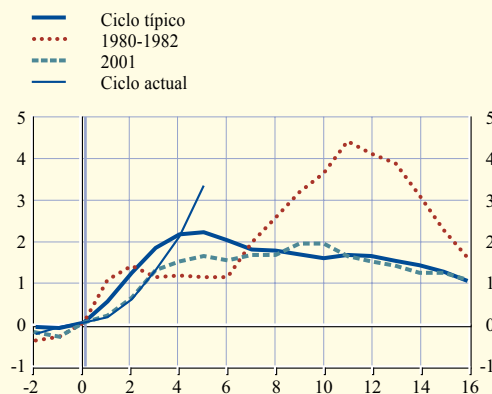
² De todas estas recesiones más severas del período de posguerra, la que aparece en los gráficos es la que se registró en 1980-1982.

³ Las cifras sobre PIB y consumo personal correspondientes a la Gran Depresión se refieren a las variaciones de las medias anuales de 1929 y 1933.

⁴ Véase el documento titulado «Group of Twenty, Meeting of the Ministers and Central Bank Governors, March 13–14, 2009, London, U.K., Global Economic Policies and Prospects, Note by the Staff of the International Monetary Fund», <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/031909a.pdf>.

Gráfico C Desempleo

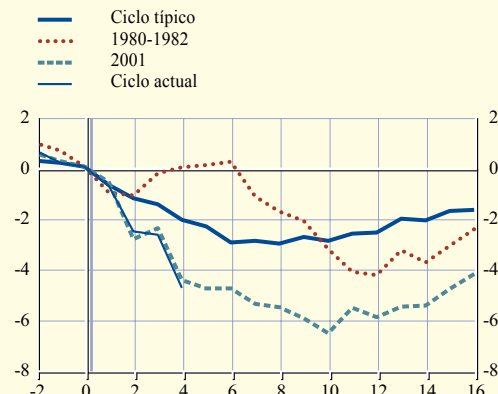
(porcentajes; variaciones acumuladas; inicio de la recesión = 0)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics, National Bureau of Economic Research, FMI y cálculos del BCE.
Nota: La escala temporal corresponde a los trimestres anterior/posterior al inicio de la recesión (línea vertical en cero).

Gráfico D Déficit presupuestario (en porcentaje del PIB)

(porcentajes; variaciones acumuladas; inicio de la recesión = 0)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis, National Bureau of Economic Research, FMI y cálculos del BCE.
Nota: La escala temporal corresponde a los trimestres anterior/posterior al inicio de la recesión (línea vertical en cero).

Por lo que respecta a la trayectoria histórica del consumo privado en Estados Unidos en las recesiones del período de posguerra, sólo ha registrado, en promedio, un pequeño descenso (0,4%) en un trimestre, retornando a continuación a los niveles previos a la recesión en un lapso de sólo dos trimestres. La caída más pronunciada del período de posguerra se produjo durante la recesión de 1980-1982, en la que la diferencia entre los niveles máximo y mínimo fue del 2,2%. A efectos de comparación, al término de la Gran Depresión, en 1933, el consumo se situaba un 18% por debajo de la media de 1929. Si bien los hogares han sido una fuerza poderosa para atenuar la caída en anteriores recesiones, podría no ocurrir lo mismo en el caso actual. En el cuarto trimestre del 2008, el consumo ya se había reducido un 1,6% desde el comienzo de la recesión, y las previsiones disponibles sugieren que es probable que se produzca una nueva caída. El hecho de que el descenso sea mayor que la media y la recuperación más lenta podría deberse a que la recesión actual tiene relación con una crisis bancaria y con un desplome del mercado de la vivienda. Por lo tanto, es probable que la consiguiente necesidad de los hogares de desapalancar sus balances incrementando su ahorro modere el consumo privado durante un período más prolongado de lo que cabría esperar a la luz de anteriores recesiones.

En cuanto a la tasa de desempleo, en anteriores recesiones ha alcanzado, en promedio, máximos de 2,2 puntos porcentuales por encima del nivel observado al inicio de la recesión (véase gráfico C). Dicha tasa es un indicador retardado y, normalmente, sigue aumentando durante varios trimestres después de que el PIB real vuelva a encaminarse por una senda de crecimiento. Si bien, lo normal es que el PIB registre, de nuevo, crecimiento positivo al cabo de dos trimestres, en las recesiones del período de posguerra, el desempleo registró su nivel máximo más de cinco trimestres después de que se iniciara la recesión. En el ciclo actual, la tasa de paro ya había aumentado 3,3 puntos porcentuales, hasta el 8,1%, en el período comprendido entre diciembre del 2007 y febrero del 2009, y se prevé que siga aumentando.

Por último, en Estados Unidos, el déficit presupuestario aumenta durante las recesiones, como consecuencia de una reducción de la renta y/o de un incremento del gasto. En anteriores recesio-

nes, el deterioro (en porcentaje del PIB) ha sido, en promedio, de tres puntos porcentuales durante el mismo lapso de seis trimestres (véase gráfico D). Sin embargo, esta tendencia promedio podría reflejar también otros factores aparte del impacto de la recesión propiamente dicho. Por ejemplo, durante la recesión más suave de la posguerra (la del 2001), el déficit presupuestario de Estados Unidos aumentó mucho más de lo que cabría esperar, a juzgar por los episodios anteriores, lo que podría ser consecuencia, en parte, de las rebajas de impuestos adoptadas por el Gobierno de Estados Unidos en el 2001 y el 2003. Por lo que respecta a la recesión actual, en el cuarto trimestre del 2008, el déficit presupuestario⁵ ya había aumentado en 4,8 puntos porcentuales en comparación con el mismo trimestre del 2007. Habida cuenta de la gravedad de la recesión actual y de la batería de medidas de estímulo fiscal anunciadas, que ascienden a 787,2 mm de dólares, el Gobierno estadounidense prevé que dicho déficit podría ascender incluso hasta el 12,3% del PIB en el ejercicio fiscal 2009, lo que supone un incremento de 9,1 puntos porcentuales en comparación con el ejercicio anterior⁶.

Si bien en episodios anteriores los hogares han sido un factor determinante para moderar la volatilidad del ciclo económico, y las recesiones han estado determinadas, principalmente, por la inversión residencial y empresarial, es probable que, en el ciclo actual, la situación sea algo diferente. En primer lugar, el consumo privado ya ha experimentado una acusada caída, y es probable que la espectacular reducción de la riqueza financiera e inmobiliaria, el rápido aumento del desempleo y el mal funcionamiento de los mercados de crédito, den lugar a un descenso del gasto en consumo más pronunciado que en anteriores recesiones. En segundo lugar, en el ciclo actual, se espera en general que la contracción de la inversión residencial sea más prolongada que en el ciclo típico, debido al exceso de construcción. Por último, es improbable que las exportaciones, que recientemente seguían creciendo todavía a un ritmo vigoroso, respalden a corto plazo la recuperación de la economía estadounidense, dada la excepcional caída del comercio mundial. Por consiguiente, la recuperación de los mercados de la vivienda, el desbloqueo de los flujos en los mercados de crédito y la solución de los problemas que padece el sector financiero —problemas, todos ellos, interrelacionados— son las principales condiciones que han de cumplirse para que la recuperación sea sostenida. No obstante, las políticas monetaria y fiscal más agresivas que se han adoptado deberían servir de apoyo a la economía estadounidense para que se cumplan esas condiciones.

5 Medido por la capacidad de financiación de las Administraciones Públicas.

6 Presupuesto 2010, US Office of Management and Budget, 26 de febrero de 2009.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se elevó ligeramente, desde el 0% de enero del 2009 hasta el 0,2% de febrero, pero se mantiene muy por debajo de la media del 3,8% registrada el año anterior. La desaceleración observada en los últimos meses refleja un descenso de los costes de la energía, así como una mayor atonía de la economía. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,8% en febrero del 2009, frente al 1,7% del mes anterior.

El 18 de marzo, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en una banda del 0% al 0,25%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. Para apoyar el funcionamiento de los mercados financieros y estimular la economía, la Reserva Federal recurrió en mayor grado a medidas de política no convencionales a fin de incluir las compras de valores del Tesoro a largo plazo.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha registrado un acusado descenso en los últimos meses, mientras que la inflación general se ha ido reduciendo desde comienzos del año. Las exportaciones y las importaciones han seguido experimentando una fuerte contracción, reduciéndose, en tasa interanual, un 49,4% y un 43%, respectivamente, en febrero del 2009. De acuerdo con la segunda estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real se contrajo un 3,2%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2008 (cifra revisada al alza con respecto a la contracción del 3,3% estimada en los primeros datos provisionales). La debilidad de la actividad económica en el cuarto trimestre del 2008 se debió, principalmente, a la fuerte caída de las exportaciones.

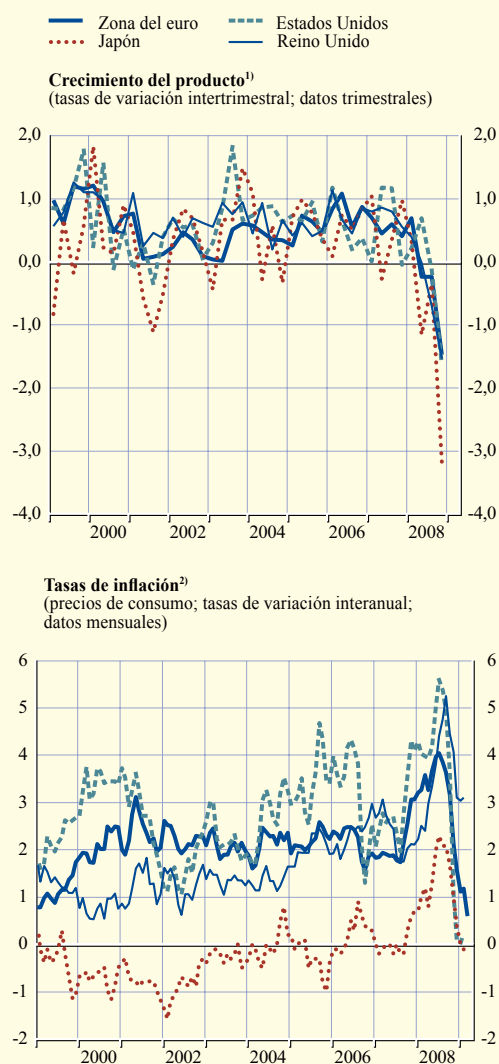
La inflación, medida por los precios de consumo, se redujo de nuevo en febrero como consecuencia, principalmente, de la creciente atonía económica. La inflación interanual, medida por el IPC, se tornó negativa en febrero, reduciéndose hasta el -0,1%, desde el 0,0% registrado en enero. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por el IPC siguió siendo negativa (-0,1%) en febrero.

En su reunión de 18 de marzo de 2009, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo de los tipos de interés para los préstamos a un día sin garantía, anunciando al mismo tiempo que incrementaría sus compras simples de deuda pública japonesa.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el PIB real registró una contracción del 1,6% (en tasa intertrimestral) en el cuarto trimestre del 2008, tras la contracción del 0,7% observada en el tercer trimestre. La situación económica siguió deteriorándose a principios del 2009. La producción industrial se redujo un 2,6% entre diciembre del 2008 y enero del 2009, y los indicadores de las encuestas más recientes apuntan a un nuevo descenso de la producción manufacturera más adelante. La tasa de desempleo se mantuvo en el 6,5% en los tres meses transcurridos hasta enero del 2009 (0,5 puntos porcentuales por encima de la cifra registrada en el período de tres meses anterior), alcanzando el nivel máximo observado desde 1997. El Índice Halifax de precios de la vivienda continuó registrando una tendencia a la baja, reduciéndose un 2,3% en febrero. Los indicadores de corto plazo más recientes confirman las expectativas de que se produzca una recesión pronunciada en el 2009. La inflación medida por el IAPC se elevó ligeramente, hasta el 3,2%, en

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

1) Para la zona del euro y Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.

2) IAPC para la zona del euro y Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

febrero, pero algunas encuestas de los mercados indican que podría descender hasta alrededor del 1% en el 2009. El 5 de marzo, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió recortar el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 0,5%, y poner en marcha un programa de compras de activos por importe de 75 mm de libras esterlinas, financiado mediante la emisión de reservas del banco central.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro la debilidad de la actividad económica vino acompañada de un ligero aumento de la inflación en febrero. En Suecia, el PIB real experimentó una contracción del 2,4%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre, debido a la situación financiera más restrictiva, al debilitamiento de la demanda externa y a una mayor cautela por parte de los hogares respecto al gasto. Estos mismos factores también moderaron la actividad económica en Dinamarca, que registró una contracción del producto del 2% en el cuarto trimestre. Los indicadores de actividad a corto plazo apuntan a un nuevo debilitamiento de la actividad económica en ambos países. La inflación medida por el IAPC ha sido relativamente estable en estos dos países y se ha mantenido en niveles bajos en los últimos meses. En Suecia, se incrementó ligeramente, hasta el 2,2%, en febrero del 2009, mientras que en Dinamarca se mantuvo estable en el 1,7%. El 5 de marzo, el Danmarks Nationalbank decidió reducir su principal tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 2,25%.

En los países más grandes de la UE de Europa central y oriental, la actividad económica se ha debilitado notablemente en los últimos meses. El crecimiento del PIB real se redujo en Hungría (1,2% en tasa intertrimestral) y en la República Checa (0,9% en tasa intertrimestral) en el cuarto trimestre del 2008. También en Rumanía la actividad económica experimentó un acusado retroceso —del 2,9% en tasa interanual— como resultado de un pronunciado descenso en cifras intertrimestrales. Al mismo tiempo, la actividad económica resistió mejor en Polonia, en donde el crecimiento intertrimestral siguió siendo positivo (0,3%) en el cuarto trimestre, ya que la demanda interna continuó registrando un sólido crecimiento en comparación con otros países de la región. No obstante, los indicadores de actividad a corto plazo apuntan a que, en adelante, se mantendrá la debilidad de la actividad económica en todos los países. Las tasas de inflación interanual repuntaron ligeramente en febrero en Hungría (2,9%), Polonia (3,6%) y Rumanía (6,9%), pero siguieron bajando en la República Checa (1,3%). El 12 de marzo, el Latvijas Banka decidió rebajar su principal tipo de interés oficial en 100 puntos básicos, hasta el 5%. El 25 de marzo, el Narodowy Bank Polski adoptó una medida similar, reduciendo su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 3,75%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica registró una acusada desaceleración, e incluso se contrajo en algunos países, en los primeros meses del 2009. El negativo impacto de la espectacular caída de las exportaciones como consecuencia del desplome de la demanda externa se propagó a la economía interna. El aumento de las tasas de desempleo y las perspectivas menos favorables respecto a la evolución de la renta influyeron en el consumo en casi todas las economías de la región, mientras que la demanda de inversión privada también se resintió como consecuencia de las inciertas perspectivas a escala mundial. La inflación medida por los precios de consumo se moderó aún más en la mayoría de los países, lo que ha permitido a varios bancos centrales seguir relajando la política monetaria.

En China, el comercio exterior registró una considerable caída a principios del 2009. En enero y febrero, las exportaciones y las importaciones se redujeron un 25,3% y un 34,2%, respectivamente, en comparación con el mismo período del año anterior. La producción industrial sólo aumentó un 3,8%, en tasa interanual, en los dos primeros meses del 2009, principalmente como resultado del debilitamiento de las

exportaciones y de un ajuste a la baja en el sector de la construcción. En cuanto a los aspectos positivos, las medidas de estímulo fiscal aprobadas en noviembre del 2008 se tradujeron en un considerable aumento de la inversión en infraestructura, elevando por consiguiente la tasa de crecimiento interanual de la inversión hasta el 26,5%. El crecimiento del consumo interno también ha dado muestras de relativa resistencia hasta ahora, en comparación con otras economías. En febrero del 2009, la inflación interanual medida por el IPC se tornó negativa, bajando hasta el -1,6% desde el 1% registrado en enero. La política monetaria acomodaticia y las medidas fiscales se han reflejado en un crecimiento muy rápido del crédito. A finales de febrero, el saldo de los préstamos se situaba un 24,2% por encima del nivel observado un año antes.

AMÉRICA LATINA

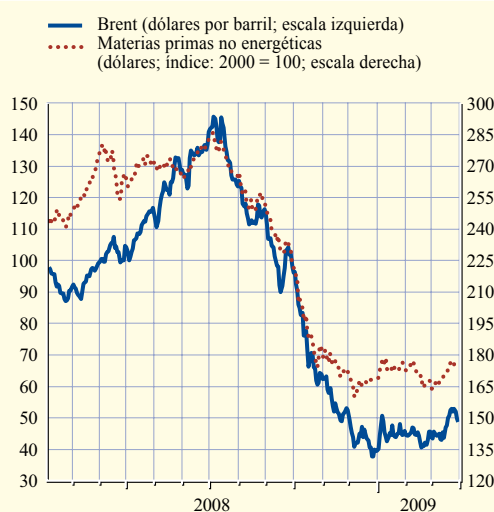
En América Latina, la actividad económica ha seguido debilitándose por la atonía de la demanda exterior y de la demanda interna. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se han moderado, aunque sólo gradualmente. En Brasil, el crecimiento del PIB real se redujo hasta una tasa interanual del 1,2% en el cuarto trimestre del 2008, desde el 6,8% registrado en el tercer trimestre, debido principalmente a una desaceleración de la inversión y, en menor medida, del crecimiento del consumo privado. La actividad también se redujo en Argentina, registrándose una expansión del PIB real del 4,4%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre del 2008. No obstante, las presiones inflacionistas siguieron siendo intensas, con una tasa de inflación interanual del 6,8% en febrero del 2009. En México, la producción industrial continuó cayendo en enero y se situó un 10,4% por debajo del nivel registrado un año antes. Al mismo tiempo, la inflación interanual se mantuvo prácticamente sin variación, en el 6,2%, en febrero, en comparación con el 6,3% de enero.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

En marzo el precio del petróleo se situó en torno a 45 dólares estadounidenses el barril y repuntó hacia finales de mes. El precio del barril de Brent era de 49,8 dólares el 1 de abril, es decir, un 24% más alto que a principios del 2009 (en euros, la subida es de alrededor del 31%). De cara al futuro, los participantes en el mercado esperan una subida de los precios en el medio plazo, negociándose actualmente los futuros con entrega en diciembre del 2011 a unos 67 dólares estadounidenses.

Por lo que respecta a las variables fundamentales, las proyecciones más recientes de la Agencia Internacional de la Energía indican que, en el 2009, la demanda de petróleo experimentará una contracción de 2,8 millones de barriles diarios con respecto al máximo alcanzado en el cuarto trimestre del 2007. Sin embargo, esta considerable reducción prevista de la demanda de petróleo, que se ha manifestado en forma de repetidas revisiones a la baja de las proyecciones, tanto para las economías desarrolladas como para las emergentes, no ha logrado hacer bajar aún más los precios. De hecho los países miembros de la OPEP han mantenido el compromiso de recortar la producción, conforme a

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

los acuerdos alcanzados, cumpliendo dichos compromisos en un 80% en febrero del 2009. Ello ha compensado con creces la contracción de la demanda y ha situado actualmente la oferta mundial de petróleo en un nivel de alrededor de 3,4 millones de barriles diarios menos que hace un año.

Los precios de las materias primas no energéticas aumentaron ligeramente en marzo. Los precios de los metales han mostrado algunos indicios de recuperación. Más concretamente, el cobre se vio favorecido por las señales de un incremento de la demanda de China. La evolución de los precios de las materias primas agrícolas fue desigual y estuvo determinada, principalmente, por factores específicos, observándose un especial dinamismo en el caso del maíz y la soja. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de marzo, aproximadamente un 3% por encima del nivel observado a principios del año.

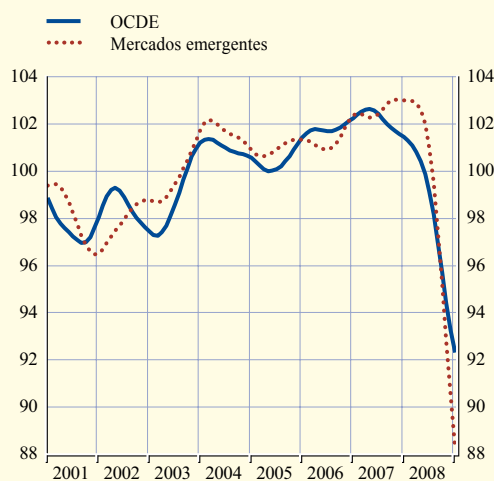
1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Las perspectivas de la demanda exterior de bienes y servicios siguen siendo sombrías. La súbita caída del comercio internacional y la extrema debilidad de las perspectivas guardan relación, principalmente, con la acusada contracción de la demanda mundial. Además, esta caída se ha agravado por las condiciones de concesión de crédito más restrictivas y los por efectos amplificadores de los procesos de producción mundiales. Los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE correspondientes a enero del 2009 continúan apuntando a un debilitamiento de las perspectivas en las «siete grandes» economías, descendiendo el agregado del grupo (es decir, la cifra correspondiente a todos los países miembros de la OCDE) hasta un nuevo mínimo sin apenas indicios claros de que vaya a estabilizarse en el corto plazo. Las perspectivas de las principales economías no pertenecientes a la OCDE también han seguido deteriorándose.

Las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a un grado de incertidumbre excepcionalmente alto. No obstante, los riesgos para la actividad económica mundial parecen estar ahora más equilibrados en general. Por una parte, los efectos positivos podrían ser más fuertes de lo previsto, como consecuencia del descenso de los precios de las materias primas y de las medidas de política adoptadas. Por otra parte, preocupa la posibilidad de que las turbulencias que afectan a los mercados financieros tengan un impacto más significativo sobre la economía real, de que se intensifiquen las presiones proteccionistas y de que se produzca una evolución negativa de la economía mundial como consecuencia de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 4 Indicador sintético adelantado de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios correspondientes a febrero del 2009 confirman que la desaceleración del crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito continuó, aunque con una volatilidad intermensual que siguió siendo elevada. Estos datos señalan una nueva disminución de la tasa de crecimiento interanual de M3, pese a que los flujos mensuales fueron positivos. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado experimentó un nuevo descenso en febrero, mes en el que se registraron flujos negativos incluso después de corregir los datos por los efectos de las titulizaciones. Es probable que el acusado deterioro de las perspectivas de negocio y de renta en torno a finales del año pasado y principios de éste haya sido un importante factor determinante de esta evolución. El proceso de desapalancamiento del sector financiero parece continuar, ya que los activos totales de las entidades de crédito registraron una nueva caída en febrero, debido, principalmente, a que están desprendiéndose de activos exteriores.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

El ritmo de expansión monetaria continuó descendiendo en febrero, mes en que la tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a disminuir, hasta el 5,9%, desde el 6% de enero (véase gráfico 5). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento intermensual volvió a ser positiva y se situó en el 0,5% en febrero, desde el -0,7% de enero. En general, la evolución a más corto plazo, medida, por ejemplo, por las tasas de crecimiento trimestral y semestral anualizadas, confirman que el ritmo de expansión monetaria en los últimos meses ha sido más lento que en el período anterior a la intensificación de las perturbaciones financieras en septiembre del 2008.

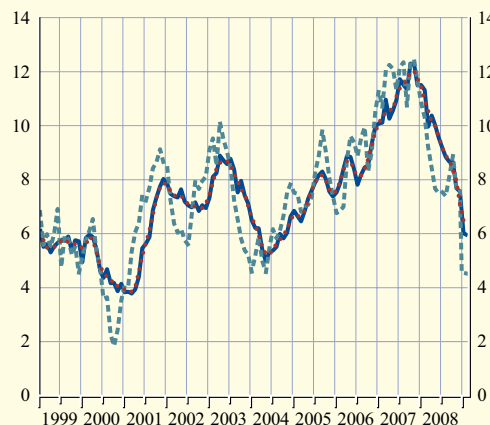
Los datos de febrero también confirman la caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado y una evolución más moderada del crédito, en promedio, en los últimos meses. Los flujos mensuales de préstamos ajustados por el impacto de los préstamos dados de baja del balance a través de operaciones de titulización volvieron a tornarse ligeramente negativos en febrero, habiendo sido positivos en enero y negativos en diciembre. Es probable que la moderación de los flujos de préstamos en los últimos meses refleje el acusado deterioro de las perspectivas de negocio y de renta en torno a finales del año pasado y principios de éste, aunque las encuestas sobre préstamos bancarios más recientes sugieren que es posible que factores de oferta también estén influyendo.

Los datos monetarios correspondientes a febrero confirman asimismo el proceso de desapalancamiento actual del sector de las IFM, ya que los activos totales de las entidades de crédito volvieron a disminuir en febrero. Este proceso continuó estando fundamentalmente impulsado por una reducción de los activos exteriores. En cuanto a la financiación bancaria, la emisión neta de valores distintos de acciones por parte de las IFM aumentó, reflejando probablemente el apoyo que han supuesto los avales públicos.

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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

— M3 (tasa de crecimiento interanual)
... M3 (media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual)
--- M3 (tasa de crecimiento semestral anualizada)



Fuente: BCE.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La nueva desaceleración observada en el crecimiento interanual de M3 en febrero tuvo su origen en el descenso de la contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista. Esta evolución quedó compensada, en parte, por el aumento de la contribución de M1 y de los instrumentos negociables.

La tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a aumentar en febrero, hasta el 6,3%, desde el 5,1% de enero, debido al mayor crecimiento de los depósitos a la vista (véase cuadro 1). La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación siguió siendo elevada, próxima a los niveles observados desde octubre del 2008. Al mismo tiempo, los flujos mensuales parecen haber retornado a niveles cercanos a la media desde el año 2002, tras el incremento observado en octubre. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista volvió a experimentar un ascenso en febrero, mes en que se situó en el 4,9%, desde el 3,5% de enero. Los flujos mensuales de entrada en este subcomponente de M1 fueron considerables, aunque sensiblemente inferiores a los registrados en enero. La volatilidad de las entradas mensuales en los depósitos a la vista ha sido notable desde octubre del año pasado por diversos motivos, entre los que se incluyen los efectos iniciales de la búsqueda de activos de mayor calidad y, posteriormente, los efectos de fin de año y de los tipos de interés.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1) volvió a disminuir en febrero, hasta el 7,7%, desde el 10,1% de enero, reflejando la evolución divergente de sus subcomponentes. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) aumentó de nuevo en febrero, resultó compensada con creces por el descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos hasta dos años (esto es, depósitos a corto plazo).

Es probable que la heterogénea evolución de los distintos tipos de depósitos a corto plazo en los últimos meses refleje consideraciones relacionadas con su remuneración. Los datos sobre los tipos de interés

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					
		2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 Ene	2009 Feb
M1	43,9	3,8	2,3	0,6	2,7	5,1	6,3
Efectivo en circulación	7,6	7,8	7,8	7,5	12,4	13,7	13,5
Depósitos a la vista	36,2	3,0	1,2	-0,7	0,9	3,5	4,9
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	41,9	18,4	19,3	18,9	15,7	10,1	7,7
Depósitos a plazo hasta dos años	24,7	41,4	40,4	37,6	29,1	14,9	9,4
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	17,2	-3,3	-2,3	-2,0	-0,8	3,7	5,4
M2	85,8	10,3	10,0	9,1	8,9	7,5	7,0
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,2	16,3	10,3	8,9	4,2	-2,2	0,0
M3	100,0	11,2	10,1	9,0	8,1	6,0	5,9
Crédito a residentes en la zona del euro		10,0	9,6	9,1	7,3	6,0	5,7
Crédito a las Administraciones Públicas		-2,5	-1,2	0,6	1,7	5,2	6,9
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,9	0,8	2,2	2,9	2,4	3,1
Crédito al sector privado		12,7	11,9	10,8	8,4	6,1	5,4
Préstamos al sector privado		11,1	10,5	9,1	7,3	5,0	4,2
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		12,0	11,5	10,2	8,6	6,7	5,9
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		6,8	4,5	3,3	1,0	0,5	1,7

Fuente: BCE.

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

aplicados por las IFM para el período comprendido hasta enero confirman que la remuneración de los depósitos a corto plazo volvió a descender considerablemente en ese período y que los diferenciales con respecto a los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo se redujeron sustancialmente. De este modo, el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista continuó disminuyendo en relación con el coste de mantener otros depósitos a corto plazo. Además, dado la elevada incertidumbre actual, es probable que los inversores sigan prefiriendo activos más líquidos.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3–M2) se situó en torno a cero en febrero, después de registrar niveles considerablemente negativos (el –2,2%) en enero. La evolución de estos instrumentos sigue mostrando una volatilidad notable a corto plazo. Las entradas observadas en febrero en las participaciones en fondos del mercado monetario, el principal subcomponente de los instrumentos negociables, fueron superiores a las del mes anterior, de modo que la tasa de crecimiento interanual se incrementó hasta el 3,5%, desde el 2,6% de enero. Esta evolución confirma que los eventuales temores de los residentes en la zona del euro en cuanto a la posibilidad de incumplimiento de los compromisos de pago por parte de estos fondos tras la quiebra de Lehman Brothers han ido desapareciendo. Ciertamente, el crecimiento intermensual observado en enero y febrero fue relativamente pronunciado si se compara con la media desde el año 1999, aunque inferior al registrado en el período de desplazamientos de cartera entre el 2001 y el 2003.

En cuanto a otros tipos de instrumentos negociables, la tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales descendió hasta el 5,9% en febrero, desde el 7,1% del mes precedente. Sin embargo, la evolución de este componente es notoriamente volátil. Los valores distintos de acciones a corto plazo (es decir, valores distintos de acciones hasta dos años) emitidos por las IFM y que obran en poder del sector tenedor de dinero volvieron a disminuir considerablemente en términos interanuales, con una tasa de crecimiento interanual del –16,7% en febrero, desde el –24% de enero, pese a que por primera vez desde septiembre del 2008 se registró una tasa de crecimiento intermensual positiva. La emisión neta de este tipo de valores por parte de las IFM fue ligeramente inferior a cero en febrero (tras haberse tornado positiva en enero), y el principal comprador de estos valores siguieron siendo las propias IFM.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluye los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle por sectores, volvió a disminuir en febrero, hasta el 6,8%, desde el 7,4% de enero. Esta evolución supone la continuación de la desaceleración observada desde principios del 2008. El descenso registrado en febrero se debió principalmente a la caída de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 mantenidos por las sociedades no financieras, que se tornó negativa por primera vez desde 1999 y se redujo hasta el –0,7% ese mes. Es probable que la moderación gradual observada en los últimos meses en los depósitos de M3 que obran en poder del citado sector se deba a la mayor utilización de las reservas de liquidez, dado que los flujos de caja están disminuyendo y que es posible que la captación de fondos de nuevas fuentes de financiación externa se esté tornando más difícil. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que mantienen los hogares sólo descendió ligeramente en febrero, hasta el 8,6%, desde el 8,7% de enero, mientras que la de los depósitos de los intermediarios financieros no monetarios prácticamente no se modificó y fue del 9,3%.

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 siguió disminuyendo y se situó en el 5,7% en febrero, desde el 6% de enero (véase cuadro 1), como consecuencia de la nueva reducción de la tasa de crecimiento del

crédito al sector privado, que quedó parcialmente compensada por el incremento de la tasa de crecimiento del crédito a las Administraciones Públicas. En particular, la tasa de crecimiento interanual de los valores del sector público aumentó hasta el 6,9%, desde el 5,2% del mes precedente.

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado volvió a caer, hasta el 5,4% en febrero, desde el 6,1% de enero. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos, el principal componente del crédito al sector privado, siguió disminuyendo y fue del 4,2%, desde el 5% observado en el mes anterior. Incluso después de corregir los flujos mensuales por el impacto estadístico a la baja de los préstamos dados de baja del balance en el contexto de las operaciones de titulización, los citados flujos retornaron a niveles negativos en febrero, después de haber sido positivos en enero. Esto se debe fundamentalmente a los elevados flujos negativos observados tanto en los préstamos a los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones como en los otorgados a las sociedades no financieras.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se ha distorsionado a la baja por el efecto de las operaciones de titulización fuera de balance o real. En este proceso, las entidades de crédito que originan los préstamos los venden y los dan de baja de sus balances. En la mayor parte de los casos en los últimos meses, las entidades han adquirido los valores respaldados por estos préstamos con el fin de utilizarlos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. Esta actividad fue muy intensa en los últimos meses del 2008, pero disminuyó en enero y febrero del 2009. En consecuencia, en febrero, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado fue 1,7 puntos porcentuales inferior a la tasa de crecimiento corregida por titulizaciones, sin variaciones con respecto a enero.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras se redujo de nuevo y se situó en el 7,6% en febrero, desde el 8,8% observado en enero (véase cuadro 2). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento trimestral anualizada (un indicador de la evolución a corto plazo) cayó por debajo del 4% y los flujos mensuales volvieron a tornarse negativos, después de haber sido

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 Ene	2009 Feb
Sociedades no financieras	44,9	14,6	14,5	12,8	11,3	8,8	7,6
Hasta un año	28,2	13,0	12,9	10,8	9,0	6,1	3,3
De uno a cinco años	20,1	22,5	20,9	18,7	16,0	13,2	12,1
Más de cinco años	51,7	12,8	13,0	11,7	10,7	8,7	8,4
Hogares²⁾	45,2	5,9	5,0	4,0	2,8	1,2	0,7
Crédito al consumo ³⁾	13,0	5,3	5,1	4,4	3,1	1,2	1,0
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,3	6,7	5,6	4,2	2,9	1,0	0,5
Otras finalidades	15,7	2,7	2,2	2,5	2,2	2,0	1,5
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	6,8	-1,5	-7,8	-7,6	-5,0	-8,4
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,0	24,9	25,0	22,1	14,3	7,9	7,2

Fuente: BCE.

Notas: 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.

positivos en enero. Estos flujos negativos ocultan una evolución divergente de los distintos plazos de vencimiento: aunque los flujos de préstamos a más de un año siguieron siendo positivos, los correspondientes a los préstamos hasta un año fueron considerablemente negativos. Esta disminución de la financiación a corto plazo podría estar relacionada con el hecho de que las sociedades no financieras estén utilizando sus depósitos a corto plazo en las IFM y es acorde con el fuerte deterioro de las condiciones económicas (y, por tanto, de las necesidades de capital circulante) en torno a finales del año pasado y principios de éste. Sin embargo, los préstamos a corto plazo suelen ser más volátiles que los préstamos a largo plazo, por lo que es necesario disponer de más datos para realizar una valoración sólida.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares disminuyó de nuevo en febrero, hasta el 0,7%, desde el 1,2% de enero. La evolución a más corto plazo, medida por la tasa de crecimiento trimestral anualizada, siguió siendo negativa. Los flujos mensuales volvieron a ser positivos en febrero, aunque se mantuvieron próximos a cero. No obstante, las cifras siguen distorsionadas a la baja por el impacto de la eliminación de préstamos de los balances como consecuencia de las operaciones de titulización fuera de balance. Dado que la titulización afecta principalmente a los préstamos hipotecarios, los flujos mensuales de préstamos parecen haber sobreestimado la caída de la financiación a este sector. Con todo, los préstamos a hogares se han moderado en los últimos meses, y esta tendencia continuó en febrero.

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) aumentó hasta el 1,6% en febrero, desde el 0,5% de enero. Este incremento fue generalizado en todos sus subcomponentes. Pese a registrar nuevamente flujos mensuales positivos, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años de las IFM siguió siendo ligeramente negativa en febrero, tras una sucesión de flujos negativos entre septiembre y diciembre. No obstante, esta evolución observada recientemente sugiere que las dificultades para obtener financiación a través de esta fuente fuera del sector de las IFM pueden estar disminuyendo. Los flujos mensuales de entrada positivos en estos instrumentos también se deben al hecho de que la emisión de este tipo de valores aumentó de nuevo en febrero, ya que las entidades de crédito se están beneficiando de manera creciente de los planes de avales públicos introducidos por los Gobiernos (véase el recuadro titulado «¿Cómo quedan reflejadas en el balance de las entidades de crédito de la zona del euro las medidas de los Gobiernos en apoyo del sistema financiero?»). En febrero, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a más de dos años se incrementó hasta el 4,2%, desde el 2,9% de enero, y la de los depósitos disponibles con preaviso superior a tres meses hasta el 1,4%, desde el 0,7% del mes anterior.

La tasa de crecimiento interanual del capital y reservas aumentó de nuevo en febrero, hasta el 11,9%, desde el 10,8% de enero, reflejando el proceso de recapitalización de instituciones financieras individuales que se está llevando a cabo.

Recuadro 2

¿CÓMO QUEDAN REFLEJADAS EN EL BALANCE DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO LAS MEDIDAS DE LOS GOBIERNOS EN APOYO DEL SISTEMA FINANCIERO?

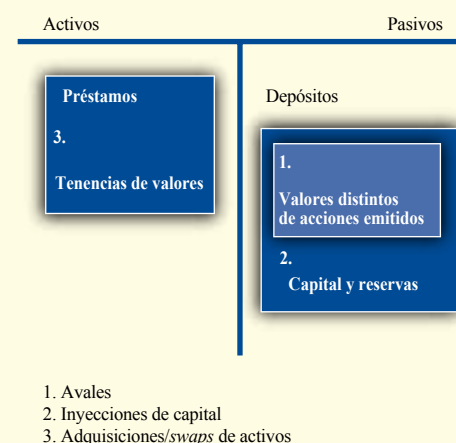
El extraordinario deterioro observado en la situación de los mercados financieros internacionales desde mediados de septiembre del 2008 ha hecho que Gobiernos y bancos centrales de todo el mundo reaccionen introduciendo una variedad de medidas igualmente extraordinarias. En este recuadro se adopta una perspectiva específica y se examinan las posiciones del balance estadístico de las IFM de la zona del euro en las que quedan reflejadas estas medidas. Las medidas aplicadas por el Euro-

sistema para asegurar un suministro adecuado de liquidez a las entidades de crédito de la zona del euro no se consideran en este recuadro¹.

Un balance simplificado para las entidades de crédito

El examen del balance de las IFM es el punto de partida del análisis monetario que el BCE efectúa regularmente. En el gráfico A se presenta de forma simplificada el balance de las entidades de crédito², con las posiciones en las que se reflejan las medidas introducidas. La reacción inicial de los Gobiernos de la zona del euro a la intensificación de las tensiones fue la ampliación de la cuantía cubierta por los fondos de garantía de depósitos, con el fin de incrementar la confianza en el sistema bancario. Sin embargo, esta medida tuvo un carácter esencialmente preventivo y, por ello, su efecto no puede observarse directamente en el balance de las entidades de crédito. Las otras medidas introducidas por los Gobiernos de la zona, que culminaron el 12 de octubre de 2008 con el anuncio de un plan europeo de acción concertada, tienen un impacto más apreciable en el balance, tanto por el lado del pasivo como del activo. Estas medidas pueden agruparse en tres grandes categorías: la introducción de avales públicos para respaldar los valores distintos de acciones emitidos por las entidades de crédito (medida 1 del gráfico A), las inyecciones de capital a las entidades de crédito por parte de organismos públicos (medida 2 del gráfico A), y la adquisición por los Gobiernos de activos de las entidades de crédito o bien su intercambio por deuda pública (medida 3 del gráfico A)³. Conviene reconocer, no obstante, que las medidas adoptadas son, en algunos casos, complejas e híbridas en cuanto su carácter y que, por lo tanto, no se pueden clasificar fácilmente dentro del esquema que se acaba de describir. Además, en determinados casos, el carácter de estas medidas implica que no se produce un efecto directo en el balance estadístico de las entidades de crédito (por ejemplo, cuando los Gobiernos proporcionan protección frente a las fluctuaciones de precios de los activos mantenidos).

Gráfico A Representación simplificada del balance de las entidades de crédito y posiciones afectadas por las medidas introducidas por los Gobiernos



Fuente: BCE.

- 1 Las actividades de gestión de la liquidez por parte del BCE se presentan periódicamente en el Boletín Mensual. Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 12 de noviembre de 2008 y el 10 de febrero de 2009» en la edición de marzo del 2009. Véase también el recuadro titulado «Operaciones de liquidez recientes y su impacto sobre los agregados monetarios», publicado en el Boletín Mensual de enero del 2008, donde figura un análisis del impacto de las operaciones de liquidez del BCE sobre los agregados monetarios.
- 2 Las entidades de crédito son el principal subcomponente del sector de las IFM; los otros dos subcomponentes principales son el Eurosistema y los fondos del mercado monetario.
- 3 Además de estas medidas, la Comisión Europea ha ratificado las modificaciones introducidas en las Normas Internacionales de Información Financiera que permiten la reclasificación de valores y, por tanto, su eliminación de las categorías que requieren una valoración a precios de mercado y su inclusión en las que se valoran al coste amortizado. Por lo que respecta a las estadísticas de balances de las IFM, esta medida podría causar el efecto de inflar los datos de préstamos a expensas de las tenencias de valores, introduciendo con ello una distorsión en el balance. No obstante, estas reclasificaciones se corrigen al calcular las respectivas series de flujos y, por tanto, las tasas de crecimiento obtenidas de estos flujos no quedan distorsionadas. Los saldos respectivos podrían resultar afectados, pero para que esto suceda, tendrían que utilizarse las Normas Internacionales de Información Financiera para la presentación de información estadística, lo que no ocurre en todos los países de la zona del euro. En general, a efectos de la presentación de información estadística, los instrumentos se clasifican ex ante más que ex post (es decir, la negociabilidad del valor no se vuelve a valorar después de la emisión).

Emisiones de valores distintos de acciones por las IFM respaldadas por avales públicos

Los avales proporcionados por algunos Gobiernos de la zona del euro pretenden facilitar la financiación de las entidades de crédito. Desde una perspectiva cuantitativa, tales avales representan el tipo de medida más importante. Si se considera la zona del euro en su conjunto, el volumen máximo de valores distintos de acciones que los Gobiernos se han comprometido a garantizar de conformidad con dichos planes asciende al 33% de todos los valores distintos de acciones de las IFM emitidos.

En el contexto de las tensiones observadas en importantes mercados de financiación, tales como el mercado de bonos bancarios sin garantía, la emisión neta de valores distintos de acciones por las entidades de crédito de la zona del euro fue muy negativa en septiembre y octubre del 2008 (véase gráfico B). Desde finales del 2008, tras la introducción de programas de avales públicos, los bancos de la zona del euro han comenzado a emitir valores distintos de acciones de conformidad con ellos. En el período transcurrido hasta febrero del 2009, el valor nominal

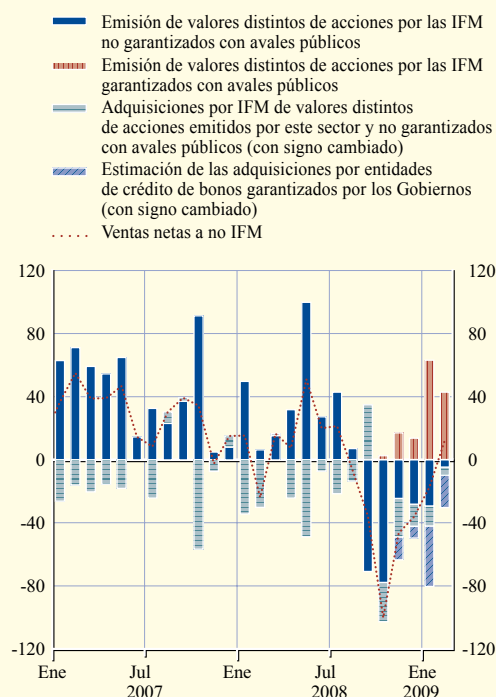
total de los valores distintos de acciones emitidos por las entidades de crédito de la zona del euro de acuerdo con los programas mencionados ascendió, aproximadamente, a 140 mm de euros. En gran medida, estos valores han sido adquiridos por otras entidades de crédito —lo que se ha registrado en el lado del activo de los balances de los bancos— y, posteriormente, se han utilizado como activos de garantía en las operaciones del Eurosistema. Las IFM de la zona del euro también han comprado valores distintos de acciones de las IFM que no han sido garantizados por los Gobiernos, y la consolidación de las compras totales con la emisión implica que las ventas netas de valores distintos de acciones a no IFM (tanto residentes como no residentes) fueron negativas desde septiembre del 2008 hasta enero del 2009. Este hecho se ha registrado en los flujos de las posiciones «valores distintos de acciones hasta dos años» y «valores distintos de acciones a más de dos años» del balance consolidado de las IFM, y refleja la reducción de la financiación de las entidades de crédito por parte del sector no IFM a través de los mercados.

Inyecciones de capital por parte de los Gobiernos

La provisión de capital adicional a las instituciones financieras por los Gobiernos de la zona del euro pretende conseguir que la financiación adecuada de la economía de la zona del euro no se vea obstaculizada por restricciones de capital. Las recapitalizaciones efectuadas hasta el momento han adoptado formas diferentes: bien causan efectos dilusivos en lo que se refiere a los tenedores de capital (es decir,

Gráfico B Emisión de valores distintos de acciones por las IFM y ventas netas a no IFM

(flujos mensuales; mm de euros; sin ajustar de efectos estacionales o de calendario)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

supone la compra de nuevas acciones ordinarias) o bien antidilutivas (que comprende, por ejemplo, la compra de nuevas acciones preferentes o de deuda convertible o subordinada). Las estadísticas de balances de las IFM registran las compras de nuevas acciones por los Gobiernos como incrementos de capital y reservas, mientras que las adquisiciones de deuda nueva por los Gobiernos se registran como incrementos en la emisión de valores distintos de acciones de las IFM.

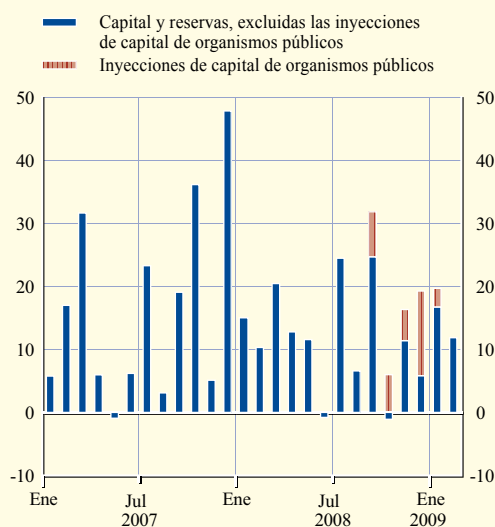
El volumen de capital que los Gobiernos se han comprometido a inyectar en las instituciones financieras de la zona del euro asciende, aproximadamente, al 13% de su capital y reservas. En el gráfico C se ilustra el efecto que tiene esta medida en los flujos mensuales de capital y reservas, mostrando el importe bruto proporcionado a las entidades de crédito de la zona del euro de un modo que afecta a la posición de la partida capital y reservas. Para el período transcurrido hasta febrero del 2009, este importe tiene un valor total de, aproximadamente, 35 mm de euros, muy por debajo del volumen de las recapitalizaciones o de los compromisos adquiridos por los Gobiernos ya anunciados. La diferencia se debe a varios motivos. En primer lugar, existe, en general, un desfase —con frecuencia de varios meses— entre el anuncio y el momento en que se produce realmente la inyección. En segundo lugar, las inyecciones de capital no siempre están destinadas en su totalidad a operaciones bancarias, sino que, en algunos casos, se dirigen a las operaciones de seguro de los conglomerados financieros y, por lo tanto, no quedan reflejadas en el balance de las entidades de crédito. En tercer lugar, algunas de las inyecciones de capital se realizan mediante instrumentos que se registran como valores distintos de acciones en el marco estadístico, aunque desde una perspectiva regulatoria se consideran capital. El gráfico C muestra asimismo que, hasta el mes más reciente para el que se dispone de datos, las entidades de crédito de la zona del euro han podido incrementar su capital y reservas por encima de las inyecciones de capital recibidas de los Gobiernos, bien captando capital del sector no bancario o bien manteniendo su rentabilidad.

Swaps de activos y planes de compra de acciones

El tercer tipo de medida consta de planes que implican la compra simple de activos de elevada calidad a las entidades de crédito y la introducción de acuerdos recíprocos que permiten que la deuda pública en poder de organismos públicos pueda intercambiarse, con carácter temporal, por instrumentos financieros mantenidos por las entidades de crédito. Así pues, estas medidas tienen un doble propósito: por una parte, proporcionan a las entidades de crédito valores líquidos que pueden utilizarse con fines de financiación y, por otra parte, permiten potencialmente a los bancos paliar sus restricciones de capital al poder sacar activos de sus balances. De todas las medidas anunciadas hasta ahora por los Gobiernos de la zona del euro, las que implican compras simples o *swaps* de activos son las más limitadas desde una perspectiva cuantitativa.

Gráfico C Inyecciones de capital por parte de organismos públicos a entidades de crédito de la zona del euro

(flujos mensuales; mm de euros; sin ajustar de efectos estacionales o de calendario)



Fuentes: BCE, Bloomberg y cálculos del BCE.

La compra simple de activos de las entidades de crédito por parte de los Gobiernos daría lugar a una reducción de los valores o los préstamos en el balance consolidado del sector IFM (véase gráfico A) y a un descenso proporcional de los depósitos que mantienen los Gobiernos en el sector bancario. Por el contrario, las operaciones de *swaps* de activos no tendrían, en principio, ningún impacto sobre las posiciones de balance.

Conclusiones

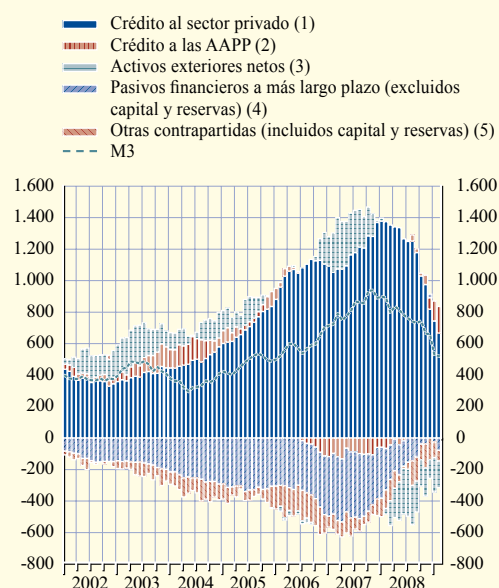
La amplia gama de medidas introducidas por los Gobiernos de la zona del euro para apoyar al sistema financiero en respuesta a la intensificación de las turbulencias financieras se refleja directamente en distintas posiciones del balance de las IFM, sobre todo por el lado del pasivo. Dada la aplicación gradual de estas medidas, resulta necesario efectuar un seguimiento continuado de la evolución del balance de las IFM, con el fin de evaluar su impacto en la situación de las entidades de crédito de la zona del euro, así como cualquier efecto definitivo en el flujo de crédito hacia los sectores no financieros. Desde una perspectiva más amplia, es fundamental realizar un seguimiento de este tipo si se pretende que el análisis monetario cumpla su papel de extraer de la evolución monetaria la señal relevante para la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios en el medio y largo plazo.

Si se considera la evolución de los activos y los pasivos exteriores del sector de las IFM se observan cuantiosos flujos de salida a ambos lados del balance. Estas salidas confirman la valoración de que las actividades de negocio de las IFM con no residentes en la zona del euro están disminuyendo, y con ello están contribuyendo al desapalancamiento de las entidades de crédito. En febrero, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró entradas por importe de 32 mm de euros, ya que los pasivos cayeron con mayor intensidad que los activos. Las salidas interanuales de la citada posición se redujeron a 169 mm de euros, desde 219 mm de euros en enero.

En resumen, los datos de febrero siguen aportando indicios de que la reciente intensificación de las tensiones en los mercados financieros ha causado un impacto sobre posiciones del balance de las IFM. Esto es especialmente evidente en el actual proceso de desapalancamiento que se está observando en relación con no residentes en la zona del euro. Los flujos de préstamos al sector privado no financiero fueron moderados en febrero, particularmente los otorgados a los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones y a las sociedades no financieras. La evolución observada en los préstamos al sector privado no financiero probablemente refleje el acusado descenso de la actividad

Gráfico 6 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

económica real y el deterioro de las perspectivas económicas, si bien no puede descartarse la posibilidad de que factores de oferta también puedan haber influido, como indican los resultados de las últimas encuestas sobre préstamos bancarios.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro siguió siendo elevada en enero del 2009. Gran parte de la intensa actividad emisora tuvo su origen en la Administración Central, mientras que las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se mantuvo moderada. La tasa de crecimiento de la emisión de acciones cotizadas no experimentó variaciones.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro aumentó ligeramente, hasta el 10,1%, en enero del 2009, en comparación con el 9,5% del mes precedente (véase cuadro 3). Esta cifra global oculta diferencias en la evolución de los distintos plazos de vencimiento. La emisión de valores a corto plazo continuó aumentando a una tasa sostenida, del 25,7%, en enero del 2009, frente al 27,7% de diciembre del 2008. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo experimentó un incremento moderado, de 0,8 puntos porcentuales, hasta el 8,1%. La emisión de valores a más largo plazo puede descomponerse en valores a tipo de interés variable y a tipo de interés fijo. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a tipo de interés variable fue del 15,6% en enero del 2009, situándose, una vez más, considerablemente por encima de la de los valores a tipo fijo, que ese mes fue del 5,3%.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se situó en el 6,7% en enero del 2009, ligeramente por debajo del 7% de diciembre del 2008. Estas cifras muestran que la emisión de valores por parte de las sociedades no financieras se ha recuperado sen-

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2009 Ene	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2008 Dic	2009 Ene
Valores distintos de acciones:	13.373	8,2	6,9	7,3	7,8	9,5	10,1
IFM	5.353	9,4	7,8	8,2	5,7	5,5	5,3
Instituciones financieras no monetarias	1.969	24,9	21,7	23,4	24,3	28,5	30,5
Sociedades no financieras	710	8,8	5,9	4,0	4,9	7,0	6,7
Administraciones Públicas	5.341	2,7	2,2	2,4	5,5	8,0	9,2
De las cuales:							
Administración Central	5.004	2,7	2,3	2,4	5,7	8,3	9,5
Otras Administraciones Públicas	337	2,7	1,3	3,0	2,9	3,9	5,3
Acciones cotizadas:	3.281	1,2	0,9	0,6	0,8	1,0	1,0
IFM	345	0,7	1,5	2,8	4,9	5,8	6,6
Instituciones financieras no monetarias	240	2,7	2,4	2,6	2,6	3,0	3,1
Sociedades no financieras	2.696	1,2	0,6	0,0	-0,1	-0,1	-0,1

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».

siblemente en los últimos meses, en comparación con los reducidos niveles observados a mediados del 2008. No obstante, desde una perspectiva a más largo plazo, la actividad emisora actual de este sector sigue siendo considerablemente inferior al máximo registrado en el segundo semestre del 2007, antes de que las perturbaciones comenzaran a intensificarse en el 2008. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras experimentó un ascenso de 2,6 puntos porcentuales, hasta el 7,9%, en enero del 2009, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión de valores a corto plazo se redujo sustancialmente, hasta el 0,5%, desde el 16,3% del mes anterior. Es probable que esta evolución también se deba al hecho de que la capacidad de las sociedades no financieras para captar financiación a corto plazo se vio obstaculizada durante la mayor parte del 2008, ya que la emisión bruta no igualó el ritmo de las amortizaciones.

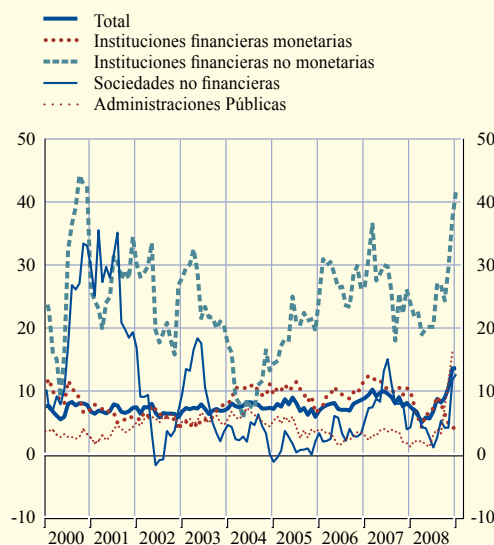
Si se consideran datos desestacionalizados, que son más adecuados para evaluar las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada de la emisión de valores distintos de acciones no se modificó y fue del 13,6% en enero del 2009, debido, principalmente, al aumento de la emisión por parte de las instituciones financieras no monetarias y de las sociedades no financieras. En cambio, la tasa de crecimiento semestral anualizada de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se redujo y, por tanto, causó un efecto compensador en la cifra total (véase gráfico 7).

Por lo que se refiere al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se redujo ligeramente, hasta el 5,3%, en enero del 2009, desde el 5,5% de diciembre del 2008. La emisión de valores a corto plazo, que había sido intensa desde el comienzo de las perturbaciones financieras en el verano del 2007, se redujo hasta el 10,4% en enero del 2009, situándose por tanto en un nivel similar al registrado a principios del 2007. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM experimentó un moderado descenso, hasta el 4,3%, en enero del 2009. Es probable que la nueva disminución de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo por parte del citado sector refleje el aumento de los diferenciales de crédito de la deuda de las entidades de crédito, tras la intensificación de la crisis en los mercados de crédito que se produjo después de septiembre del 2008, y que sólo se vio parcialmente compensada por los anuncios de los Gobiernos de adopción de diversas medidas para apoyar al sector bancario. La magnitud del efecto de la agudización de las turbulencias financieras puede valorarse con mayor precisión si se examinan los datos desestacionalizados. Los datos de seis meses desestacionalizados correspondientes a enero del 2009 indican que las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo y a largo plazo emitidos por las IFM se redujeron 3,5 puntos porcentuales (hasta el 7,3%) y 1,1 puntos porcentuales (hasta el 2,4%), respectivamente, en comparación con diciembre del 2008.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias aumentó ligeramente, hasta el 30,5%, en enero del 2009, en comparación con

Gráfico 7 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.

el 28,5% del mes anterior, confirmando con ello la persistente e intensa actividad emisora de este sector. Esta actividad está relacionada, en gran medida, con las numerosas operaciones de titulación realizadas por sociedades instrumentales patrocinadas por entidades de crédito, pese a la paralización efectiva de las colocaciones en los mercados desde el comienzo de las turbulencias.

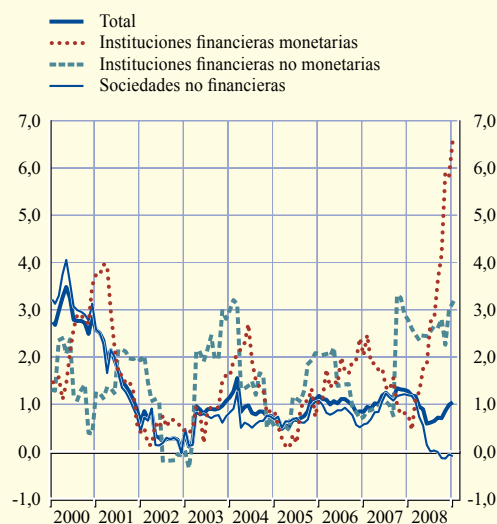
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se incrementó considerablemente, hasta el 9,2%, en enero del 2009, desde el 8% de diciembre del 2008, alcanzando con ello el nivel más alto registrado desde noviembre de 1995. Este incremento se debió, en su mayor parte, al acusado incremento de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por la Administración Central.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro fue del 1% en enero del 2009, prácticamente invariable con respecto al mes precedente (véase cuadro 3). En un contexto de persistente incremento del coste de las acciones, este moderado nivel refleja fundamentalmente el crecimiento negativo de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que no se modificó con respecto a diciembre y fue del -0,1%, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión por parte de las IFM aumentó desde el 5,8% hasta el 6,6%, probablemente como reflejo de las iniciativas de las instituciones de la zona del euro para reforzar su base de capital ante las cuantiosas pérdidas experimentadas el año pasado en los valores que mantienen en sus carteras (véase gráfico 8).

Gráfico 8 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.

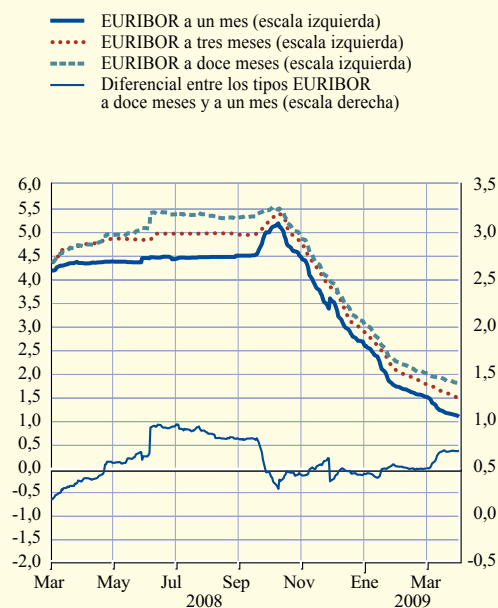
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías continuaron disminuyendo en marzo, mientras que los tipos con garantías también se redujeron, aunque a un ritmo más lento. En consecuencia, el diferencial entre los tipos del mercado monetario sin garantías y los tipos con garantías se estrechó, aunque se mantuvo relativamente elevado. El Eurosistema continuó proporcionando abundante liquidez al sistema financiero en marzo, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo y con adjudicación plena en sus operaciones principales de financiación y en sus operaciones de financiación a plazo más largo.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un nuevo descenso en marzo del 2009. El 1 de abril, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 1,11%, el 1,50%, el 1,66% y el 1,80%, respectivamente, es decir, 34, 26, 21 y 18 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 5 de marzo. Esta caída fue más pronunciada en los tipos

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

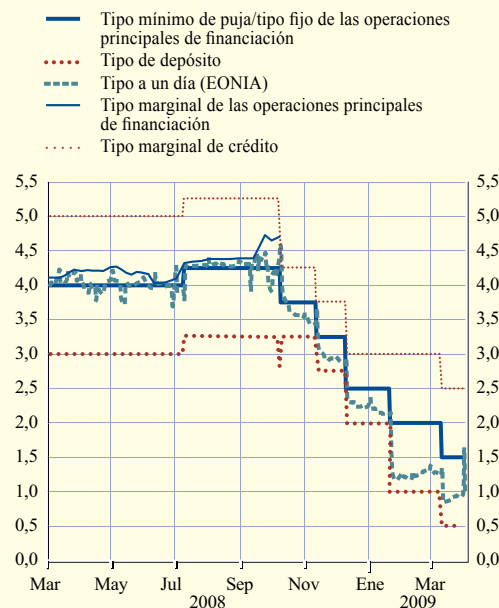
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 10 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

a más corto plazo, con el resultado de que el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes aumentó hasta 69 puntos básicos el 1 de abril, en comparación con 53 puntos básicos el 5 de marzo (véase gráfico 9).

Los tipos *swap* del EONIA también disminuyeron durante ese período, pero a un ritmo más moderado que los tipos EURIBOR. Esta caída refleja, en parte, el recorte de 50 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE anunciado el 5 de marzo y las expectativas de los mercados de nuevas reducciones en los próximos meses. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR sin garantías y el índice del EONIA *swap* cayó hasta situarse en niveles similares a los observados a mediados de septiembre del 2008, antes del pico registrado a mediados de octubre que siguió a la quiebra de Lehman Brothers. Entre el 5 de marzo y el 1 de abril, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el índice del EONIA *swap* al mismo plazo se redujo de 100 puntos básicos a 81 puntos básicos.

El 1 de abril, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre del 2009 se situaban en el 1,230%, el 1,245% y el 1,425%, respectivamente, lo que constituye una disminución de 24, 23 y 18 puntos básicos en comparación con los niveles del 5 de marzo. El moderado descenso de los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses refleja, en parte, la revisión a la baja de las expectativas en relación con la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE, así como nuevas reducciones del diferencial previsto entre los tipos con garantías y sin garantías.

El 5 de marzo, el Consejo de Gobierno decidió recortar 50 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE, con lo que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se

redujo hasta el 1,5% y los tipos de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito hasta el 2,5% y el 0,5%, respectivamente.

Durante el período de mantenimiento que finalizó el 10 de marzo, el EONIA permaneció en niveles considerablemente inferiores al tipo de interés de las operaciones principales de financiación (situándose entre 63 y 77 puntos básicos por debajo de dicho tipo), debido a la provisión de abundantes volúmenes de liquidez en el contexto de la política de adjudicación plena a tipo de interés fijo, unido al hecho de que la amplitud de la banda establecida por los tipos de interés de las facilidades permanentes se había vuelto a situar en 200 puntos básicos. El diferencial medio entre el tipo principal de financiación y el EONIA fue de 72 puntos básicos durante ese período de mantenimiento. En el siguiente período, que comenzó el 11 de marzo, el EONIA cayó hasta el 0,85%, como consecuencia del recorte de 50 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE el 5 de marzo. No obstante, el 11 de marzo, el diferencial entre el EONIA y el tipo principal de financiación era 10 puntos básicos inferior al registrado al principio del período de mantenimiento anterior, y volvió a descender hacia finales de mes. El 31 de marzo, el EONIA aumentó hasta el 1,64%, 14 puntos básicos por encima del tipo principal de financiación, como consecuencia de las fuertes presiones de fin de trimestre. Sin embargo, el 1 de abril, el EONIA retrocedió hasta el nivel del 30 de marzo y se situó en el 0,96%.

Como consecuencia de la política actual de gestión de la liquidez del Eurosistema, el volumen de liquidez proporcionado al mercado estuvo determinado únicamente por las pujas presentadas por las entidades en las subastas. En las cuatro operaciones principales de financiación efectuadas los días 3, 17, 24 y 31 de marzo, las entidades presentaron pujas por importe de 150,6 mm de euros, 111,1 mm de euros, 62,5 mm de euros y 89,4 mm de euros por encima de las respectivas adjudicaciones de referencia. No obstante, en la operación realizada el 10 de marzo, las contrapartidas presentaron pujas por importe de 67,7 mm de euros por debajo de la adjudicación de referencia. Por tanto, las entidades de contrapartida obtuvieron más liquidez de la necesaria para cumplir las exigencias de reservas.

El recurso a la facilidad de depósito continuó disminuyendo en los dos períodos de mantenimiento que comenzaron el 11 de febrero y el 11 de marzo, aunque se mantuvo relativamente elevado. Como consecuencia de la situación de liquidez holgada y de un uso limitado de las operaciones de ajuste, el recurso medio diario a esta facilidad continuó siendo considerable, en torno a 54,5 mm de euros entre el 11 de marzo y el 1 de abril. No obstante, este importe fue inferior a la media de 95,5 mm de euros observada en el período de mantenimiento anterior. Aunque puede ser demasiado pronto para extraer conclusiones firmes, esta caída podría apuntar a una normalización progresiva de las condiciones en el mercado monetario, que también es patente en el hecho de que los volúmenes de fondos solicitados en las operaciones principales de financiación fueron inferiores a los de períodos de mantenimiento recientes. De igual modo, el recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito se redujo, de 1,6 mm de euros en el período de mantenimiento precedente a alrededor de 1,1 mm de euros entre el 11 de marzo y el 1 de abril.

El Eurosistema realizó una operación de ajuste el 10 de marzo, último día del período de mantenimiento anterior, en la que absorbió 110,8 mm de euros aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable, con un tipo de interés máximo del 2%, un tipo marginal del 1,8% y un tipo medio ponderado del 1,52%.

En la operación de financiación a plazo más largo complementaria del 25 de marzo (con adjudicación plena, un tipo de interés fijo del 1,5% y vencimiento a tres meses), el importe adjudicado ascendió a 28,77 mm de euros. En las operaciones de financiación a plazo más largo con diversos plazos de veni-

miento realizadas los días 10 y 11 de marzo a un tipo fijo del 1,5%, el BCE adjudicó un total de 161,23 mm de euros, superando los 133,90 mm de euros adjudicados en las operaciones equivalentes del período de mantenimiento anterior.

Además, haciendo uso de los acuerdos recíprocos de divisas (líneas *swap*) con la Reserva Federal, el Eurosistema continuó proporcionando financiación en dólares estadounidenses, respaldada por activos de garantía admitidos por el Eurosistema, en el período que comenzó el 11 de marzo, en operaciones con vencimiento a una semana realizadas los días 11, 18 y 25 de marzo y el 1 de abril, una operación con vencimiento a un mes el 10 de marzo, y otra con vencimiento a tres meses el 24 de marzo. El BCE también continuó proporcionando a las entidades de contrapartida del Eurosistema financiación en dólares estadounidenses y en francos suizos a cambio de euros a través de operaciones de *swaps* de divisas.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

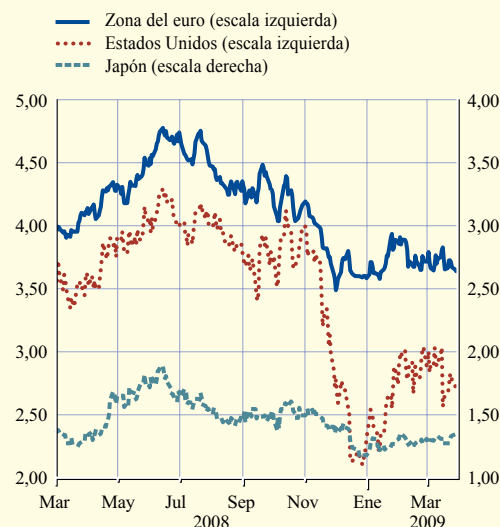
En marzo del 2009, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió en la zona del euro y en Estados Unidos. El descenso fue particularmente acusado en Estados Unidos, tras el anuncio realizado en marzo por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal. En la zona del euro, el rendimiento real de la deuda pública a largo plazo disminuyó, mientras que las tasas de inflación implícitas a largo plazo se elevaron, con respecto a los reducidos niveles de finales de febrero. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija decreció en mayor medida en Estados Unidos que en la zona del euro, aunque se mantuvo en niveles elevados a ambos lados del Atlántico.

En comparación con finales de febrero, el rendimiento de la deuda pública se redujo en 10 puntos básicos en la zona del euro y en 35 puntos básicos en Estados Unidos. El 1 de abril, el rendimiento de la deuda pública a diez años se situó en el 3,6% en la zona del euro y en el 2,7% en Estados Unidos (véase gráfico 11). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se amplió hasta situarse en torno a -95 puntos básicos al final del período considerado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó ligeramente, situándose en el 1,4% el 1 de abril. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija disminuyó de forma más pronunciada en Estados Unidos que en la zona del euro y, aunque se mantuvo en niveles elevados a ambos lados del Atlántico, permaneció muy por debajo de los máximos alcanzados en febrero.

En Estados Unidos, tras mantenerse relativamente estable hasta mediados de marzo, el rendimiento de los bonos a largo plazo experimentó un descenso de unos 50 puntos básicos de un día para otro el 18 de marzo, después del anuncio realizado por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva

Gráfico 11 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 12 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro

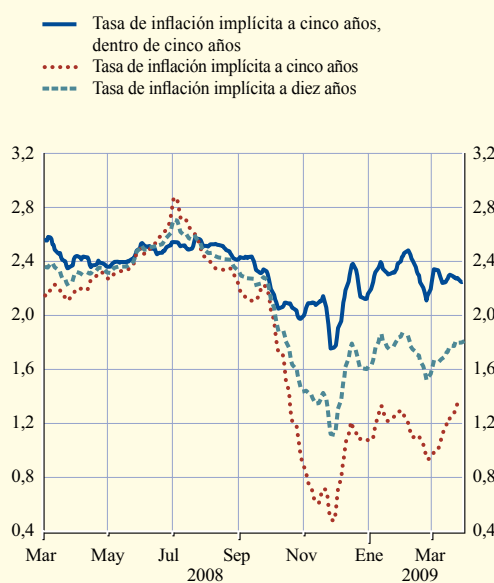
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 13 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.

Federal, y sólo ha aumentado de forma moderada desde entonces. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció que tenía la intención de mantener el tipo de interés de los fondos federales entre cero y el 0,25% durante un prolongado período de tiempo y que compraría títulos a largo plazo del Tesoro por valor de hasta 300 mm de dólares en los próximos seis meses. Además, tras el anuncio del citado Comité, la volatilidad de los mercados de renta fija estadounidenses disminuyó notablemente con respecto a los niveles de la primera mitad de marzo.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo no reflejó ningún efecto significativo de contagio de la evolución de los bonos estadounidenses y se mantuvo, con ligeras fluctuaciones, en torno a los niveles de finales de febrero, registrando en conjunto un descenso de 10 puntos básicos al final del período examinado. El recorte de 50 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE realizado el 5 de marzo había sido ampliamente anticipado y fue seguido de un ligero descenso del rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Los diferenciales de rendimiento entre la deuda pública a diez años de la mayor parte de los países de la zona del euro y la de Alemania se estrecharon, aunque los diferenciales de deuda soberana dentro de la zona del euro siguieron siendo elevados. Ello parece ser reflejo, principalmente, de la mayor aversión al riesgo que se observa entre los inversores en renta fija, unida a una situación de escasez inusual de liquidez en algunos mercados de deuda soberana y a la preocupación respecto a la carga fiscal de los planes de rescate.

En marzo, el rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación de la zona del euro disminuyó visiblemente. El rendimiento real *spot* a cinco y diez años descendió unos 45 y 30 puntos básicos, respectivamente, hasta el 1,3% y el 1,8%. En conjunto, esta evolución parece revelar un nuevo deterioro de la percepción de los inversores acerca de las perspectivas macroeconómicas.

Unido a la relativa estabilidad del rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo, ello originó un acusado aumento de las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y diez años, que se elevaron unos 45 y 20 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en el 1,4% y el 1,8% el 1 de abril. Al mismo tiempo, las tasas de inflación implícitas *forward* a cinco años dentro de cinco años (que miden las expectativas de inflación a largo plazo y las correspondientes primas de riesgo) permanecieron en general estables en el 2,3%. La brecha entre las tasas de inflación implícitas obtenidas de los bonos y las obtenidas de los *swaps* fluctuó de forma significativa en el transcurso del mes de marzo, lo que sugiere que las expectativas de inflación y las correspondientes primas de riesgo obtenidas de estos instrumentos de renta fija han de interpretarse todavía con cautela.

La evolución de la estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra cómo el comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) en distintos horizontes temporales (véase gráfico 14). El ligero descenso del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con respecto a finales de febrero es resultado de una revisión a la baja (en 15 a 20 puntos básicos) de las expectativas de tipos de interés a corto plazo en horizontes de hasta seis meses, unida a reducciones menos significativas de las expectativas de tipos de interés a largo plazo.

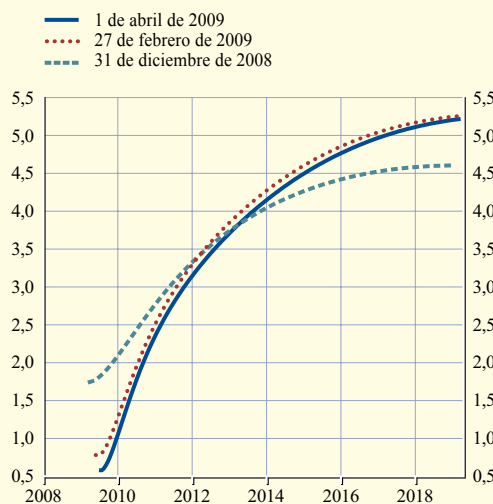
En general, en el sector no financiero los diferenciales de renta fija privada se mantuvieron prácticamente sin cambios en relación con los niveles de finales de febrero. En el sector financiero, los diferenciales de renta fija disminuyeron de forma apreciable para los bonos con calificación crediticia más alta y volvieron a aumentar para los bonos con calificación más baja. En general, los actuales niveles de los diferenciales parecen reflejar la persistente inquietud de los inversores respecto a la solvencia de las entidades en ambos sectores.

2.5 TIPOS DE INTERÉS APLICADOS A LOS PRÉSTAMOS Y A LOS DEPÓSITOS

En enero del 2009, casi todos los tipos de interés a corto plazo y a largo plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a hogares y a sociedades no financieras se situaron en niveles considerablemente inferiores a los registrados el mes anterior, confirmando con ello la tendencia a la baja que comenzó en noviembre del 2008. De igual modo, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos depósitos se redujeron en enero del 2009, debido a la reacción ante la disminución de los tipos de interés del mercado monetario y del rendimiento de la deuda pública a medio plazo.

Gráfico 14 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

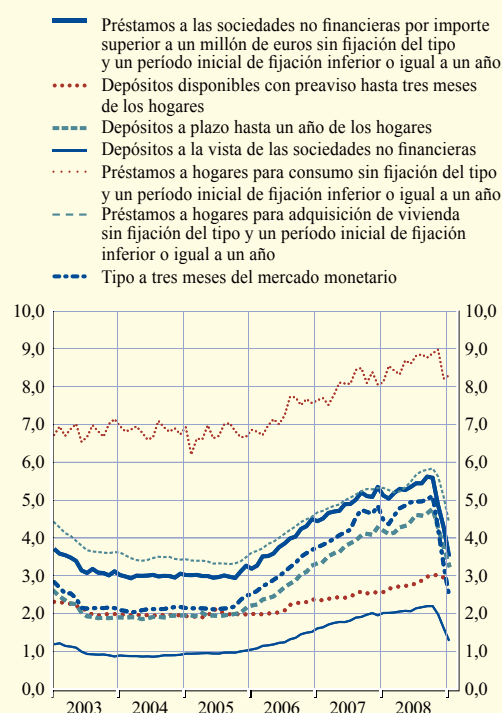


Fuentes: BCE, EuroMTS (datos) y Fitch Rating (calificaciones crediticias).

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.

Gráfico 15 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

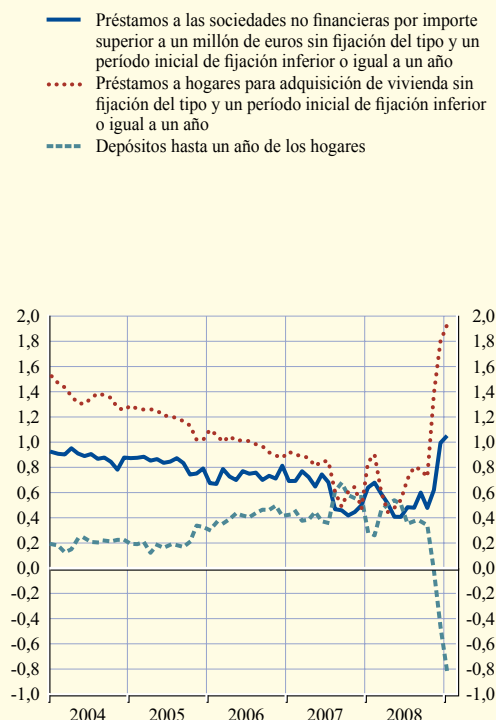
(en porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

Gráfico 16 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.

En enero del 2009, casi todos los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a hogares y a sociedades no financieras, con la excepción de los aplicados al crédito al consumo, experimentaron un descenso considerable (véase gráfico 15). Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo (esto es, depósitos a plazo hasta un año) de las sociedades no financieras y de los hogares también se redujeron. Es muy probable que esta evolución estuviera impulsada por las pronunciadas caídas de los tipos de interés de mercado con períodos similares de fijación del tipo. Como consecuencia de las reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE y de un leve alivio de las tensiones en los mercados monetarios, el EURIBOR a tres meses disminuyó acusadamente en enero del 2009. Esto se tradujo en una ligera ampliación de los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y los tipos del mercado monetario a corto plazo, mientras que el diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario y los tipos a corto plazo de los depósitos de las IFM se tornó negativo ese mes (véase gráfico 16). Estos movimientos indican que los recortes de los tipos de interés oficiales han empezado a repercutir en los tipos de interés bancarios. Entre septiembre del 2008 y enero del 2009, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos por cuantía reducida y a los préstamos por importes elevados se redujeron 160 y 211 puntos básicos, respectivamente, mientras que el EURIBOR a tres meses disminuyó 256 puntos básicos durante ese período.

Los tipos de interés a más largo plazo aplicados por las IFM experimentaron una evolución similar. En consecuencia, todos los tipos de interés aplicados por este sector a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de dos años disminuyeron en enero del 2009 (véase gráfico 17). Estos descensos fueron especialmente pronunciados en el caso de los tipos de interés aplicados a los préstamos a medio plazo a las sociedades no financieras, mientras que las reducciones de los tipos aplicados a los préstamos a largo plazo otorgados a los hogares fueron algo más moderadas. Es muy probable que esta evolución se deba al hecho de que las entidades de crédito acaban de empezar a ajustarse a los considerables descensos de los tipos de mercado registrados desde septiembre del 2008. Por ejemplo, entre septiembre del 2008 y enero del 2009, el tipo *swap* a cinco años de la zona del euro se redujo alrededor de 160 puntos básicos. En este contexto, las disminuciones observadas, en general, en los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos entre septiembre del 2008 y enero del 2009 fueron más moderadas, posiblemente como consecuencia de la inercia habitual en el ajuste de los tipos de interés aplicados por las entidades a su clientela y del aumento de las primas de riesgo asociado a la preocupación acerca de la situación patrimonial de los prestatarios. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo de los hogares también se redujeron en enero del 2009.

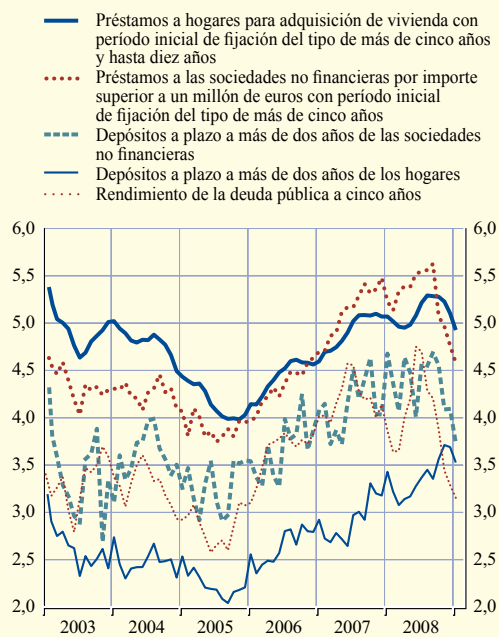
En cuanto a la evolución del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos, que representa una medida de la capacidad de las entidades de crédito de la zona del euro para generar ingresos por intereses, el diferencial se redujo, tanto en el caso del basado en los saldos vivos como del basado en las nuevas operaciones. Los datos más recientes disponibles sobre el margen basado en los tipos de interés de las nuevas operaciones correspondiente a enero del 2009 muestran la continuación de la disminución que comenzó en octubre del 2008, debido al acusado descenso de los tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones de préstamos. El diferencial basado en los tipos de interés de los saldos vivos de préstamos y de depósitos también se redujo en enero del 2009, pero en menor medida, como consecuencia de los descensos menos pronunciados de los tipos de interés de los saldos vivos de depósitos de las IFM.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de febrero y el 1 de abril, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos aumentaron un 5% y un 10%, respectivamente, tras el anuncio por el Tesoro de Estados Unidos de un programa de inversiones públicas y privadas, que los inversores acogieron favorablemente. El descenso de los tipos de interés reales influyó también positivamente en los precios de las acciones a ambos lados

Gráfico 17 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.

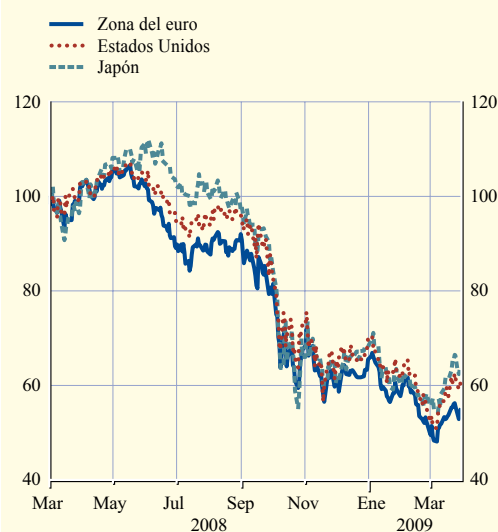
del Atlántico. Sin embargo, los beneficios de las sociedades cotizadas volvieron a bajar de forma significativa. La volatilidad de los mercados de renta variable se mantuvo en niveles muy elevados, reflejo de la incertidumbre respecto a la profundidad y duración de la recesión en las dos áreas económicas.

Entre finales de febrero y el 1 de abril, los precios de las acciones subieron notablemente en los mercados internacionales. Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, ganaron un 5%, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, subieron un 10%, en ambos casos (véase gráfico 18). En general, la incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, se redujo moderadamente, y seguía siendo alta en términos históricos al final del período analizado, aunque se situaba en niveles muy inferiores a los máximos alcanzados en el otoño del 2008 (véase gráfico 19). Asimismo, la volatilidad esperada de los valores a dos años incluidos en el índice Dow Jones EURO STOXX 50 sólo disminuyó ligeramente, lo que apunta a la persistencia de una incertidumbre bastante elevada entre los inversores respecto a la evolución de los mercados de renta variable, incluso a medio plazo.

En el período examinado, la mayor subida de los precios de las acciones se registró en el sector bancario, en el que el correspondiente índice bursátil se elevó un 17% en la zona del euro y un 23% en Estados Unidos. Este aumento fue reflejo, principalmente, de señales positivas de beneficios emitidas por algunos bancos estadounidenses a mediados de marzo y del anuncio por el Tesoro de Estados Unidos de un programa de inversiones públicas y privadas encaminado a ayudar a las instituciones financieras estadounidenses

Gráfico 18 Índices bursátiles

(índice: 1 de marzo de 2008 = 100; datos diarios)

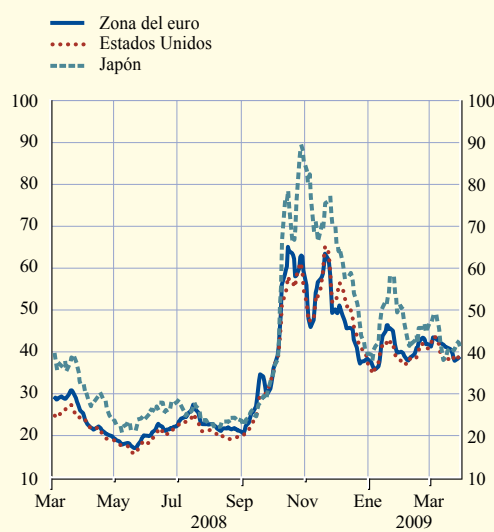


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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 19 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.

a limpiar sus balances de préstamos y títulos heredados. Asimismo, el recorte de los tipos de interés reales de Estados Unidos habrá contribuido muy probablemente a la subida de los precios de las acciones.

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles subieron también considerablemente a raíz de las citadas noticias, aunque en menor medida que en Estados Unidos. Por sectores, mientras que los precios de las acciones registraron una fuerte subida en el sector bancario de la zona, las cotizaciones de las sociedades no financieras cotizadas experimentaron un aumento menos pronunciado, que se cifró en un 2%. El descenso de los tipos de interés reales propició una evolución favorable de los precios de las acciones y las primas de riesgo exigidas por los inversores se mantuvieron en niveles elevados, ejerciendo un efecto moderador sobre las cotizaciones. Estos datos concuerdan con los resultados de marzo de la encuesta de Merrill Lynch a los gestores de fondos, que reveló una tolerancia todavía menor a los riesgos derivados de la renta variable.

En general, la evolución de los beneficios efectivos y esperados presentó una imagen negativa de la rentabilidad de las sociedades cotizadas de la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX descendió al -31% en marzo, desde el -27% de febrero. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios esperados por acción para los próximos doce meses se tornó negativa, situándose en el -2% en marzo, frente al +2% de febrero.

La evolución de los beneficios en marzo volvió a diferir notablemente entre los distintos sectores. Mientras que la tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción del sector no financiero se situó en el -23%, la de las sociedades cotizadas del sector financiero registró una caída de más del 60%. En este contexto, los analistas esperan que los beneficios por acción del sector financiero repunten en torno a un 32% a lo largo del año próximo, y que los del sector no financiero desciendan un 11%.

Recuadro 3

INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EUROPA: PRINCIPALES CONCLUSIONES DEL INFORME DEL 2009

A principios de abril del 2009 se publicó la tercera edición del informe del BCE sobre integración financiera en Europa¹. El principal objetivo de este informe es contribuir al avance de la integración financiera europea. Además, el informe tiene por objeto dar a conocer a la opinión pública el papel desempeñado por el Eurosistema en la consecución de este objetivo de la Unión Europea. El informe proporciona una valoración del estado de la integración financiera en Europa basada en un conjunto de indicadores estadísticos. Por otra parte, incluye una serie de secciones especiales con análisis exhaustivos de aspectos relevantes relacionados con el proceso de integración financiera y ofrece una descripción general de las principales actividades llevadas a cabo por el Eurosistema el año pasado para fomentar este proceso.

En este recuadro se resumen las principales conclusiones del informe de este año, que se ha centrado principalmente en el impacto de la reciente crisis financiera sobre el proceso de integración financiera, y se analizan dos cuestiones específicas adicionales: el papel de los inversores institucionales a la hora de potenciar la integración financiera de la zona del euro y la importancia de las pequeñas y medianas empresas y de las empresas innovadoras de reciente creación para la economía europea.

¹ *Financial integration in Europe*, BCE, abril 2009.

La evidencia preliminar disponible sugiere que la crisis financiera ha influido de diversas maneras en la integración financiera de la zona del euro. El informe incluye información estadística y análisis que ilustran el impacto de la crisis financiera sobre algunos segmentos clave del sistema financiero de la zona del euro. El informe de este año también se ocupa de aspectos del desarrollo financiero. La integración y el desarrollo financieros suelen complementarse y reforzarse mutuamente, ya que la integración contribuye a que la innovación financiera traspase fronteras y el desarrollo financiero, a su vez, ayuda a superar fricciones en los mercados financieros y a suprimir barreras transfronterizas que impiden una integración plena. No obstante, la experiencia adquirida en la actual crisis también ha puesto de manifiesto que algunas innovaciones financieras (por ejemplo, la realización de determinados tipos de operaciones de titulización mediante la creación de importantes estructuras fuera de balance) pueden ponerse en práctica de modo que reduzcan la transparencia y conduzcan a una asunción de riesgos excesivos, en detrimento, en última instancia, de la integración financiera. Es necesaria cierta cautela al extraer conclusiones definitivas, dado que la crisis todavía sigue desarrollándose. Sin embargo, es obvio que aunque se están adoptando medidas tanto a escala nacional como internacional con el fin de que el sector financiero vuelva a funcionar correctamente, será necesario mantener una actitud vigilante para asegurar que la integración de los mercados financieros en Europa sigue su curso y que se realizan nuevos progresos en este ámbito. El Eurosistema está siguiendo muy atentamente la evolución del mercado y se ha mostrado particularmente activo para garantizar un suministro continuado de liquidez al sector bancario y para contribuir al funcionamiento adecuado de los mercados monetarios.

El impacto de la crisis financiera sobre la integración financiera de la zona del euro

La principal cuestión que se analiza en el informe es si la actual crisis financiera mundial que comenzó a mediados del 2007 ha conducido, o podría conducir, y hasta qué punto, a un repliegue de los mercados financieros dentro de las fronteras nacionales y, de este modo, a cierta reversión del proceso de integración financiera europea. La evidencia que se presenta en el informe indica que la crisis financiera ha afectado considerablemente a la integración de los mercados monetarios y de deuda pública, mientras que, hasta el momento, el grado de integración de otros segmentos de mercado (los de valores de renta fija privada, de renta variable y de productos bancarios al por menor) se ha visto menos o nada afectado.

Los indicadores habituales de integración, como las desviaciones típicas entre países de los tipos de interés del mercado monetario, o los diferenciales de deuda pública, se deterioraron visiblemente durante el 2008, deterioro que se agudizó claramente en los últimos meses del año. El punto hasta el que las distorsiones generalizadas en los mercados se han traducido en un repliegue dentro de las fronteras nacionales puede analizarse examinando las diferencias en el impacto de las perturbaciones sobre los mercados nacionales y transfronterizos. Una primera indicación al respecto puede obtenerse del informe titulado «Money Market Survey»², publicación de carácter anual del BCE, en el que se pone de manifiesto que la proporción del volumen medio diario de operaciones de préstamos sin garantías a entidades de contrapartida nacionales en el crédito total aumentó del 27,7% en el 2007 al 31,8% en el 2008 (segundo trimestre). Al mismo tiempo, el porcentaje de operaciones con otras contrapartidas de la zona del euro descendió desde el 51,2% en el 2007 hasta el 47,4% en el 2008 (segundo trimestre). Por tanto, se dispone de algunas indicaciones de que el mercado monetario sin garantías está algo menos integrado. Conclusiones similares se extraen si se considera la evolución de los tipos de interés del mercado monetario. En el gráfico A se compara la desviación típica de los tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro con la

2 Euro Money Market Survey, BCE, septiembre 2008.

media de las desviaciones típicas del EURIBOR en cada país. Los indicadores muestran que la dispersión entre países fue superior a la dispersión nacional en la época de mayor intensidad de las perturbaciones financieras (el período comprendido entre septiembre y noviembre del 2008), pero también que la diferencia se redujo hacia finales de año, aunque siguió siendo notable³.

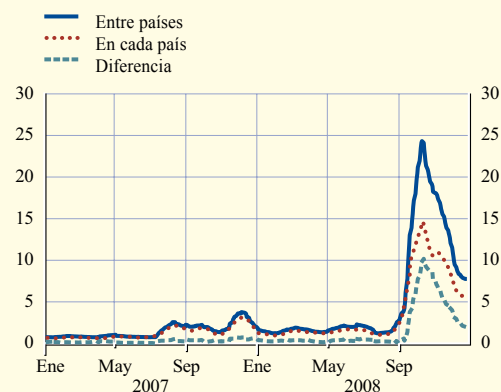
Al igual que los mercados monetarios, los mercados de deuda pública también han mostrado señales claras de tensiones durante las perturbaciones, pese a haberse beneficiado de desplazamientos de fondos hacia activos más seguros cuando los inversores trataron de reducir el riesgo. Cuando las perturbaciones se intensificaron en el otoño del 2008, se observó un aumento de la dispersión de los rendimientos entre países que, en parte, puede haber estado relacionado con las peores condiciones de liquidez en los mercados desde entonces, y también con la mayor incertidumbre y con los cambios en la valoración del riesgo y en las primas de riesgo. Si esta evolución se considera en términos de integración financiera, puede interpretarse de diversas maneras. Por un lado, puede apuntar a un aumento de la segmentación de los mercados y, por otro, este aumento es asimismo acorde con las explicaciones relacionadas con cambios en los fundamentos de los mercados, como la reevaluación del riesgo de crédito para reflejar la existencia de diferencias relativas en la solvencia de los emisores soberanos. En este sentido, el informe incluye un ejercicio econométrico simple para cuantificar los efectos sobre los diferenciales de deuda pública de los riesgos de crédito y de liquidez antes y después de que comenzaran las perturbaciones. Al aproximar el primero de estos riesgos con el diferencial de las primas de los seguros de riesgo de crédito (*credit default swaps*, CDS) a cinco años con respecto a las de Alemania, y el segundo con los diferenciales entre precios de compra y venta de los bonos soberanos a largo plazo, la evidencia disponible muestra que el riesgo de crédito continuó siendo elevado, al tiempo que, en algunos países, la preocupación en torno a la liquidez parece haber aumentado durante el período de turbulencias⁴. En particular, en el 2008 se observó una ampliación general de los diferenciales entre precios de compra y venta en comparación con el año anterior, lo que tiende a confirmar que durante las perturbaciones se produjeron problemas de liquidez (véase gráfico B). Aunque los diferenciales entre precios de compra y venta en Alemania fueron los que menos se modificaron, otros países se vieron considerablemente afectados.

Inversores institucionales e integración financiera

El informe incluye también un análisis de la importancia de los inversores institucionales en la zona del euro. Estos inversores —fondos de inversión, empresas de seguros y fondos de pensiones— son,

Gráfico A Desviación típica del EURIBOR a un mes

(puntos básicos)



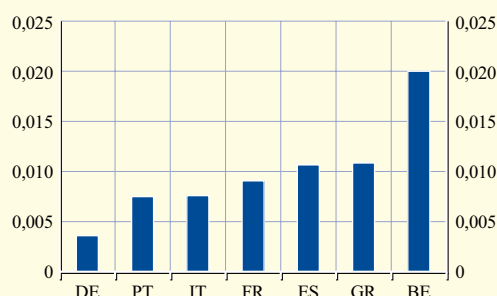
Fuente: Federación Bancaria Europea y cálculos del BCE.

3 Tanto los segmentos con garantías como los segmentos sin garantías (EURIBOR y EUREPO a un mes/a doce meses) presentan patrones similares. Además, existe evidencia, obtenida de datos disponibles de la plataforma electrónica italiana e-MID, de que es posible que las perturbaciones hayan reforzado el sistema de dos niveles del mercado monetario: el mercado interbancario transfronterizo está dominado por bancos de elevada calidad crediticia, que se pueden permitir aplicar tipos de interés más bajos entre sí, mientras que la actividad en los mercados nacionales está impulsada por bancos de menor tamaño que dependen de la provisión de liquidez de entidades de contrapartida activas a escala internacional.

4 Para más detalles, véase el cuadro 1 del informe, p. 38.

Gráfico B Variación del diferencial medio entre precios de compra y venta entre el 2007 y el 2008

(en porcentaje)

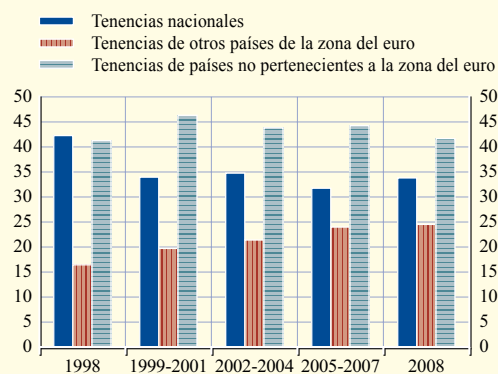


Fuentes: Reuters y BCE.

Notas: Media de diferenciales entre precios de compra y venta, datos diarios sobre bonos soberanos a largo plazo (precios de cierre, datos de las 18 h.) calculados en el 2007 y el 2008. Los datos de Francia correspondientes al año 2008 son relativamente limitados y deben interpretarse con cierta cautela.

Gráfico C Tenencias de valores de renta variable por parte de los fondos de inversión de la zona del euro

(en porcentaje de los activos totales; datos de fin de año o media del período)



Fuente: BCE.

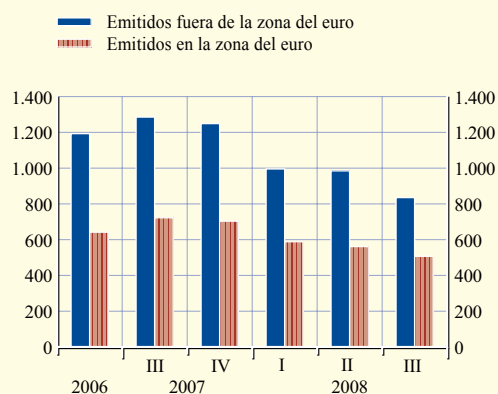
Nota: Los datos se refieren a las tenencias de «acciones y otras participaciones», que incluyen las participaciones en fondos de inversión.

junto con las entidades de crédito (que siguen siendo los principales intermediarios), destacados captadores de fondos de los hogares, y son también importantes accionistas de empresas y entidades de crédito. La creciente relevancia de los inversores institucionales ha contribuido sustancialmente a la integración de los mercados de valores, ya que estos inversores suelen estar bastante diversificados en los distintos países. La introducción del euro y otras políticas relacionadas con la creación del mercado único (como la reducción de las restricciones sobre las carteras de los fondos de pensiones) han ampliado el ámbito de inversión y han reducido el coste de invertir en otros países de la zona del euro para los inversores, tanto individuales como institucionales. De hecho, la evidencia presentada en el informe muestra que el cambio más reseñable desde 1998 en las carteras de los inversores institucionales de la zona del euro fue el significativo aumento de las tenencias de activos de otros países de la zona (véase gráfico C).

La crisis financiera actual está causando un impacto sobre estos avances. Los datos disponibles apuntan a una reducción considerable del valor total de los activos gestionados por los inversores institucionales —en particular por los fondos de inversión— en los últimos trimestres, lo que supone una disminución de la importancia relativa de estos inversores frente a las entidades de crédito como captadores de fondos de los hogares. Sin embargo, el gráfico D muestra que la caída más reseñable en la inversión en valores de renta variable desde el verano del 2007 está relacionada con acciones emitidas fuera de la zona

Gráfico D Tenencias de valores de renta variable por parte de los fondos de inversión de la zona del euro

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: Los datos se refieren a las tenencias de «acciones y otras participaciones», que incluyen las participaciones en fondos de inversión.

del euro. En comparación, la disminución de la inversión en acciones emitidas en otros países de la zona ha sido relativamente moderada.

Estos movimientos reflejan tanto efectos de valoración como retiradas de fondos por parte de los hogares cuando reestructuraron sus carteras ante la crisis financiera. A más largo plazo, es posible que los factores estructurales se reafirmen y que los inversores institucionales retomen su importante papel de contribuir a la integración financiera de la zona del euro.

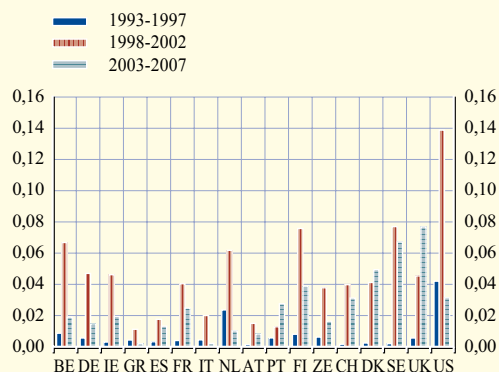
La financiación de las pequeñas y medianas empresas y de empresas innovadoras de reciente creación en Europa

Por último, el informe investiga las características financieras y las condiciones de financiación de dos categorías de sociedades no financieras de la zona del euro, las pequeñas y medianas empresas y las empresas innovadoras de reciente creación. Las primeras representan aproximadamente dos tercios del empleo en Europa, y su dependencia de la financiación bancaria las hace importantes para la ejecución de la política monetaria, mientras que las empresas innovadoras de reciente creación concentran gran parte de la innovación y el crecimiento europeos. El análisis que se realiza en el informe pone de relieve que los dos tipos de empresas tienden a tener que afrontar limitaciones financieras más severas que las grandes empresas, lo que puede causar un efecto adverso sobre su capacidad para invertir en capital y en investigación y desarrollo, dificultando con ello sus esfuerzos por innovar y sus perspectivas de crecimiento.

Además, el informe analiza la influencia del capital riesgo en la flexibilización de las limitaciones financieras en relación con los esfuerzos por innovar por parte de las empresas innovadoras de reciente creación y de pequeñas y medianas empresas. Aunque la importancia de la financiación respaldada por capital riesgo en las etapas iniciales ha aumentado en Europa en los últimos años, el sector de capital riesgo aún se encuentra en una fase rudimentaria de desarrollo en muchos países de la zona del euro, como se muestra en el gráfico E. El informe sostiene que las diferencias entre países se deben a restricciones en la aportación de capital riesgo, y que las políticas encaminadas a mejorar la estructura de los mercados de crédito y a estimular el sector de capital riesgo en Europa pueden ser valiosas iniciativas para facilitar el acceso a la financiación a las pequeñas y medianas empresas y a las empresas innovadoras de reciente creación.

Gráfico E Financiación mediante capital riesgo (inversión en las etapas iniciales)

(en porcentaje del PIB; por país de gestión)



Fuentes: European Private Equity and Venture Capital Association, PricewaterhouseCoopers y Eurostat.
Nota: ZE se refiere a la zona del euro.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro volvió a disminuir, hasta el 0,6%, en marzo del 2009, desde el 1,2% de febrero. El descenso de la inflación observado desde el pasado verano refleja, principalmente, la fuerte caída de los precios internacionales de las materias primas registrada en este período. Además, están apareciendo crecientes señales de una reducción más generalizada de las presiones inflacionistas.

Los efectos de base derivados del pasado comportamiento de los precios de la energía desempeñarán un papel importante en la evolución a corto plazo del IAPC. En consecuencia, se espera que las tasas de inflación interanual sigan disminuyendo en los próximos meses, hasta alcanzar temporalmente niveles negativos a mediados de año, para volver a aumentar posteriormente. Los riesgos para estas perspectivas están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según la estimación de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro cayó al 0,6% en marzo del 2009, desde el 1,2% de febrero (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de marzo, los datos disponibles sugieren que los efectos de base de los componentes de energía, alimentos y servicios han tenido una incidencia a la baja.

El detalle del IAPC de febrero indica que, a excepción de los precios de los alimentos elaborados, la tasa de variación interanual de los precios de todos los principales componentes del IAPC ha aumentado o no ha experimentado cambios en ese mes (véase gráfico 20). La tasa de variación interanual de los precios de la energía, que se situó en el -4,9%, fue menos negativa en febrero que en el mes anterior, debido, en gran medida, al incremento intermensual de los precios de este componente, reflejo, a su vez, del aumento intermensual de los precios de la gasolina, que se vio ligeramente compensado por el descenso intermensual de los precios de otros dos subcomponentes energéticos, el gasóleo de calefacción y el gas. Cabe destacar que, en el caso del gas, este descenso se produjo tras 16 meses consecutivos de subidas de los precios y refleja los efectos retardados de la anterior caída de los precios del petróleo.

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2008 Oct	2008 Nov	2008 Dic	2009 Ene	2009 Feb	2009 Mar
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	3,3	3,2	2,1	1,6	1,1	1,2	0,6
Energía	2,6	10,3	9,6	0,7	-3,7	-5,3	-4,9	.
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	3,4	2,8	2,8	2,6	3,3	.
Alimentos elaborados	2,8	6,1	5,1	4,2	3,5	2,7	2,0	.
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	1,0	0,9	0,8	0,5	0,7	.
Servicios	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,7	5,9	6,0	2,9	1,2	-0,6	.	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	55,2	43,1	32,1	34,3	34,6	36,5
Precios de las materias primas no energéticas	9,2	4,4	-7,4	-7,7	-17,1	-20,7	-24,5	.

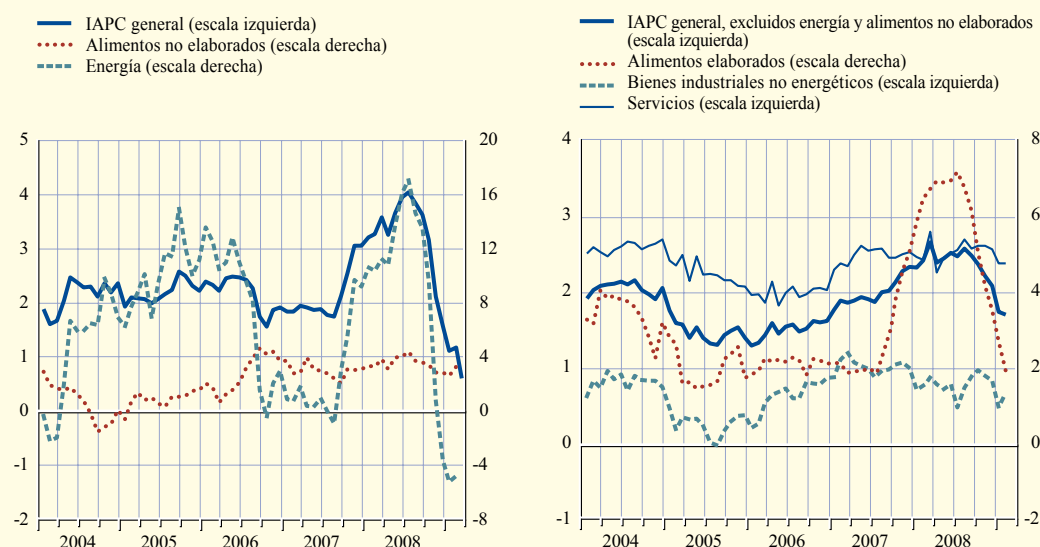
Fuentes: Eurostat, HWWI y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

Nota: Los datos de los precios industriales se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

1) La inflación medida por el IAPC de marzo del 2009 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 20 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados aumentó al 3,3% en febrero, desde el 2,6% de enero, como consecuencia del incremento de la tasa de variación interanual de los precios de las hortalizas, debido a factores estacionales. Manteniendo su trayectoria descendente, en febrero la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados se redujo en 0,7 puntos porcentuales, hasta el 2%. Ello fue resultado de un nuevo acusado efecto de base derivado de las fuertes subidas registradas hace un año en los precios de los alimentos, especialmente en los del pan y los cereales, los productos lácteos, y el aceite y las grasas.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, se elevó al 1,7% en febrero, desde el 1,6% del mes precedente, como consecuencia del repunte de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos, hasta el 0,7%, desde el 0,5% de enero. Este repunte fue impulsado, principalmente, por los precios de los textiles que registraron en febrero del 2009 un aumento intermensual mayor que el que se había observado en el mismo mes de años anteriores, tras las fuertes rebajas de enero del 2009. Este ascenso fue contrarrestado, en parte, por el descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los automóviles. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios se mantuvo estable en el 2,4% en febrero, con escasas variaciones de los subcomponentes. Las tasas de variación interanual de los precios del transporte aéreo de pasajeros y de la hostelería siguieron descendiendo, como resultado de la reducción de los efectos indirectos de la pasada evolución de los precios de las materias primas. Sin embargo, estos descensos se vieron compensados con los ligeros ascensos de los precios de otros subcomponentes.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han reducido en los últimos meses, tras haber alcanzado niveles muy elevados en el verano del año pasado. La tasa de variación interanual de

Gráfico 21 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

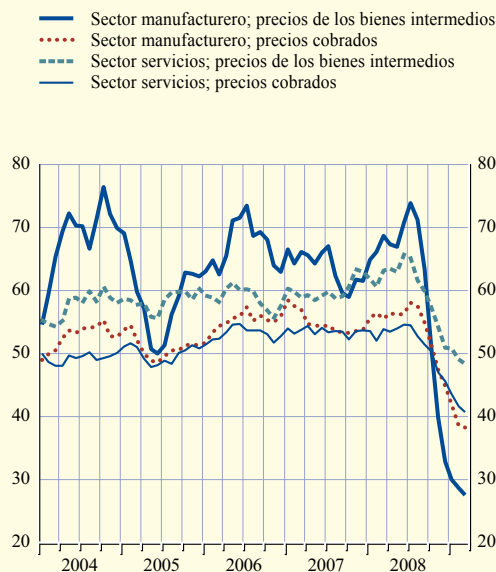


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Gráfico 22 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.

los precios industriales, excluida la construcción, cayó al $-0,6\%$ en enero del 2009, desde el $1,2\%$ de diciembre del 2008. Se trata de la primera cifra negativa de la inflación en los precios industriales observada desde julio del 2002. Los datos de precios industriales de enero del 2009 se publican con arreglo a una nueva clasificación, la NACE Revisión 2, y reflejan la actualización del año base, que cambia del 2000 al 2005. En el recuadro 4 se explican la nueva clasificación y las principales modificaciones derivadas del cambio de año base, que han afectado a algunos indicadores a corto plazo.

La disminución de la inflación en los precios industriales registrada en enero del 2009 fue reflejo del descenso de los precios de todos los componentes, pero especialmente de los de la energía y de los bienes intermedios, como consecuencia de la desaceleración del crecimiento de los precios de la energía y de las materias primas industriales. La tasa de variación interanual de los precios del componente energético cayó hasta el $-2,7\%$ en enero, desde el $0,1\%$ de diciembre, reflejo de un nuevo descenso intermensual y de un efecto de base. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales se mantuvo todavía en niveles ligeramente positivos, aunque se ha reducido considerablemente desde el máximo alcanzado en julio del 2008. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios disminuyó al -1% en enero, debido a un efecto de base y a un nuevo descenso intermensual, y la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo se redujo al $1,9\%$. En las últimas fases de la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo bajó al $0,2\%$, como resultado, principalmente, del descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero, reflejo, a su vez, de la fuerte caída de los precios de los alimentos (véase gráfico 21).

La información más reciente procedente de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas sugiere que las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han

mantenido en una senda moderada en los primeros meses del 2009 (véase gráfico 22). Según el último índice de directores de compras, todos los indicadores de precios volvieron a bajar en marzo, en relación con febrero, aunque en menor medida, debido a la estabilización de los precios de algunas materias primas.

Recuadro 4

CAMBIOS RECIENTES EN LOS INDICADORES A CORTO PLAZO

A partir del año 2009, los indicadores económicos incluidos en el Reglamento sobre estadísticas coyunturales¹ se elaborarán con arreglo a la nueva clasificación de actividades económicas «NACE² Revisión 2»³. Asimismo, el año base para estas estadísticas cambia del 2000 al 2005. En este recuadro se explica la actualización de la clasificación y las principales modificaciones resultantes del cambio de año base.

Actualización de la clasificación de actividades económicas

La clasificación de actividades económicas «NACE» constituye el marco estadístico obligatorio para una amplia gama de estadísticas europeas, que incluyen las cuentas nacionales, los indicadores a corto plazo y las estadísticas del mercado de trabajo⁴. La NACE está en total concordancia con la Clasificación Industrial Internacional Uniforme de todas las actividades económicas (CIIU).

Es necesario actualizar de vez en cuando las clasificaciones estadísticas, a fin de reflejar las nuevas actividades económicas y los nuevos productos. La última actualización importante de la NACE se llevó a cabo en 1990. La NACE Revisión 2 se aplicará de forma coordinada a todas las estadísticas relevantes y en todos los países de la UE en el período 2008-2011. Desde el inicio del período de referencia en enero del 2009 se aplica la nueva NACE a los indicadores a corto plazo mensuales de precios industriales, la producción (en manufacturas y construcción), el volumen de negocios del comercio al por menor y los nuevos pedidos industriales. Al mismo tiempo, se ha actualizado en la medida de lo posible la clasificación de los datos correspondientes a períodos anteriores. Las últimas estadísticas a las que se aplicará la nueva clasificación, en septiembre del 2011, serán las de las cuentas nacionales.

Las reglas básicas de clasificación (asignación de unidades estadísticas en base a la principal actividad generadora de valor añadido) no han variado. Sin embargo, se han creado 101 rúbricas adicionales que alcanzan el mayor grado de detalle posible en la clasificación, con objeto de incluir distintas formas de producción, así como las industrias emergentes. El mayor número de nuevas rúbricas se observa en los sectores de servicios, lo que refleja la importancia creciente de estos sectores y su contribución innovadora a las economías modernas. Por ejemplo, la sección de «Hostelería» de la

1 Reglamento (CE) del Consejo n° 1165/98, de 19 de mayo de 1998, sobre estadísticas coyunturales.

2 «NACE» corresponde a la denominación en francés «Nomenclature générale des Activités économiques dans les Communautés Européennes», la clasificación estadística de las actividades económicas de las Comunidades Europeas.

3 Para más información sobre la aplicación de la NACE Revisión 2, puede consultarse la dirección de Eurostat en Internet http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=3233,73049386&_dad=portal&_schema=PORTAL.

4 La NACE Revisión 2 y sus correspondientes disposiciones de aplicación a distintos aspectos estadísticos se definieron en el Reglamento (CE) n° 1893/2006 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2 y por el que se modifica el Reglamento (CEE) n° 3037/90 del Consejo y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos.

nueva NACE incorpora nuevas actividades, como los puestos de comida y la provisión de comidas preparadas para eventos. Para las manufacturas se han creado algunas rúbricas a nivel agregado, por ejemplo, la «Fabricación de productos informáticos, electrónicos y ópticos», que agrupa mejor las actividades de alta tecnología que la categoría anterior de «Fabricación de máquinas de oficinas y de ordenadores». Por otro lado, la «Reparación e instalación de maquinaria y equipo», que se incluía anteriormente en la fabricación del correspondiente tipo de equipo, constituye ahora una categoría separada de la NACE. La nueva sección de «Información y comunicaciones» agrupa las actividades de producción y distribución de la información, de tecnologías de la información y de proceso de datos, anteriormente clasificadas en varias categorías diferentes de industria manufacturera y servicios.

Los principales agregados industriales (conocidos como grandes sectores industriales), que figuran en la sección 5 del anejo estadístico del Boletín Mensual, se siguen publicando con el mismo nombre. Sin embargo, se actualizará la composición de algunos de estos agregados. Por ejemplo, la edición, anteriormente incluida en el agregado del sector de bienes de consumo no duradero, se clasifica ahora como servicio.

El año base de los indicadores a corto plazo se actualiza a 2005 = 100

La mayor parte de los indicadores a corto plazo se expresan como índices, en los que se utiliza un año base fijo para agregar datos más detallados. De acuerdo con las convenciones internacionales, estas ponderaciones deberían actualizarse al menos cada cinco años, en los años que terminan con un 0 o un 5. En consecuencia, el 2005 es el nuevo año base para toda la zona del euro y han variado las ponderaciones de los componentes de los precios industriales y de la producción industrial (tal y como se indica en el cuadro A).

Para los precios industriales, en los que la ponderación se basa en el volumen de negocios, la mayor ponderación de la energía (+7,1 puntos porcentuales) se compensa, principalmente, con la menor ponderación de los bienes de consumo (-4,7 puntos porcentuales) y de los bienes intermedios (-1,6 puntos porcentuales). Para la producción industrial, en la que la ponderación se basa en el valor añadido, en el 2005 la ponderación de los bienes de equipo (+2 puntos porcentuales) es la que tiene un mayor aumento a expensas de la de los bienes de consumo (-2,6 puntos porcentuales). El componente de energía se mantiene sin cambios en el 11%.

Cuadro A Ponderación de los indicadores económicos a corto plazo de la zona del euro en el 2005 y variación en relación con la ponderación registrada en el 2000

(en porcentaje; puntos porcentuales)	Precios industriales		Producción industrial	
	2005	Variación en relación con el 2000	2005	Variación en relación con el 2000
Total, excluida construcción	100,0	0,0	100,0	0,0
<i>Del cual:</i> Manufacturas	83,2	-6,2	89,9	-0,4
Bienes intermedios	30,0	-1,6	36,8	0,6
Bienes de equipo	20,3	-0,8	28,8	2,0
Bienes de consumo	24,9	-4,7	23,5	-2,6
<i>De los cuales:</i> Bienes de consumo duradero	3,0	-1,0	3,5	-0,9
Bienes de consumo no duradero	21,9	-3,7	20,0	-1,7
Energía	24,7	7,1	11,0	0,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos son provisionales.

Cuadro B Revisiones de los indicadores económicos a corto plazo de la zona del euro tras la aplicación de la NACE Revisión 2 y el cambio de año base

(en puntos porcentuales)

	Precios industriales		Producción industrial	
	Revisión media	Intervalo de las revisiones	Revisión media	Intervalo de las revisiones
Total, excluida construcción	0,2	-0,2 a 0,4	-0,2	-0,9 a 0,5
<i>Del cual:</i> Manufacturas	-0,1	-0,4 a 0,2	-0,2	-1,5 a 0,8
Bienes intermedios	0,2	-0,3 a 0,6	0,1	-0,6 a 1,0
Bienes de equipo	-0,3	-0,8 a 0,2	-0,1	-1,8 a 1,0
Bienes de consumo	0,0	-0,4 a 0,4	-0,4	-1,8 a 1,1
<i>De los cuales:</i> Bienes de consumo duradero	-0,2	-0,7 a 0,2	-0,3	-2,2 a 2,3
Bienes de consumo no duradero	0,0	-0,4 a 0,5	-0,5	-1,8 a 1,3
Energía	0,8	-0,3 a 2,1	0,5	-1,0 a 1,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos son provisionales. Las cifras se refieren a las revisiones de las tasas mensuales anualizadas en el período 2006-2008.

Los datos anteriores al 2006 se han revisado también, aunque es más probable que se vuelvan a revisar en los próximos meses.

Para el comercio al por menor y sus dos componentes principales (que no figuran en el cuadro), la ponderación de los productos alimenticios ha disminuido en -0,8 puntos porcentuales, hasta el 42,9%, mientras que la ponderación de los productos no alimenticios se sitúa ahora en el 57,1%. Para los dos componentes principales de la construcción (que tampoco figuran en el cuadro), la ponderación de la construcción de edificios se ha elevado considerablemente, en 12,1 puntos porcentuales, hasta el 77,9%, mientras que la ponderación de la ingeniería civil se sitúa ahora en el 22,1%.

Incidencia en los principales agregados de los indicadores

Las citadas modificaciones de la clasificación de la NACE y la actualización del año base han dado lugar a las revisiones de los indicadores que se señalan en el cuadro B. En general, el índice de precios industriales se ha revisado en menor medida que el índice de producción industrial. Además, como es habitual, las revisiones del total de la industria son ligeramente menores que las de algunos de los principales componentes. Las revisiones de las ventas al por menor (que no figuran en el cuadro) y de la producción industrial son de una magnitud similar, mientras que las revisiones del total de la construcción y de sus dos principales componentes (que tampoco figuran en el cuadro) son ligeramente mayores.

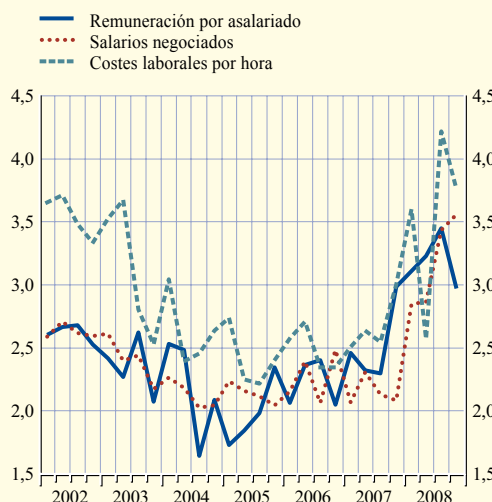
No pueden descartarse nuevas revisiones de las series temporales en los próximos meses, hasta la total aplicación de la NACE Revisión 2 a nivel nacional. En resumen, los beneficios derivados de la posibilidad de un análisis económico más perfeccionado y de disponer de unos indicadores a corto plazo más actualizados se obtienen a expensas de cierta incertidumbre temporal en cuanto a los resultados.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los datos estadísticos disponibles indican que persistió el pronunciado crecimiento de los salarios negociados en el último trimestre del 2008, aunque muestran también que están apareciendo señales de reducción de las presiones salariales (véanse gráfico 23 y cuadro 5). La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se elevó al 3,6% en el cuarto trimestre del año, desde el 3,4% del tercer trimestre. Sin embargo, la tasa correspondiente al cuarto trimestre estuvo determinada por unos pagos extraordinarios realizados en un país de gran tamaño de la zona del euro. Otros indicadores del crecimiento salarial registraron un descenso en el cuarto trimestre del año. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro disminuyó ligeramente, hasta el 3,8%, en el último trimestre del 2008. Si se tuviese en cuenta la caída de las horas trabajadas en el sector manufacturero como consecuencia del debilitamiento de la actividad económica, el crecimiento de los costes laborales por hora sería menor en el cuarto trimestre. Por sectores, se observa que la reducción de los costes laborales por hora fue más acusada en el sector servicios, como resultado, probablemente, del menor número de horas trabajadas, así como del mayor coste de los despidos, en el sector industrial y en el de la construcción (véase gráfico 24). La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado cayó al 3% en el cuarto trimestre del 2008, desde el 3,5% del tercer trimestre. Unido al crecimiento relativamente más pronunciado de los salarios negociados, ello podría sugerir que las empresas están tomando medidas para reducir los costes laborales. Al mismo tiempo, la productividad por asalariado disminuyó un 1,3% en el último trimestre del 2008, con respecto al 0% del trimestre anterior. En consecuencia, el crecimiento de los costes laborales unitarios se aceleró notablemente, desde el 3,4% del tercer trimestre del 2008, hasta el 4,3% del cuarto trimestre, alcanzando la tasa de crecimiento más elevada registrada en más de una década.

Gráfico 23 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

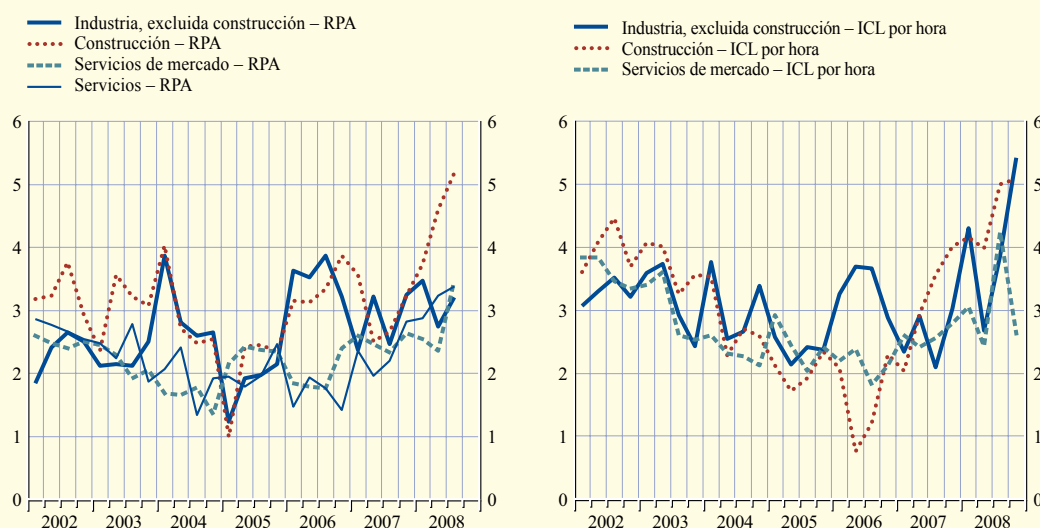
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV
Salarios negociados	2,1	3,2	2,1	2,8	2,9	3,4	3,6
Costes laborales totales por hora	2,7	3,5	3,0	3,5	2,6	4,2	3,8
Remuneración por asalariado	2,5	3,2	3,0	3,1	3,2	3,5	3,0
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,8	0,0	0,4	0,6	0,3	0,0	-1,3
Costes laborales unitarios	1,7	3,2	2,5	2,5	2,9	3,4	4,3

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 24 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia. RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Según la estimación de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro volvió a disminuir, hasta el 0,6%, en marzo del 2009, desde el 1,2% de febrero. El descenso de la inflación observado desde el pasado verano refleja, principalmente, la fuerte caída de los precios internacionales de las materias primas registrada en este período. Además, están apareciendo crecientes señales de una reducción más generalizada de las presiones inflacionistas.

Los efectos de base derivados del pasado comportamiento de los precios de la energía desempeñarán un papel importante en la evolución a corto plazo del IAPC. En consecuencia, se espera que las tasas de inflación interanual sigan disminuyendo en los próximos meses, hasta alcanzar temporalmente niveles negativos a mediados de año, para volver a aumentar posteriormente. Desde una perspectiva a más largo plazo, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga por debajo del 2% en el 2010, como reflejo, principalmente, de la atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países. La esperada volatilidad del IAPC en el transcurso del año no ha afectado a las expectativas de inflación a medio y largo plazo, que permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Aunque en el Boletín Mensual de mayo del 2009 se publicarán los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al segundo trimestre del 2009, en el recuadro 5 se explican cómo se forman las expectativas en esta encuesta.

Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados y se refieren, en particular, a riesgos relacionados con las perspectivas de actividad económica y con los precios de las materias primas.

Recuadro 5

¿CÓMO SE FORMAN LAS PREVISIONES EN LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA? RESULTADOS DE UN CUESTIONARIO ESPECIAL

En este recuadro se recogen los resultados de un cuestionario especial enviado a los participantes en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) en el otoño del 2008, en el contexto del décimo aniversario de esta encuesta, que empezó a realizarse en enero del año 1999¹. El objeto del cuestionario era obtener más información sobre la manera en que se forman las previsiones indicadas en la EPE. Al cuestionario contestaron 45 participantes en la EPE, que representan aproximadamente tres cuartas partes del número medio de respuestas recibidas en las encuestas periódicas (en torno a 60). Los encuestados que contestaron constituían una muestra transversal representativa de los participantes en la EPE por tipos de expertos en previsión: cerca de la mitad de las respuestas correspondieron a las instituciones financieras (frente a un promedio del 66% en las EPE periódicas). El cuestionario comprendía preguntas sobre la puntualidad de las previsiones y los métodos de predicción, especialmente en relación con la frecuencia de actualización de las previsiones, los modelos utilizados, la importancia de los juicios de valor, las distribuciones de probabilidad y los supuestos relativos a otras variables implícitas en las previsiones. Cabe observar que, en algunos casos, los porcentajes indicados pueden sumar más del 100%, dado que los encuestados indican más de una categoría.

Frecuencia de actualización de las previsiones recogidas en la EPE

La mayoría de encuestados (84%) contestó que actualiza sus previsiones periódicamente con arreglo a un calendario (por ejemplo, al inicio del mes, al final del trimestre, etc.), el 30% indicó que las actualiza cuando se producen determinados acontecimientos o se publican datos importantes, y una elevada proporción de encuestados (cerca de una tercera parte) señaló que las previsiones se actualizan con arreglo a un calendario o en función de los acontecimientos o de la publicación de datos, según sea el caso.

Entre los encuestados que actualizan sus previsiones periódicamente con arreglo a un calendario, más del 50% indicó que las actualiza con periodicidad trimestral, el 35% con periodicidad mensual, y en torno al 10% menos frecuentemente (por ejemplo, dos o tres veces al año). Dos encuestados señalaron que las actualizan «de forma continuada».

La mayoría de encuestados contestó que en cada EPE reflejan su última previsión disponible, sólo una pequeña proporción (menos del 10%) señaló que elabora una nueva previsión para la encuesta, y en torno a una cuarta parte indicó que puede que actualice parcialmente sus previsiones para responder a la EPE. En conjunto, dada la elevada frecuencia de las actualizaciones periódicas y en vista de que los encuestados declaran que ajustan también sus predicciones o elaboran nuevas previsiones en circunstancias excepcionales, puede considerarse que las respuestas muestran una puntualidad bastante elevada.

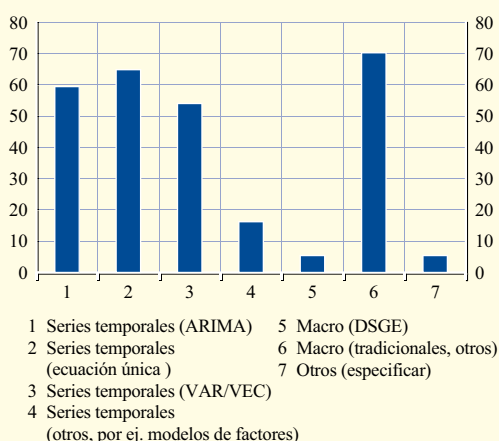
Técnicas y modelos de previsión

En el cuestionario se preguntaba a los participantes en la EPE qué modelos utilizan para las previsiones. También se les pedía que asignasen unas ponderaciones aproximadas, es decir, unos porcentajes,

¹ Pueden consultarse el modelo de cuestionario y un resumen más detallado de los resultados en la dirección del BCE en Internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>.

Gráfico A ¿Qué clases de modelo utilizan para las previsiones?

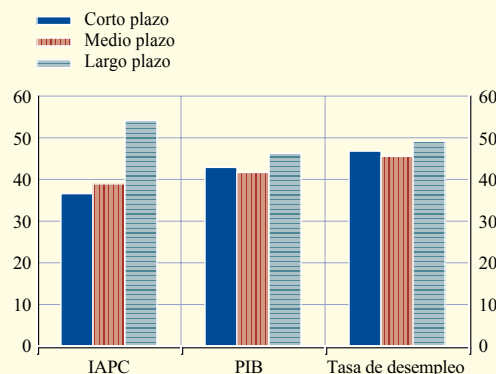
(porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE.

Gráfico B Importancia de los juicios de valor aplicados a la previsión

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

a la importancia relativa de los modelos y de los juicios de valor. Tal y como se señala en el propio cuestionario, es preciso tener en cuenta que las respuestas a esta pregunta sólo pueden ser aproximadas y que pueden variar con el tiempo.

Por lo que se refiere a la utilización de modelos de previsión, el cuestionario señala varios tipos de modelos: modelos de series temporales [que incluyen los modelos autorregresivo integrado de medias móviles (ARIMA), de ecuación única, y de vector autorregresivo (VAR) o de corrección de errores vectoriales (VEC)], modelos macro tradicionales de oferta y demanda, y modelos de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE). Las respuestas indican que el tipo de modelo que prefieren los encuestados varía según el horizonte de la previsión y la variable objeto de la predicción. La encuesta revela un patrón según el cual los modelos de series temporales se utilizan más para los horizontes a corto plazo y las previsiones de inflación, mientras que los modelos macro tradicionales de oferta y demanda se emplean en mayor medida para los horizontes a largo plazo y algo más para la previsión del PIB real y de la tasa de desempleo.

Un análisis más detallado de los tipos de modelos utilizados para las previsiones muestra que la mayoría de encuestados (en torno al 85%) contesta que emplea al menos un tipo de modelo de series temporales. Tres de estos modelos se utilizan bastante extensamente: el ARIMA, la ecuación única y los modelos VAR o VEC (véase gráfico A). Un número más reducido de expertos emplea otros modelos de series temporales, como los modelos de factores. La mayor parte de los encuestados que utilizan modelos de series temporales indica que emplea uno o varios de estos modelos. Casi el 70% de encuestados señala que utiliza los modelos macro tradicionales de oferta y demanda, mientras que un número muy reducido de expertos emplea los modelos DSGE o algún otro tipo de modelo no incluido entre los especificados.

En lo que respecta al papel atribuido a los juicios de valor, los resultados muestran que, en promedio, los encuestados consideran que el 45% de sus predicciones son previsiones basadas en juicios

de valor². No se aprecian diferencias significativas en la utilización relativa de los juicios de valor entre las variables y los horizontes temporales, salvo en el caso de la inflación (véase gráfico B). Las previsiones de inflación a corto plazo (hasta un año) basadas en juicios de valor representan en torno al 37%, y las previsiones a largo plazo (a cinco años vista) alcanzan el 54%. Las previsiones del PIB real basadas en juicios de valor (44%) son, en promedio, algo inferiores a las de la tasa de desempleo (47%). Para ambas variables, no se observan diferencias apreciables entre los horizontes temporales, aunque las previsiones se basan algo más en los juicios de valor para los horizontes a más largo plazo.

Distribuciones de probabilidad y estimaciones correspondientes

En el cuestionario se preguntaba también a los encuestados cómo establecían sus distribuciones de probabilidad relativas a la inflación, el PIB y el desempleo. Una gran mayoría (79%) de encuestados contestó que las distribuciones de probabilidad se estimaban en base a juicios de valor, el 17% indicó que se basaban en modelos y un número reducido de encuestados señaló que se basaban en una forma funcional (habitualmente, la distribución normal estándar).

Asimismo, se solicitaba a los encuestados que especificasen si la predicción indicada era la previsión media, la previsión modal o la previsión mediana³. Las respuestas revelaron que la estimación indicada correspondía a la previsión media de la distribución de probabilidad para una clara mayoría de expertos (75%), a la previsión mediana para casi el 20%, y a la previsión modal para un número reducido de encuestados (7%). Algunos expertos indicaron que, dependiendo del entorno económico, podían desviarse también de la medida indicada habitualmente, utilizando, por ejemplo, la modal o la mediana, en lugar de la media.

Otras variables y supuestos condicionantes

Por lo que respecta a los supuestos «externos», la mayor parte de los encuestados formulan previsiones internas para los precios del petróleo, los tipos de cambio, los tipos de interés y el crecimiento salarial. Las previsiones internas de los precios del petróleo se complementan con frecuencia con datos del mercado, por ejemplo, los tipos *forward* o *spot*. Algunos expertos indican que utilizan previsiones externas para complementar y contrastar las previsiones internas. En cuanto a la utilización de otras fuentes, un número reducido de encuestados emplea reglas automáticas (por ejemplo, un paseo aleatorio). Estas respuestas sugieren que, como se subraya siempre en los resultados de la EPE, éstos reflejan un conjunto relativamente dispar de opiniones y supuestos subjetivos.

En resumen, los resultados de la EPE muestran que las respuestas se caracterizan por una puntualidad bastante elevada y que las previsiones se basan en supuestos heterogéneos, generados de forma

2 Cabe observar que algunos encuestados indican que su previsión se basa enteramente en juicios de valor. Un análisis de las respuestas muestra que éstas pueden reflejar dos tipos de comportamiento. Algunos expertos no utilizan modelos para ciertas variables o determinados horizontes temporales, y su previsión se basa en la opinión oficial de su institución. Otros utilizan modelos, pero consideran que el resultado final se basa en juicios de valor, debido a que su previsión inicial basada en modelos puede ajustarse en cualquier dirección y medida, dependiendo de sus opiniones subjetivas. En este contexto, la importancia de los juicios de valor indicada puede ser algo exagerada.

3 La previsión media es la media ponderada de todos los resultados posibles, en la que las ponderaciones corresponden a la probabilidad asignada por los encuestados a cada resultado. La previsión modal es la previsión más probable, aunque no refleja necesariamente los riesgos relativos al resultado más probable. La previsión mediana es el resultado que presenta un 50% de probabilidad por encima y un 50% por debajo del mismo. Si la distribución de probabilidad es simétrica, las tres medidas coinciden y se considera que los riesgos están equilibrados. Si no es simétrica, se considera que existen riesgos alcistas si la previsión media es superior a la previsión mediana, que será, a su vez, superior a la previsión modal.

predominante en la empresa. Además, aunque se utilizan ampliamente modelos tanto estructurales como de series temporales, las previsiones se basan también en juicios de valor. Esto ocurre, en particular, en las distribuciones de probabilidad. Por lo tanto, a la hora de analizar e interpretar los resultados agregados o individuales de la EPE, es muy importante tener cuenta el carácter heterogéneo de las previsiones recogidas en la encuesta.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El ritmo de actividad en la zona del euro disminuyó de forma acusada en el segundo semestre del 2008 al trasladarse progresivamente las tensiones existentes en el sector financiero a la economía real. Los datos disponibles y los indicadores procedentes de las encuestas sugieren que la actividad económica en la zona ha mantenido su debilidad a comienzos del 2009. Es probable que la actividad continúe siendo muy moderada hasta finales de año, pero se espera que se recupere gradualmente en el 2010. La notable caída observada en los precios de las materias primas desde el verano del 2008 está sosteniendo la renta real disponible y, por lo tanto, el consumo. Además, tanto la demanda exterior como la demanda interna deberían resultar favorecidas por los efectos de los importantes planes de estímulo macroeconómico que se han puesto en marcha, así como por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero dentro y fuera de la zona del euro. Los riesgos para estas perspectivas de crecimiento económico parecen estar, en general, equilibrados.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

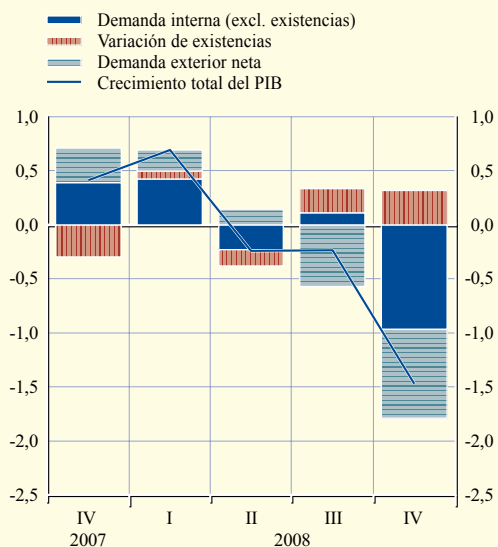
El ritmo de actividad en la zona del euro disminuyó de forma acusada hacia finales del 2008 y comienzos del 2009. El PIB real se redujo moderadamente en el segundo y tercer trimestres del 2008 y, posteriormente, se contrajo de modo más pronunciado en el último trimestre del año, cayendo un 1,5% en tasa intertrimestral (véase gráfico 25). Las encuestas y los indicadores mensuales apuntan a una contracción de la actividad igualmente importante en el primer trimestre del 2009.

Eurostat publicó las primeras estimaciones de la desagregación del PIB por componentes de gasto el 5 de marzo. Sin embargo, tras la recepción de datos nacionales actualizados y, sobre todo, de la publicación de los resultados trimestrales y anuales en Italia, Eurostat decidió, excepcionalmente, publicar una reestimación de la desagregación por componentes, antes de la estimación habitual (prevista para el 7 de abril). Las cifras de esta reestimación apuntaban a un mantenimiento de la atonía de la demanda interna, excluida la variación de existencias, como consecuencia de una caída del consumo y de una marcada reducción de la inversión, que se vio contrarrestado, en parte, por un modesto aumento del consumo público. Según estas cifras revisadas, las exportaciones y las importaciones han disminuido de forma muy significativa, debido al desplome del comercio mundial, y la demanda exterior neta redujo el crecimiento del PIB en 0,8 puntos porcentuales. La variación de existencias contribuyó al crecimiento en 0,3 puntos porcentuales.

El consumo privado cayó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2008. La evolución reciente de los indicadores de gasto en consumo ofrecía señales ligeramente contradictorias acerca del gasto de los hogares a comienzos del 2009. Por una parte, la evolución del comercio al por menor

Gráfico 25 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

apuntaba a un mantenimiento de la debilidad. El volumen de ventas del comercio al por menor no varió en enero y, en términos de medias móviles de tres meses, el crecimiento de las ventas del comercio al por menor siguió siendo negativo (véase gráfico 26). La confianza de los consumidores también indicaba que las perspectivas del gasto en consumo seguían siendo moderadas. La confianza de los hogares cayó de nuevo en marzo y se situó en niveles históricamente bajos. Sin embargo, en febrero las matriculaciones de automóviles registraron un crecimiento muy fuerte, en términos intermensuales. En cierta medida, el sustancial incremento observado en las matriculaciones fue consecuencia del efecto de los incentivos fiscales en Alemania, que fomentaron la compra de automóviles. En general, el patrón del gasto agregado de los hogares a comienzos del 2009 sigue siendo poco claro.

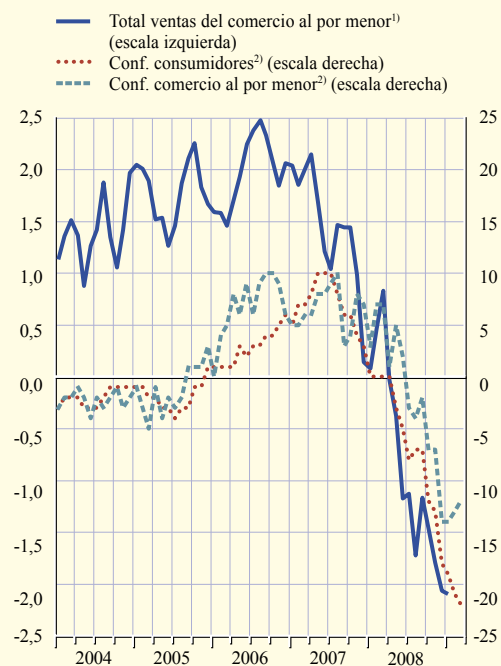
De cara al futuro, se espera que el consumo mantenga su moderación en el corto plazo. Aunque las notables caídas observadas en los precios de las materias primas han dado un gran impulso al poder adquisitivo de los hogares, su riqueza ha disminuido y se espera que el deterioro de los mercados laborales afecte a la rentas del trabajo en los próximos meses. La persistencia de la incertidumbre económica y la debilidad observada en la confianza de los consumidores probablemente sigan reduciendo al gasto de los hogares.

La formación bruta de capital fijo registró un fuerte descenso en el cuarto trimestre del 2008, cayendo un 3,7%, en tasa intertrimestral. El desglose de la inversión indicaba una reducción intertrimestral del 6% en la inversión, excluida la construcción. Los indicadores disponibles sugieren que la inversión empresarial siguió decreciendo a comienzos del 2009, y se observó una disminución significativa en la producción de bienes de equipo. La inversión empresarial se ha desacelerado a medida que la debilidad de la demanda ha hecho caer la rentabilidad, las presiones sobre la capacidad productiva se han atenuado y el endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos ha incrementado los costes de financiación y reducido la disponibilidad de fondos. Además, la intensificación de la incertidumbre acerca de las perspectivas económicas parece haber contraído la inversión empresarial. Las encuestas y la evidencia anecdótica procedente de las sociedades no financieras de la zona del euro apuntan a un aplazamiento general de la inversión, que hará que la actividad decaiga aún más en el corto plazo.

La inversión en construcción también se redujo en el cuarto trimestre del 2008 (1,5%). La contracción de la inversión en construcción refleja, en parte, el ajuste que se está llevando a cabo en este momento en los mercados de la vivienda de varios países de la zona del euro y que ha frenado la inversión residencial.

Gráfico 26 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: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.
1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables.
2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

La caída del producto agregado en el cuarto trimestre tuvo su origen en el descenso del valor añadido en todas las ramas de actividad. El valor añadido de la industria, excluida la construcción, se redujo un 5,4%, en tasa intertrimestral, mientras que el valor añadido de la construcción disminuyó un 1,8%. El descenso observado en el valor añadido de los servicios fue menor, y supuso un 0,4% en tasa intertrimestral. Tomados en conjunto, estos retrocesos constituyeron una de las mayores caídas intertrimestrales de la actividad agregada en la zona del euro desde 1970. El recuadro 6 sitúa la evolución reciente de la actividad en la zona del euro en una perspectiva histórica, al comparar la evolución de la actividad reciente en la industria y en los servicios con periodos de recesión anteriores.

Recuadro 6

COMPARACIÓN DE LA ACTUAL RECESIÓN DE LA ECONOMÍA DE LA ZONA DEL EURO, Y DE SUS DOS RAMAS DE ACTIVIDAD PRINCIPALES, CON ANTERIORES PERÍODOS DE RECESIÓN

Los datos del PIB más recientes indican que la recesión en la zona se ha intensificado significativamente en el último trimestre del 2008. El PIB de la zona se contrajo un 1,5% en tasa intertrimestral, tras observarse descensos intertrimestrales de menor magnitud, del 0,2% y del 0,3%, en los dos trimestres anteriores. La contracción del 1,5% que se produjo en el cuarto trimestre representa una de las mayores caídas registradas en el PIB de la zona desde 1970. Solamente se observó una contracción más acusada en la recesión de 1974-1975, cuando el PIB registró un retroceso intertrimestral del 1,6% en el cuarto trimestre de 1974. Teniendo en cuenta lo anterior, en este recuadro se enmarca en una perspectiva histórica la evolución reciente de la actividad de la zona del euro hasta el cuarto trimestre del 2008 y se compara con anteriores periodos de recesión en la zona desde 1970. La evolución reciente de la actividad en las dos ramas económicas principales —industria y servicios— también se compara con la observada en anteriores periodos de recesión.

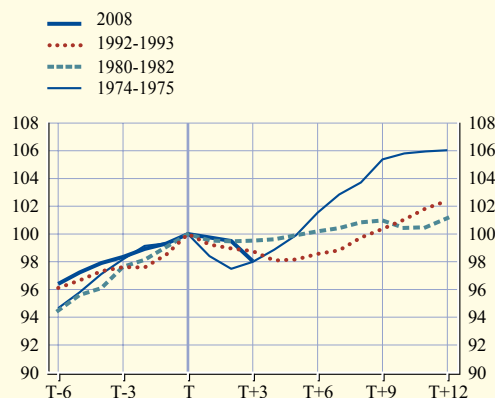
El PIB real de la zona del euro en las distintas recesiones

Por regla general, y debido a su simplicidad, los medios de comunicación suelen considerar que periodos de dos trimestres consecutivos con tasas de crecimiento intertrimestral negativas constituyen una recesión. Sin embargo, no existe un enfoque mecánico universalmente aceptado para datar una recesión. En general, las recesiones se fechan utilizando un conjunto amplio de variables, en el que un descenso significativo en el nivel de actividad económica general constituye un elemento esencial. Así pues, una recesión se inicia inmediatamente después de que una economía alcance su máximo cíclico y termina cuando la economía se sitúa un su mínimo cíclico. En la zona del euro, un grupo privado, el Comité de Datación de los Ciclos Económicos en la Zona del Euro del Centre for Economic Policy Research (CEPR), ha identificado hasta el momento tres recesiones en la economía de la zona del euro: desde el tercer trimestre de 1974 hasta el primer trimestre de 1975, desde el primer trimestre de 1980 hasta el tercer trimestre de 1982 y desde el primer trimestre de 1992 hasta el tercer trimestre de 1993. Además, el periodo comprendido entre el primer trimestre del 2003 y el segundo trimestre del mismo año se ha caracterizado como «una pausa prolongada en el crecimiento de la actividad económica más que como una verdadera recesión»¹. En lo que se refiere a la actual recesión, el CEPR ha manifestado recientemente que se inició en el primer trimestre del 2008.

¹ Véase <http://www.cepr.org/data/dating>.

Gráfico A Comparación del PIB de la zona del euro en las distintas recesiones

(índice: T = 100; datos trimestrales)

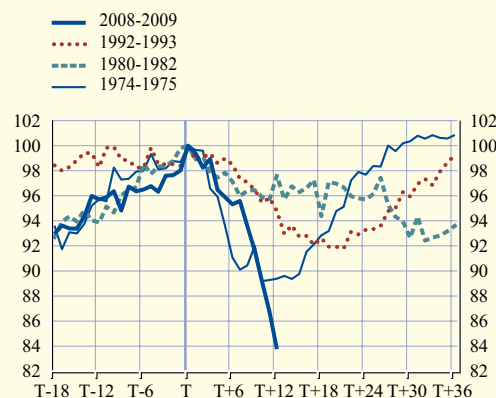


Fuentes: Eurostat, base de datos del modelo para el conjunto de la zona del euro (AWM) y cálculos del BCE.

Nota: La T representa el máximo de la actividad antes de que se produzcan las recesiones respectivas. Las fechas de los máximos cíclicos son III 1974, I 1980, I 1992 y I 2008.

Gráfico B Comparación de la producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) en las distintas recesiones

(índice: T = 100; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Nota: La T representa el máximo de la producción industrial antes de que se produzcan las recesiones respectivas. Las fechas de los máximos cíclicos son junio de 1974, febrero de 1980, noviembre de 1991 y enero del 2008.

En el gráfico A se presenta una comparación de la evolución del PIB de la zona del euro durante la actual recesión, hasta el cuarto trimestre del 2008, con la de recesiones anteriores, donde T marca el máximo de los ciclos respectivos. Esta comparación pone de relieve la singularidad de cada una de las recesiones anteriores en cuanto a su extensión, patrón y gravedad. La recesión de los años setenta, que se extendió a lo largo de dos trimestres, fue acusada, pero relativamente corta. La de los años noventa fue algo menos profunda, pero al mismo tiempo mucho más prolongada, mientras que la recesión menos pronunciada, y que fue seguida por una fase de expansión lenta, se registró en los años ochenta.

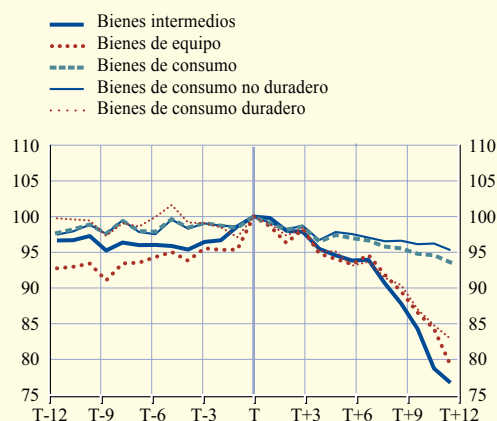
En la actual recesión, tras dos trimestres de suaves descensos, la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008 aceleró considerablemente la contracción del PIB de la zona del euro en el cuarto trimestre del 2008. La actual recesión, hasta el cuarto trimestre del 2008, ya ha durado más que la recesión de los años setenta y las pérdidas de producto ocurridas entre el máximo y el mínimo cíclicos son, hasta ese mismo trimestre, más importantes que las de la recesión de los años ochenta, similares a las de la recesión de los noventa y relativamente cercanas en magnitud a la recesión de los años setenta. Además, si se considera la situación más allá del cuarto trimestre del 2008, la muy adversa trayectoria actual de los indicadores económicos a corto plazo para los tres primeros meses del 2009 indica que la evolución hasta el primer trimestre de este año podría convertir la recesión actual en la más grave de todas las registradas desde 1970 en términos de pérdidas de producto entre el máximo y el mínimo cíclicos.

Actividad en las ramas industrial y de servicios en las distintas recesiones

Si se considera el patrón de evolución de la actividad durante las recesiones en las dos ramas económicas principales, se pone de manifiesto que la industria, que se caracteriza por ser muy cíclica, ha sido el principal determinante de las caídas del PIB observadas durante todas las recesiones (véanse gráficos B y D). Por el contrario, el crecimiento de la rama de servicios, que representa, con el 70%, una proporción mucho mayor del valor añadido en la zona del euro que la industria (20%), suele desacelerarse

Gráfico C Comparación de la producción en las principales ramas de actividad durante la recesión actual

(índice: T = 100; datos mensuales)

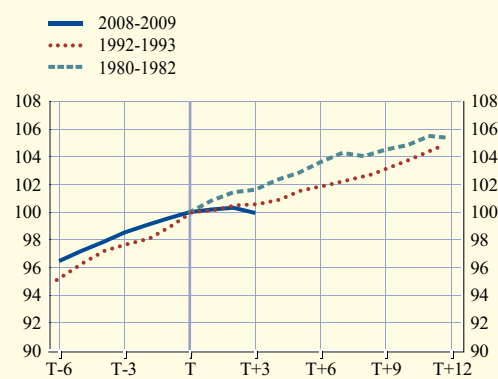


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La T representa el máximo del total de producción industrial antes de la recesión del 2008 (enero del 2008).

Gráfico D Comparación del valor añadido de los servicios en la zona del euro en las distintas recesiones

(índice: T = 100; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La T representa el máximo del PIB antes de que se produzcan las recesiones respectivas. Las fechas de los máximos cíclicos son 1 1980, 1 1992 y 1 2008.

durante las recesiones, aunque la actividad en este sector muy rara vez se reduce realmente. Si bien la rama de servicios también incluye componentes que muestran un grado de ciclicidad relativamente elevado, como las categorías de comercio y de transporte, los servicios, en general, y los servicios públicos como sanidad y educación, en particular, tienden a mostrar fluctuaciones mucho menores que la industria.

La comparación de la evolución de la producción industrial en la zona del euro (excluida la construcción) en las distintas recesiones muestra que el descenso observado en la actividad industrial desde su máximo cíclico en la actual recesión era ya, hasta enero del 2009, claramente más pronunciado que en cualquiera de las recesiones anteriores. La reducción de la producción en los últimos años fue generalizada en las principales ramas de actividad, aunque las caídas más acusadas se registraron en los bienes intermedios (véase gráfico C). Asimismo, la producción de bienes de equipo experimentó una fuerte disminución, pero las considerables carteras de pedidos existentes al inicio de la recesión pueden haber ayudado ligeramente a mitigar la contracción en la producción en ese sector. Por otra parte, en línea con recesiones anteriores, la producción de bienes de consumo disminuyó también, aunque de forma más moderada que en otras ramas, lo que muestra la menor ciclicidad de la demanda de estos bienes. Ello es consecuencia de caídas de menor magnitud en la producción de bienes de consumo no duradero, mientras que la contracción de la producción en la pequeña categoría de bienes de consumo duradero fue casi tan pronunciada como en la rama de bienes de equipo.

Resulta especialmente difícil efectuar una comparación de la actual recesión con períodos anteriores de recesión en lo que respecta a los servicios, pues sólo existen datos oficiales sobre el valor añadido de los servicios en la zona del euro desde 1995. Los datos correspondientes a períodos anteriores pueden aproximarse extrapolando hacia el pasado la serie temporal oficial hasta 1980 a partir de datos históricos de la zona del euro y de Alemania occidental, Francia, Italia y España. Durante la recesión de los años ochenta, el crecimiento de los servicios siguió siendo vigoroso. La evolución del valor añadido de los servicios

durante la actual recesión sigue, hasta el tercer trimestre del 2008, el mismo patrón observado en la recesión de los años noventa (véase gráfico D). En esta recesión, el crecimiento del valor añadido de los servicios en la zona del euro se situó en un promedio intertrimestral del 0,2% en los cuatro trimestres posteriores al máximo cíclico; más adelante, volvió a recuperarse. El crecimiento medio de tres trimestres en la actual recesión se sitúa en el 0,0%, y las encuestas apuntan a una nueva desaceleración de la actividad en los servicios durante el primer trimestre del 2009. Ello convertiría a la actual recesión en la más grave registrada en la rama de servicios desde, al menos, 1980. Durante el pasado año, el comercio y los transportes, sobre todo, muestran tasas de crecimiento intertrimestrales negativas. Los servicios financieros y empresariales presentan una tasa de crecimiento negativa en el cuarto trimestre del 2008. Otros servicios, que incluyen en concreto los servicios públicos, siguen creciendo (véase gráfico E).

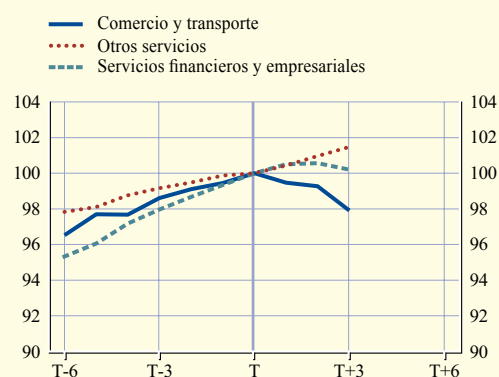
En resumen, cada período de recesión tiene un carácter único. Desde una perspectiva histórica, la recesión actual parece haber comenzado con suaves descensos. No obstante, la reducción de la actividad se aceleró considerablemente en el cuarto trimestre del 2008. Las caídas simultáneas del producto tanto en la zona del euro como fuera de ella y los efectos más generalizados de la crisis financiera se han conjugado y han provocado una recesión, que, en términos de pérdida de producto, parece que se está convirtiendo en la más grave, al menos, desde los años setenta. Aunque el producto en el sector manufacturero sufre, tradicionalmente, las caídas más importantes y la actividad en la rama de servicios suele desacelerarse, pero no disminuir, en la recesión actual se observan descensos simultáneos en los dos sectores. En la industria, estos descensos superan las caídas de mayor magnitud observadas desde los años setenta. La rama de servicios registra su peor comportamiento desde que se iniciaron las mediciones en los años ochenta.

Los indicadores mensuales sugieren que la actividad siguió mostrando una gran debilidad durante el primer trimestre del 2009. La producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) mantuvo una tendencia a la baja muy marcada en enero del 2009, y se registró una nueva caída mensual muy pronunciada, tras haberse observado acusados descensos también en los meses anteriores (véase gráfico 27). El hecho de que únicamente se disponga de datos de producción de un mes para el primer trimestre del 2009 sólo permite efectuar una evaluación muy aproximada de la evolución seguida en el trimestre en su conjunto. Sin embargo, la fuerte contracción de la producción registrada en enero, junto con el significativo carácter negativo del efecto arrastre derivado de las caídas observadas en la producción durante el cuarto trimestre del 2008, sugiere una nueva y considerable disminución de la actividad industrial en la zona del euro durante el primer trimestre del año.

La estimación publicada en enero con datos de producción también incluyó algunas revisiones de datos anteriores. Estas revisiones implican un máximo de producción ligeramente mayor en enero del 2008

Gráfico E Comparación de la evolución del valor añadido en los subsectores de servicios durante la recesión actual

(índice: T = 100; datos trimestrales)

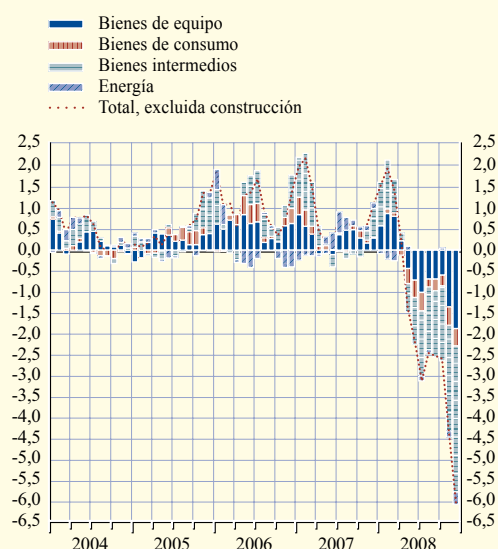


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La T representa el máximo del PIB antes de la recesión del 2008 (I 2008).

Gráfico 27 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

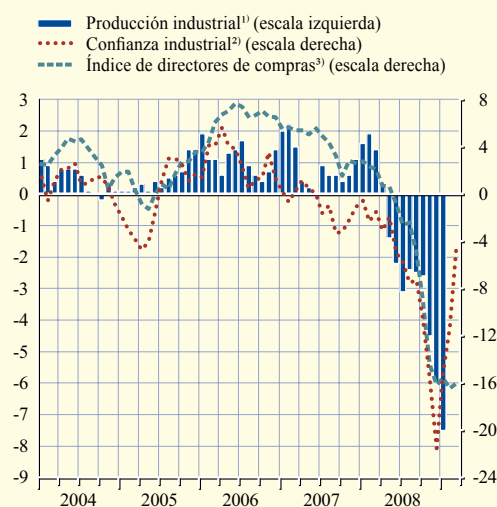


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores. Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Gráfico 28 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.

Notas: Todas las series se refieren a las manufacturas. Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos; variaciones en comparación con tres meses antes.

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

y un nivel de producción ligeramente menor en diciembre del 2008, es decir, una caída durante este período incluso más pronunciada de lo que se había estimado anteriormente. Algunas de estas revisiones están relacionadas con los cambios estadísticos que se han efectuado en la estimación de enero, en particular la adopción de la nueva clasificación de actividades económicas (NACE Rev.2), que se comentan en más detalle en el recuadro 4 de la sección 3.

Las encuestas de opinión confirman la extrema debilidad de las perspectivas a corto plazo e indican caídas muy significativas en la actividad en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico 28). Las encuestas a los directores de compras relativas a la actividad en la industria y en los servicios mejoraron ligeramente en marzo, y sobre todo en el primer trimestre del año han proporcionado algunas señales de estabilización, aunque en niveles muy reducidos. Lo anterior podría ofrecer, al menos, indicios provisionales de que el ritmo de deterioro económico se ha estabilizado a comienzos del 2009. Por el contrario, la encuesta de la Comisión relativa a la confianza de la industria y los servicios no ha mostrado señales de que se haya desacelerado el ritmo. La confianza de estos dos sectores registró nuevas caídas en marzo.

MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo en la zona del euro siguió deteriorándose en los últimos meses. El empleo cayó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2008 (véase cuadro 6). La desagregación del empleo por sectores se publicará a comienzos de abril. De cara al futuro, las encuestas sobre las expectativas de creación de empleo de las empresas indican el mante-

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

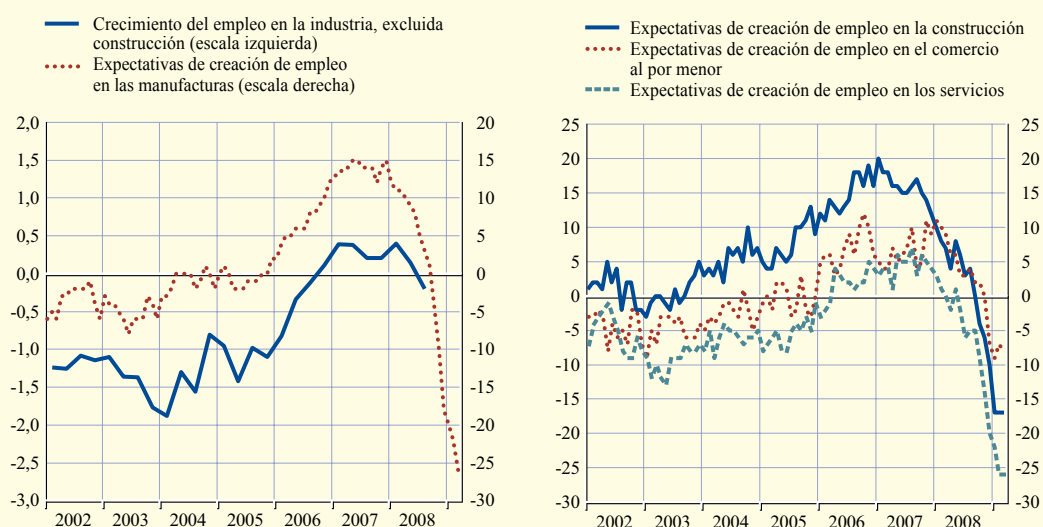
Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

nimiento de unas perspectivas de empleo muy moderadas durante los próximos meses (véase gráfico 29). En marzo, el índice de expectativas de creación de empleo de la encuesta a los directores de compras cayó en el sector industrial y, aunque registró una ligera recuperación en la rama de servicios, se mantuvo en niveles muy reducidos, lo que indica que las empresas han efectuado una reducción significativa del factor trabajo. Las encuestas de la Comisión Europea sobre las expectativas de creación de empleo también registraron caídas generalizadas en marzo, siendo éstas especialmente intensas en la industria (excluida la construcción) y algo más moderadas en los servicios.

Gráfico 29 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

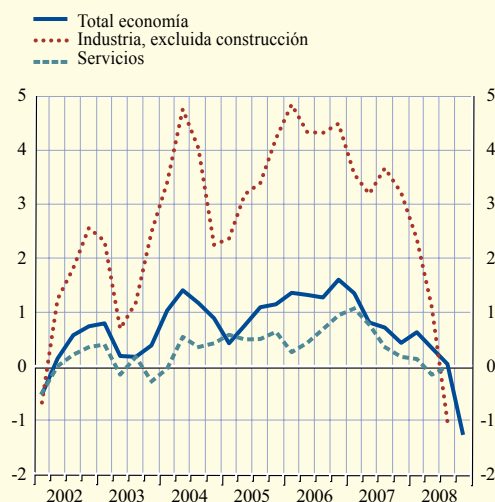


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Notas: Los saldos netos están ajustados a la media. Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Gráfico 30 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)

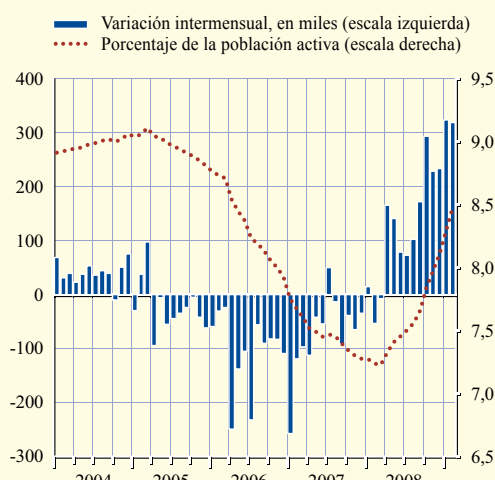


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Gráfico 31 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Al contraerse la actividad, la productividad del trabajo también disminuyó en el cuarto trimestre del 2008, decreciendo un 1,2% en tasa intertrimestral. En el tercer trimestre del 2008, también se observó un descenso del 0,1%. Las últimas estimaciones situaban la tasa interanual de crecimiento de la productividad en el -1,3% (véase gráfico 30). Los últimos datos del índice de productividad de la encuesta a los directores de compra sugieren que continúa desacelerándose el crecimiento de la productividad del trabajo.

La tasa de paro de la zona del euro se elevó hasta el 8,5% en febrero, 0,2 puntos porcentuales más que en el mes anterior, tras una revisión al alza de 0,1 puntos porcentuales de la cifra correspondiente a enero del 2009 (véase gráfico 31). El aumento de la tasa de desempleo en febrero representó el undécimo incremento mensual consecutivo y supone 319.000 parados más en la zona del euro. La subida observada en la tasa correspondiente a la zona del euro obedece a alzas generalizadas de la tasa de paro en todos los países pertenecientes a la zona, especialmente en España e Irlanda (ambos con aumentos de 7 puntos porcentuales). Las tasas de desempleo en Francia y Alemania también se incrementaron en 0,1 puntos porcentuales. El reciente aumento del paro en la zona del euro pone de relieve la necesidad de que los Gobiernos avancen en la aplicación de medidas relativas a los mercados de trabajo que favorezcan la reincorporación al mercado, contribuyan a contener el incremento del paro y respalden la recuperación. En el recuadro 7 se examinan las directrices para abordar los desafíos económicos a largo plazo mediante reformas estructurales, tal y como se prevé en la estrategia de Lisboa para el crecimiento y el empleo.

PRIORIDADES DE LAS POLÍTICAS ESTRUCTURALES EN LA ZONA DEL EURO

En los últimos meses, las políticas económicas se han centrado en la adopción de medidas a corto plazo para contener el impacto de la crisis de los mercados financieros en la economía real. Las políticas económicas nacionales han seguido los principios recogidos en el Plan europeo de recuperación económica¹. En cuanto al largo plazo, la estrategia de Lisboa para el crecimiento y el empleo también proporciona directrices sobre el modo de abordar los retos económicos a largo plazo mediante reformas estructurales. En este contexto, el Consejo Europeo aprobó recientemente una actualización de las recomendaciones sobre política económica específicas para cada país². En este recuadro se presentan y se evalúan las prioridades de las políticas estructurales en la actual situación, como también se recoge en la actualización de las recomendaciones³.

Las recomendaciones para los países de la zona del euro destacan cinco retos en materia de política económica que exigen que se acelere la puesta en marcha de las reformas:

1. Aplicación de la legislación comunitaria sobre servicios financieros y profundización de la cooperación en la prevención, gestión y resolución de crisis

El impacto de la crisis financiera actual ha exigido un examen completo de los marcos de regulación y supervisión de los mercados financieros. En octubre del 2007, el Consejo ECOFIN acordó una lista de medidas que habrían de adoptarse en el 2008 a más tardar. Estas medidas se centraban en: (1) aumentar la transparencia; (2) mejorar los procesos de valoración, en particular de los instrumentos financieros complejos o ilíquidos; (3) fortalecer el funcionamiento del mercado, concretamente mediante el análisis del papel de las agencias de calificación crediticia y el modelo «originar para distribuir»; y (4) mejorar el marco prudencial y la gestión de riesgos de los bancos.

Desde una perspectiva reguladora, el foco de atención principal en la UE debería ser la aplicación puntual de las modificaciones de la Directiva de requerimientos de capital (DRC) que se refieren al régimen de grandes riesgos, al establecimiento de colegios supervisores, el aumento de la calidad del capital de los bancos, a la mejora de la gestión del riesgo de liquidez y al tratamiento de los riesgos derivados de la titulización. Se están debatiendo actualmente otras modificaciones de la DRC con respecto, entre otros asuntos, a los requerimientos de capital para la cartera de negociación, la titulización y la eliminación de las opciones y medidas discrecionales nacionales. Además, con vistas a someter a la adecuada regulación y supervisión a todas las instituciones, mercados e instrumentos que son sistémicamente relevantes o que tienen un papel fundamental en el funcionamiento del mercado, la Comisión Europea ya ha presentado propuestas para adoptar una regulación hecha a medida en relación con las agencias de calificación crediticia y ha anunciado iniciativas adicionales que tratan de los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y de los mercados de derivados OTC.

1 Comunicación de la Comisión Europea para el Consejo Europeo: Un plan europeo de recuperación económica, 26 de noviembre de 2008.

2 Contribución del Consejo (ECOFIN) al Consejo Europeo de Primavera 2009: Recomendaciones integradas específicas para cada país.

3 Las recomendaciones se basan en las áreas prioritarias identificadas en las Directrices integradas para el crecimiento y el empleo para el período 2008-2010 y en los principios del Plan europeo de recuperación económica. Para información más detallada sobre las directrices integradas y sobre los retos de política económica a largo plazo, véase el recuadro titulado «La actualización del 2008 de las directrices integradas de la estrategia de Lisboa», en el Boletín Mensual de abril del 2008. Para las prioridades de política económica, véase el recuadro titulado «Políticas estructurales en tiempos de crisis», en el Boletín Mensual de diciembre del 2008.

La crisis actual ha puesto de manifiesto que, para ser efectivas, las intervenciones en materia de política económica han de ser coherentes a escala mundial. En este contexto, se debería lograr la coherencia con los trabajos realizados bajo los auspicios del G-20.

Un informe publicado por el grupo Larosière en febrero del 2009 destacaba, entre otros asuntos, la necesidad de fortalecer el marco de prevención de crisis con un sistema adecuado para seguir, señalar y abordar los riesgos macroprudenciales en una etapa temprana, así como de tratar los fallos de coordinación de las autoridades supervisoras que la crisis ha puesto de manifiesto. Más concretamente, se propone el establecimiento de un nuevo organismo, el Consejo de Riesgo Sistémico Europeo, que presidirá el presidente del BCE, bajo los auspicios y con el apoyo logístico de esta institución, además, el informe propone la transformación de los Comités de Nivel 3 en Organismos Europeos. En su comunicación de 4 de marzo de 2009, la Comisión Europea aprobó el núcleo central de las propuestas del grupo Larosière y anunció la presentación de un plan europeo de supervisión financiera antes de finales de mayo del 2009, con el fin de adoptar una decisión en el Consejo Europeo de junio.

2. Logro de la sostenibilidad de las finanzas públicas y contención de los desequilibrios macroeconómicos

La recesión económica ha producido un generalizado y acusado deterioro en los saldos presupuestarios de los países de la zona del euro y un aumento de la ratio de deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB, debido en parte a importantes recapitalizaciones bancarias. Además, los avales públicos concedidos al sector bancario representan unos pasivos contingentes considerables. Además de esto, los importantes pasivos implícitos derivados del aumento proyectado del gasto relacionado con el envejecimiento de la población constituyen un riesgo adicional a la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas en muchos países de la zona del euro.

Para lograr la sostenibilidad fiscal, es esencial que las disposiciones del Tratado de la UE y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento se apliquen en su totalidad, especialmente en lo que se refiere a los procedimientos de déficit excesivo para los países con déficits superiores al valor de referencia del 3% del PIB. Los países que se encuentran sujetos a tales procedimientos deben iniciar sin retraso el proceso de saneamiento de las finanzas públicas y asumir un compromiso creíble para la pronta vuelta a situaciones fiscales sólidas. La nueva fórmula para calcular los objetivos de medio plazo de los Estados miembros de la UE a la luz de la carga fiscal derivada del envejecimiento de la población, que se aplicará por primera vez a los programas de estabilidad y convergencia del 2009, debería permitir un enfoque ambicioso que tuviera en cuenta los pasivos implícitos relacionados con el coste del envejecimiento. Por último, la experiencia reciente muestra cómo los desequilibrios macroeconómicos contribuyen a la vulnerabilidad de los países frente a perturbaciones externas y subraya la necesidad de contener tales desequilibrios, entre otros factores, con la ayuda de políticas fiscales suficientemente firmes.

3. Mejora de la calidad de las finanzas públicas

La evidencia empírica disponible indica que la calidad de las finanzas públicas difiere significativamente de un país a otro y muestra que aún hay margen para mejorar la eficiencia⁴. Así pues, además de

4 Véase S. Deroose y C. Kastrop (eds.), «The Quality of Public Finances: Findings of the Economic Policy Committee Working Group (2004-2007)», Comisión Europea, Occasional Papers n.º 37, 2008.

mantener la orientación fiscal adecuada, las políticas presupuestarias pueden realizar una contribución importante al crecimiento económico y a la creación de empleo mediante la mejora de la calidad del gasto y la imposición públicos. Efectivamente, dada la escasez de recursos públicos, resulta esencial que los planes de gasto se lleven a cabo de una manera eficiente y eficaz, con el fin de mejorar la productividad, las perspectivas de crecimiento a largo plazo y la sostenibilidad fiscal. Algunas de las medidas fiscales adoptadas recientemente por los Gobiernos para hacer frente a la recesión económica (tales como el aumento del empleo público, los pagos de transferencias) corren el riesgo de no contribuir a la mejora de la calidad de las finanzas públicas, especialmente dado que puede resultar difícil volver a la situación anterior, con lo que contribuirían a crear distorsiones económicas que podrían inhibir el crecimiento a largo plazo.

4. Puesta en práctica de los «principios de flexicuridad», fomento de la movilidad laboral y mejor alineamiento del crecimiento salarial con la productividad, el empleo y la competitividad

Desde una perspectiva a más largo plazo, y sin tener en cuenta la debilidad actual, las reformas anteriores han contribuido a mejorar la situación del mercado de trabajo desde un punto de vista estructural. Varias de las recientes medidas nacionales relativas al mercado de trabajo, incluidos los recortes en la imposición sobre la rentas del trabajo y en las cotizaciones sociales para reducir las cuñas impositivas y, por lo tanto, mejorar los incentivos, apuntan también en la dirección correcta. Las recientes medidas para incrementar la flexibilidad en las horas trabajadas y para apoyar la reincorporación laboral también pueden ayudar a contener el aumento del desempleo y favorecer la recuperación⁵.

Una atención más decidida a medidas de política económica que aumenten la flexibilidad y la diferenciación salarial contribuiría a la recuperación y mejoraría el funcionamiento de los mercados de trabajo a largo plazo. Si bien las directrices exigen la aplicación de los principios de «flexicuridad», las reformas anteriores relacionadas con la flexibilidad del mercado no han sido lo suficientemente exhaustivas. A medida que la economía se recupere, los menores costes de despido, junto con medidas de apoyo a la reincorporación laboral, incrementarán también los incentivos de las empresas a contratar nuevos trabajadores. La negociación salarial debería lograr que los salarios reflejaran la productividad a nivel de empresa y que tuvieran en cuenta el desempleo y la competitividad. El aumento de la movilidad laboral transfronteriza facilitaría el ajuste. Dado el limitado margen de maniobra fiscal, debería darse ahora preferencia a las reformas regulatorias que no tengan costes presupuestarios directos.

5. Aumento de la flexibilidad y la competencia en los mercados de bienes y servicios, y profundización del mercado interior

El avance en las áreas de política económica que promueven el mercado interior y la competencia ha sido limitado durante los últimos años. La mayoría de las medidas nacionales relacionadas con la crisis financiera han estado encaminadas a estimular la demanda mediante el apoyo de las empresas, principalmente facilitando el acceso a la financiación a las pequeñas y medianas empresas, y con el aumento de la inversión pública⁶. Algunas medidas que se están debatiendo acerca de sectores concretos incluyen

⁵ Anexo a la Comunicación de la Comisión «Gestionar la recuperación europea», 4 de marzo de 2009.

⁶ Anexo a la Comunicación de la Comisión «Gestionar la recuperación europea», 4 de marzo de 2009.

elementos de política industrial que pueden obstaculizar la necesaria reestructuración económica, distorsionar la competencia y dificultar el funcionamiento del mercado interior. La orientación nacional de las medidas de política económica produce efectos de contagio pocos deseables entre los países, por lo que se requiere una detallada vigilancia en tiempo real de tales medidas.

Se tiene que dar ahora más importancia a las medidas de política económica que incrementen la competencia y la innovación. La aplicación plena de la Directiva de servicios probablemente mejore la competencia en los servicios. Unas nuevas reformas encaminadas a reducir los costes de entrada y a aumentar la competencia y la integración transfronteriza de los mercados incrementarán los incentivos para eliminar las ineficiencias y mejorará los resultados y la innovación. La conclusión satisfactoria de las negociaciones comerciales internacionales de la ronda de Doha contribuirá de forma significativa al logro de una economía internacional más integrada y abierta.

Los avances en materia de reformas han sido insuficientes. Si bien un número de medidas de política económica adoptadas recientemente apuntan en la dirección correcta, también hay medidas que pueden dificultar el funcionamiento del mercado interior y hacer retroceder algunas reformas anteriores basadas en los principios de una economía de mercado abierta. Especialmente en la situación actual, existe la necesidad clara de centrarse en la puesta en práctica de las reformas estructurales acordadas, alineando las medidas a corto plazo con las estrategias a largo plazo. Convendría aprovechar plenamente la oportunidad brindada por la crisis financiera para acelerar las reformas.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El ritmo de actividad en la zona del euro disminuyó de forma acusada en el segundo semestre del 2008 al trasladarse progresivamente las tensiones existentes en el sector financiero a la economía real. Los datos disponibles y los indicadores procedentes de las encuestas sugieren que la actividad económica en la zona del euro ha mantenido su debilidad a comienzos del 2009. Es probable que la actividad continúe siendo muy moderada hasta finales de año, pero se espera que se recupere gradualmente en el 2010. La notable caída observada en los precios de las materias primas desde el verano del 2008 está sosteniendo la renta real disponible y, por lo tanto, el consumo. Además, tanto la demanda exterior como la demanda interna deberían resultar favorecidas por los efectos de los importantes planes de estímulo macroeconómico que se han puesto en marcha, así como por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero dentro y fuera de la zona del euro. Los riesgos para estas perspectivas de crecimiento económico parecen estar, en general, equilibrados. Por una parte, podría haber efectos positivos mayores de lo previsto, debido al descenso de los precios de las materias primas y a las medidas de política económica adoptadas. Por otra parte, existe la preocupación de que las turbulencias observadas en los mercados financieros tengan un efecto mayor sobre la economía real, así como de que las presiones proteccionistas se intensifiquen y se produzca una evolución adversa en la economía mundial derivada de la 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 últimos meses, los mercados de divisas han seguido registrando notables oscilaciones en la mayoría de las principales monedas en un clima de considerable, aunque decreciente, volatilidad. En conjunto, en términos efectivos nominales, el euro se ha depreciado moderadamente desde finales del 2008.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 1 de abril de 2009, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 socios comerciales importantes de la zona del euro— se situaba alrededor de un 1,5% por debajo de los niveles observados a finales del 2008 y en torno a un 1% por encima de la media de ese año (véase gráfico 32). La moderada depreciación del euro desde comienzos del 2009 refleja un debilitamiento frente al dólar estadounidense y la libra esterlina, que sólo se compensó, en parte, con una apreciación principalmente frente al franco suizo, el yen japonés, el zloty polaco y el forint húngaro.

El tipo de cambio efectivo nominal del euro ha seguido experimentando notables oscilaciones en los últimos tres meses. Concretamente, el euro se depreció en enero, al seguir actuando los factores transitorios que respaldaban al dólar estadounidense y materializarse la evidencia cada vez más clara de la gravedad de la recesión económica en la zona del euro (véase gráfico 32). El euro se estabilizó en febrero, en parte como consecuencia de las múltiples medidas de apoyo adoptadas por los gobiernos y las autoridades monetarias de todo el mundo, y repuntó en marzo en un contexto de relativa disminución de la fuerte aversión al riesgo observada desde finales del 2008.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

El euro comenzó a apreciarse frente al dólar a principios de marzo, y la apreciación cobró impulso al anunciar, el 18 de marzo, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal una serie de medidas adicionales, no convencionales, encaminadas a restablecer la confianza y la liquidez en los mercados financieros, incluida su intención de comprar valores del Tesoro a plazo más largo, por un

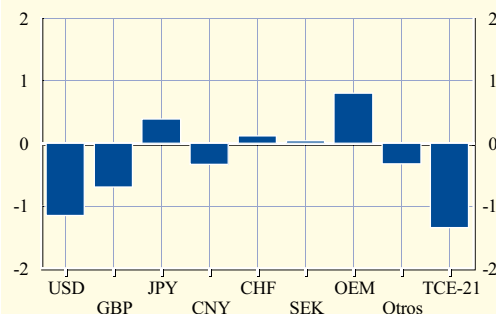
Gráfico 32 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

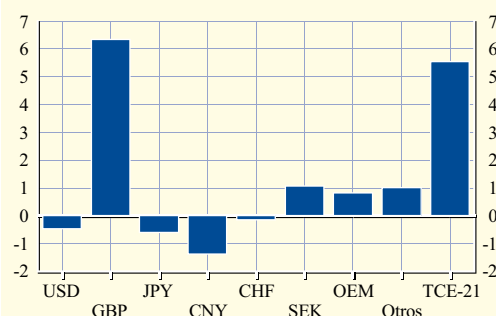
Índice: 1 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 31 de diciembre de 2008 al 1 de abril de 2009
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 3 de enero de 2005 al 4 de abril de 2009
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de 21 socios comerciales importantes de la zona del euro y de 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 por el comercio.

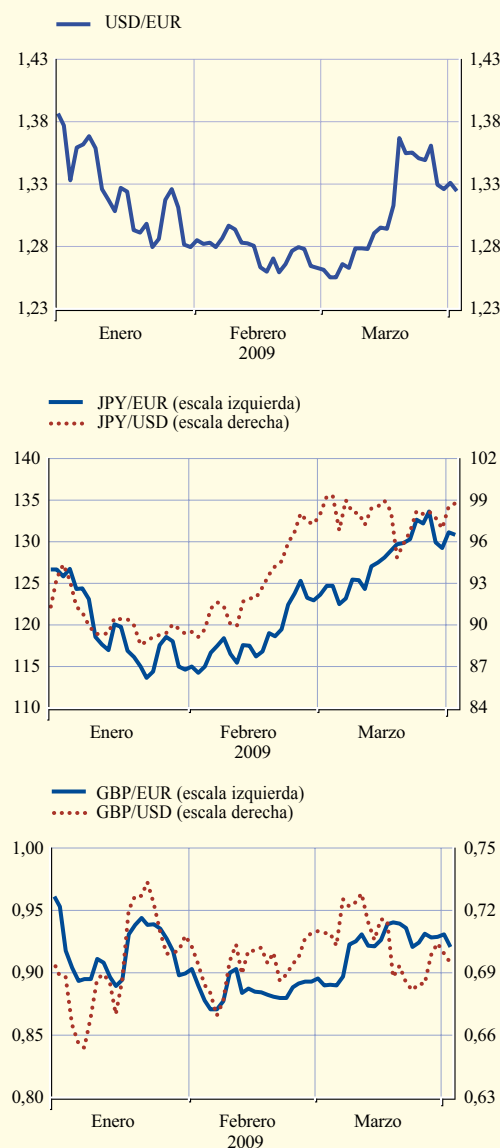
importe de hasta 300 mm de dólares. El 19 de marzo, el euro se había apreciado un 5%, en términos bilaterales, en relación con la cotización del 17 de marzo, como consecuencia del impacto a corto plazo de este anuncio. No obstante, en los días posteriores, esta rápida apreciación se revirtió en parte. El 1 de abril, el euro cotizaba a 1,32 dólares, es decir, todavía un 5%, aproximadamente, por debajo de los niveles observados a finales de diciembre y un 10% por debajo de la media del año 2008 (véase gráfico 33). La apreciación registrada en marzo siguió a un debilitamiento general en los dos primeros meses del 2009. En enero, el euro se depreció frente al dólar estadounidense en la medida en que los datos macroeconómicos publicados apuntaban a la necesidad de revisar nuevamente a la baja de forma significativa las perspectivas de crecimiento de la zona del euro. El ligero aumento de los diferenciales de la deuda pública en la zona del euro, posiblemente como consecuencia de la reevaluación, por los participantes en los mercados, de las perspectivas presupuestarias a medio plazo en varios países de la zona también podría haber afectado de forma negativa a la moneda única. Tras estabilizarse en febrero, el euro repuntó en marzo en un clima de señales cada vez más claras de que los mercados financieros estaban volviendo a la normalidad.

YEN JAPONÉS/EURO

A mediados de febrero, el euro comenzó a apreciarse frente al yen japonés. Esta tendencia continuó en marzo, en la medida en que el efecto negativo que tuvo sobre la moneda la acusada caída de la actividad económica en Japón en el último trimestre del 2008 se vio reforzado por las significativas revisiones de las perspectivas de crecimiento, que pusieron de manifiesto hasta qué punto la recesión económica mundial ha afectado al país. El 1 de abril de 2009, el euro cotizaba a 130,9 yenes, es decir, un 3,7% por encima del nivel observado a finales de diciembre (véase gráfico 33), pero todavía en torno a un 14% por debajo de la media del 2008. La reciente apreciación del euro frente al yen se ha producido tras un prolongado periodo de debilidad durante el segundo semestre del 2008 y enero del 2009. Los factores determinantes de la fortaleza generalizada del yen japonés tienen relación con un aumento de las percepciones de riesgo en los mercados financieros y con un estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés entre las principales áreas económicas que, conjuntamente, han reducido el atractivo del yen como moneda de financiación de las posiciones de *carry trade*. El masivo y generalizado desapalancamiento de posiciones financieras pro-

Gráfico 33 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

vocado por las necesidades generales de liquidez y un recurso probablemente más intenso a la cobertura frente al riesgo de tipo de cambio, también podrían haber favorecido a la moneda japonesa hasta enero del 2009.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres últimos meses, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables y han seguido cotizando frente al euro al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 34). El lats letón se apreció en enero, situándose de forma transitoria en la zona más fuerte de su banda de fluctuación, pero posteriormente se depreció en febrero. A finales de marzo, el lats cotizaba casi un 1% por debajo de su paridad central en el MTC II.

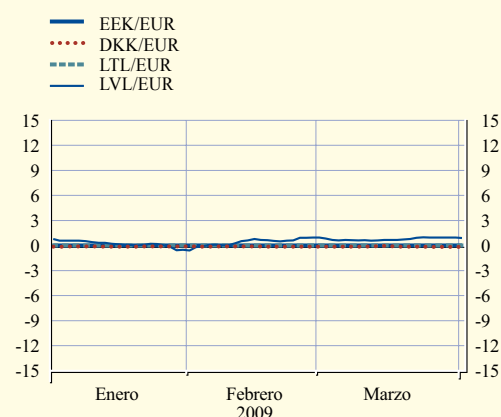
Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, a finales de febrero y principios de marzo, el euro se apreció frente a la libra esterlina ante una avalancha de evidencias que confirmaban la gravedad de la recesión que atraviesa actualmente el Reino Unido. El 1 de abril de 2009, el euro cotizaba a 0,92 libras, es decir, un 3,3% por debajo del nivel observado tres meses antes y un 15,5% por encima de la media del 2008. La reciente apreciación del euro frente a la libra se produce tras el debilitamiento registrado en enero, que siguió al máximo histórico de 0,98 libras por euro alcanzado el 29 de diciembre de 2008. Al parecer, la respuesta de los mercados a los niveles en torno a los que cotizaba la libra a finales del 2008 en relación con las medias históricas podría haber favorecido en cierta medida a la moneda británica en enero y a principios de febrero, a pesar de que el Banco de Inglaterra redujera de nuevo los tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos el 9 de enero y de las señales cada vez más claras de debilidad del sector bancario del Reino Unido. El euro se ha apreciado alrededor de un 14% frente al forint húngaro y casi un 10 % frente al zloty polaco desde finales del 2008, aunque, en marzo, ambas monedas han recuperado parte del terreno perdido.

OTRAS MONEDAS

El rápido aumento de la volatilidad implícita de los tipos de cambio en el segundo semestre del 2008 y a principios del 2009 ha tenido un efecto significativo en la apreciación del tipo de cambio del franco suizo frente al euro al reducir el papel del franco como moneda de financiación de las operaciones de *carry trade*. Además, los participantes en el mercado han considerado al franco suizo como un refugio seguro durante las turbulencias financieras. El euro continuó depreciándose frente al franco suizo hasta los primeros días de marzo del 2009. Tras la reunión sobre política monetaria que celebró el Banco Nacional de Suiza el 12 de marzo y el anuncio de que intervendría en el mercado suizo de renta fija privada y en los mercados de divisas, el franco suizo se depreció de forma bastante significativa. El 1 de abril de 2009, el euro cotizaba a 1,51 francos suizos, es decir, alrededor de un 2% por encima de los valores observados a finales de diciembre y un 5% por debajo de la media del 2008. En los tres primeros meses del 2009, el euro se depreció en torno al 9% frente a la corona noruega, ya que, al parecer, los inversores buscaban un refugio seguro en los países que registraban superávit por cuenta corriente.

Gráfico 34 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 $\pm 15\%$.

5.2 BALANZA DE PAGOS

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro siguió registrando un aumento del déficit, que ascendió a 73,9 mm de euros (o, lo que es lo mismo, a un 0,8% del PIB) en el año transcurrido hasta enero del 2009. Este aumento tuvo su origen, principalmente, en un incremento del déficit del comercio de bienes. En la cuenta financiera, las mayores entradas de inversiones de cartera fueron el principal factor determinante del aumento registrado en el agregado de inversiones directas y de cartera que, en cifras acumuladas, se situó en 110,5 mm de euros en el año transcurrido hasta enero del 2009.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

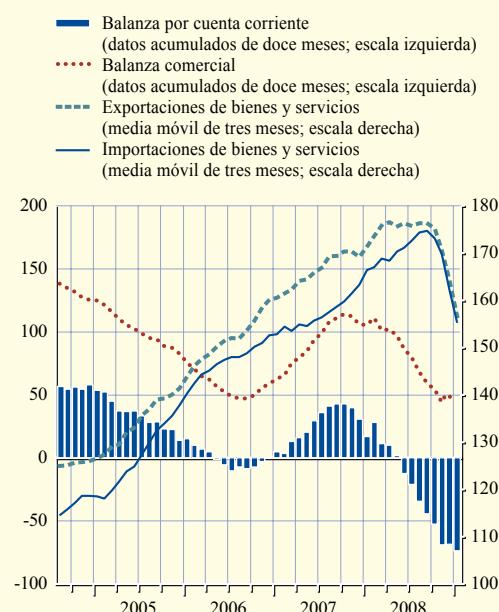
Continuando la tendencia de aumento generalizado, observada desde mediados del 2008, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró, en el año transcurrido hasta enero del 2009, un déficit acumulado de 73,9 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas por días laborables), que corresponden a un 0,8% del PIB, frente al superávit de 17 mm de euros contabilizado un año antes. La evolución de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro puede atribuirse, principalmente, a un cambio de signo, de superávit a déficit, de la balanza de bienes, aunque también cabe destacar otros dos factores: el paso de superávit a déficit de la balanza de rentas y el ligero descenso del superávit de la balanza de servicios. El deterioro del comercio de bienes, en el contexto del incremento del coste de las importaciones de petróleo durante el primer semestre del 2008 y la desaceleración de las exportaciones a escala mundial en el segundo semestre del año, elevaron el déficit de la balanza de bienes a 6,6 mm de euros en el año transcurrido hasta enero del 2009, en comparación con el superávit de 49,5 mm de euros registrado un año antes (véase gráfico 35).

Por lo que respecta a la evolución más reciente, la contracción de las exportaciones y de las importaciones de bienes de la zona del euro se intensificó en los tres meses transcurridos hasta enero del 2009, registrándose caídas, en términos nominales, del 12,4% y del 11,5%, respectivamente. En comparación, la contracción en los tres meses transcurridos hasta octubre del 2008 fue del 1,2% para las exportaciones y del 0,3% en el caso de las importaciones (véase cuadro 7).

La desagregación del comercio de bienes en volúmenes y precios, disponible hasta diciembre del 2008, indica que la fuerte desaceleración observada se debió, principalmente, a una caída en términos reales. El crecimiento de las exportaciones reales de bienes ya había comenzado a contraerse en el segundo trimestre del 2008 y el proceso se aceleró de forma acusada en el último trimestre del año. El descenso observado es atribuible, en gran medida, al debilitamiento de la demanda mundial y, a partir de septiembre del 2008, al deterioro de las condiciones de financiación del comercio a escala mundial. La caída de las importaciones en términos nominales en el último trimestre del 2008 se debió al descenso

Gráfico 35 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

tanto de los volúmenes como de los precios de importación, fundamentalmente como resultado de la bajada de los precios del petróleo y otras materias primas y de la reducción de la demanda interna.

Si bien el crecimiento negativo de los precios de importación en el último trimestre del 2008 se debió a la caída de los precios del petróleo, en cifras acumuladas de doce meses, la subida de los precios del petróleo y de otras materias primas sigue siendo la causa principal del crecimiento de las importaciones nominales. En conjunto, el déficit del comercio de petróleo se elevó a 216,6 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta noviembre del 2008, frente a los 172,2 mm de euros contabilizados para el mismo período un año antes.

La distribución geográfica del comercio de bienes de la zona del euro muestra que, en el último trimestre del 2008, las exportaciones reales de la zona del euro a Estados Unidos, Reino Unido, Asia y los Estados miembros que se incorporaron a la Unión Europea a partir del 2004 se redujeron en comparación con el trimestre anterior. A pesar de la disminución de los ingresos provenientes del petróleo, como consecuencia de la caída de los precios del crudo, el crecimiento de las exportaciones reales a los países de la OPEP siguió siendo bastante vigoroso. Por categorías amplias de bienes, los descensos más nota-

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Acumulado de 12 meses Período que finalizó en	
	2008 Dic	2009 Ene	2008 Abr	2008 Jul	2008 Oct	2009 Ene	2008 Ene	2009 Ene
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-7,6	-12,7	-0,3	-4,7	-7,6	-12,0	17,0	-73,9
Bienes	-0,1	-2,3	3,0	-0,6	-1,8	-2,9	49,5	-6,6
Exportaciones	116,0	111,0	134,3	134,5	132,9	116,4	1.524,7	1.554,1
Importaciones	116,1	113,3	131,2	135,1	134,7	119,2	1.475,2	1.560,7
Servicios	4,7	4,6	5,1	3,7	3,8	4,2	56,1	50,3
Exportaciones	39,8	39,6	42,3	41,2	42,3	40,3	493,5	498,1
Importaciones	35,0	35,0	37,2	37,6	38,5	36,0	437,4	447,9
Rentas	-4,3	-4,2	-0,6	-0,9	-2,1	-4,1	5,3	-23,1
Transferencias corrientes	-8,0	-10,8	-7,9	-6,8	-7,5	-9,2	-93,9	-94,4
Cuenta financiera ¹⁾	6,9	54,2	6,8	31,0	26,3	22,2	8,8	258,7
Total inversiones directas y de cartera netas	-4,8	-22,8	-21,3	14,3	53,7	-9,8	19,8	110,5
Inversiones directas netas	15,9	-19,5	-21,7	-13,3	-14,7	-29,2	-148,1	-236,7
Inversiones de cartera netas	11,1	-3,3	0,3	27,5	68,4	19,4	167,9	347,1
Acciones y participaciones	23,3	-51,7	4,6	-1,0	-15,7	2,5	28,8	-28,5
Valores distintos de acciones	-12,2	48,4	-4,2	28,5	84,0	16,9	139,0	375,6
Bonos y obligaciones	-13,3	20,8	3,1	23,3	20,0	9,7	198,1	168,4
Instrumentos del mercado monetario	1,1	27,6	-7,3	5,2	64,0	7,2	-59,1	207,3
<i>Variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-4,7	-3,3	3,0	-0,5	-0,3	-10,6	9,0	1,7
Importaciones	-9,1	-1,9	1,2	2,5	0,3	-10,3	6,9	5,0
Bienes								
Exportaciones	-4,9	-4,3	4,1	0,2	-1,2	-12,4	8,3	1,9
Importaciones	-9,5	-2,4	1,6	3,0	-0,3	-11,5	6,1	5,8
Servicios								
Exportaciones	-4,2	-0,4	-0,3	-2,4	2,6	-4,8	11,5	0,9
Importaciones	-8,1	-0,0	-0,3	1,1	2,4	-6,3	9,8	2,4

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.

bles de las exportaciones reales en el último trimestre del 2008 corresponden a los bienes intermedios, mientras que la caída de las importaciones reales afectó, en particular, a los bienes de capital, como consecuencia de la desaceleración general de la actividad económica mundial y también por la elevada intensidad en importaciones de los bienes de inversión.

En lo que respecta a los otros componentes de la balanza por cuenta corriente, el superávit de la balanza de servicios se redujo a 50,3 mm de euros en el año transcurrido hasta enero del 2009, desde los 56,1 mm de euros contabilizados un año antes. Al mismo tiempo, la balanza de rentas se redujo en 28,4 mm de euros, pasando de un superávit de 5,3 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta enero del 2008 a un déficit de 23,1 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta enero del 2009. Este cambio de signo tuvo, en gran medida, su origen en el aumento de los pagos por rentas a no residentes en la zona del euro. Por su parte, el déficit de la balanza de transferencias corrientes aumentó ligeramente, de 93,9 mm de euros en el año transcurrido hasta enero del 2008 a 94,4 mm de euros un año después.

CUENTA FINANCIERA

En los doce meses transcurridos hasta enero del 2009, el agregado de inversiones directas y de cartera registró un notable incremento de las entradas netas, que ascendieron a 110,5 mm de euros, frente a las entradas netas de 19,8 mm de euros contabilizadas un año antes (véase gráfico 36). Este incremento tuvo su origen, principalmente, en un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera, como consecuencia, sobre todo, del aumento de las inversiones netas en instrumentos del mercado monetario. El entorno de fuerte aversión al riesgo y la falta de liquidez que prevalecieron tras la profundización de las turbulencias financieras en septiembre del 2008, llevaron a los inversores, tanto residentes como no residentes a repatriar fondos y a diversificar sus inversiones en activos más líquidos, como los instrumentos del mercado monetario. Concretamente, las entradas netas de este tipo de instrumentos se elevaron hasta 207,3 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta enero del 2009, frente a las salidas netas de 59,1 mm de euros registradas un año antes. En septiembre y octubre del 2008, las entradas netas en esta categoría de instrumentos financieros alcanzaron los niveles máximos observados desde 1999. El mayor sesgo nacional también parece ser un factor determinante, ya que los flujos de inversión directa registraron un retroceso en los doce meses transcurridos hasta enero del 2009, tanto en el lado del activo como del pasivo. No obstante, el descenso de las inversiones netas realizadas por extranjeros en la zona del euro fue mayor que la contracción de las inversiones de la zona del euro en el exterior.

Por lo que respecta a la evolución más reciente, el agregado de inversiones directas y de cartera registró, en promedio, salidas netas mensuales por importe de 9,8 mm de euros en los tres meses transcurridos hasta enero, frente a las entradas netas de 53,7 mm de euros contabilizadas en el período de tres meses anterior (véase cuadro 7). Este cambio de signo guarda relación, principalmente, con el descenso de las entradas netas de inversiones de cartera y, en particular, de instrumentos del mercado monetario.

Gráfico 36 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

FINANCIACIÓN EXTERNA DE LOS HOGARES Y LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS: COMPARACIÓN ENTRE LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS



En el presente artículo se compara la financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras de la zona del euro con sus homólogos de Estados Unidos durante el período comprendido entre el año 2000 y el tercer trimestre del 2008, prestando especial atención al período de turbulencias financieras. La financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras de la zona del euro depende de las entidades de crédito (entendiéndose aquí los préstamos originados y mantenidos en balance por los bancos) en mucho mayor medida que en Estados Unidos, en donde los prestamistas no bancarios (como las empresas patrocinadas por el Estado y los emisores privados de bonos de titulización de activos) y la financiación basada en el mercado (incluidas las titulizaciones, en virtud de las cuales se eliminan los préstamos bancarios de los balances de las entidades de crédito) desempeñan un papel más importante. Con respecto al período de turbulencias financieras que se inició a mediados del 2007, se ha reducido el crecimiento de la financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras en ambas áreas económicas. En el caso de las sociedades no financieras, la financiación bancaria cobró mayor importancia en las dos regiones durante dicho período, lo que para las empresas no financieras estadounidenses en particular, es probable que guarde relación con los problemas con que han tropezado los bancos a la hora de transferir los préstamos a terceros a través de ventas o titulizaciones. Si bien los criterios de concesión de créditos bancarios y el coste de la financiación de las sociedades no financieras se han tornado notablemente más restrictivos en ambas áreas económicas, con información hasta el tercer trimestre del 2008 no se apreciaban indicios claros de que las restricciones cuantitativas al crédito hayan afectado, de forma relevante, a la evolución de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro.

I INTRODUCCIÓN

En primer lugar, la estructura y la evolución de la financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras, tanto de la zona del euro como de Estados Unidos, guarda una estrecha relación con la estructura de los respectivos sistemas financieros. Dado que el sistema financiero de la zona del euro se basa en mayor medida en las entidades de crédito, los préstamos que figuran en los balances de dichas entidades tienen una importancia mucho mayor en la zona del euro que en Estados Unidos en la financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras. En segundo lugar, la financiación externa proporciona datos interesantes respecto a la necesidad de dicha financiación en el contexto de la evolución económica, la renta disponible de los hogares y sus tasas de ahorro, y la evolución de la inversión y los beneficios empresariales. En tercer lugar, la estructura de la financiación externa proporciona información respecto a la importancia relativa de los distintos instrumentos de financiación y de la innovación financiera, como la creciente importancia de las titulizaciones en los últimos años previos al inicio de las turbulencias financieras a mediados del 2007 y la caída de estas alternativas de financiación a partir de entonces.

Las turbulencias financieras afectaron a la financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras en la medida en que algunas alternativas de financiación prácticamente se agotaron y se plantearon interrogantes respecto a los impedimentos para acceder a nuevos recursos. En este contexto, resulta interesante comparar hasta qué punto las turbulencias financieras mundiales han afectado a la financiación externa en áreas económicas con estructuras financieras diferentes, como la zona del euro y Estados Unidos.

El papel dominante de las entidades de crédito en la financiación y la menor escala de las actividades de titulización en la zona del euro han limitado el alcance de la reintermediación y de la posible sustitución por préstamos bancarios de la financiación no bancaria o basada en el mercado tras la eclosión de las turbulencias financieras, en comparación con la situación observada en Estados Unidos. Además, los niveles más bajos de endeudamiento y las tasas de ahorro más altas deberían hacer a los hogares de la zona del euro menos dependientes de la financiación externa para mantener el consumo y menos sensibles a las variaciones en el valor de los activos. Por el contrario, las sociedades no financieras de la zona del euro po-

drían ser más susceptibles a los cambios en las condiciones de financiación —a pesar de que los niveles de deuda son, en general, comparables a los de sus homólogos de Estados Unidos—, dado que se han apoyado más que éstas en el endeudamiento neto para financiar su inversión.

Por lo tanto, para entender hasta qué punto ha afectado la crisis a los sectores de hogares y sociedades no financieras en las dos áreas económicas es importante analizar las respectivas situaciones financieras y la evolución de su financiación. Además, habida cuenta de que, desde el inicio de las turbulencias financieras, se han producido cambios en la estructura de financiación, tanto de los hogares como de las sociedades no financieras, en el presente artículo se examinan dos periodos: i) desde el 2000 hasta mediados del 2007¹, y ii) desde mediados del 2007 hasta el tercer trimestre del 2008 (último período para el que se dispone de datos completos sobre la zona del euro). Así pues, no se ha tenido en cuenta la evolución posterior a la intensificación y amplificación de la crisis financiera a partir de septiembre del 2008.

Por consiguiente, el artículo se centra principalmente en los flujos de financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos, comparándose su relevancia y los cambios producidos a lo largo del tiempo. En primer lugar, se presenta un breve resumen de algunas de las principales características de los mercados de capital de la zona del euro y de Estados Unidos (sección 2). En la sección 3 se analiza la situación financiera, la estructura de fi-

nanciación y la evolución de ésta para el sector hogares de la zona del euro y de Estados Unidos. En la sección 4 se presenta el correspondiente análisis respecto a las sociedades no financieras. En la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 EL SISTEMA FINANCIERO DE LA ZONA DEL EURO Y DE ESTADOS UNIDOS

La estructura de la financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras guarda relación con la estructura del sistema financiero y, en particular, con la importancia de la financiación bancaria (que se refiere, en este caso, a los préstamos originados y mantenidos en su balance por parte de los bancos) frente a la financiación basada en el mercado (que incluye la opción de vender los préstamos originados por las entidades de crédito, a instituciones no bancarias o titularlos). En general, los mercados de capitales relacionados con el sector privado son algo más grandes en Estados Unidos que en la zona del euro (véase cuadro): en el 2007, representaban el 375% del PIB, frente al 311% del PIB en la zona del euro. Esta última ha tenido, tradicionalmente, un sistema financiero basado, en gran medida, en el sector bancario: en el 2007, los préstamos al sector privado que se mantenían en los balances de los bancos ascendían al 145% del PIB. En

1 Para un análisis comparativo con el período comprendido entre mediados de los años noventa y el 2002, véase el artículo titulado «Evolución de los balances de situación del sector privado de la zona del euro y Estados Unidos», en el Boletín Mensual de febrero del 2004.

Tamaño de los mercados de capitales del sector privado de la zona del euro y Estados Unidos

(en porcentaje del PIB; datos de fin de año)

	Zona del euro		Estados Unidos	
	1998	2007	1998	2007
Mercado de capitales del sector privado	200	311	300	375
Del cual:				
Acciones cotizadas emitidas	63	85	145	144
Valores distintos de acciones emitidos por el sector privado	45	81	107	168
Préstamos bancarios al sector privado	92	145	49	63

Fuentes: BPI, DataStream, BCE, Eurostat, FMI, Federación Mundial de Bolsas y cálculos del BCE.

Notas: El tamaño de los mercados de capitales se define como la suma de la capitalización bursátil (acciones cotizadas emitidas), los préstamos bancarios al sector privado y los valores distintos de acciones emitidos por el sector privado. Pueden producirse discrepancias debidas al redondeo.

cambio, en Estados Unidos los préstamos bancarios (préstamos originados y mantenidos en su balance por parte de los bancos) al sector privado son mucho menos importantes y ascendían al 63% del PIB en el 2007.

Si bien la capitalización en el mercado bursátil (acciones cotizadas emitidas) y en el mercado de renta fija privada (valores distintos de acciones emitidos por el sector privado) de la zona del euro ha aumentado en los diez últimos años para situarse en el 85% y en el 81% del PIB, respectivamente, en el 2007, estos mercados son todavía considerablemente menores que sus homólogos de Estados Unidos, que registraron, en ese año, capitalizaciones del 144% y del 168% del PIB, respectivamente.

El sistema estadounidense, más basado en el mercado, refleja un dilatado historial de desintermediación en las décadas anteriores, mientras que el sistema de la zona del euro, basado en gran medida en el sector bancario, ha variado tan sólo en los últimos años². El rápido crecimiento de los mercados de titulización y la intensificación de las actividades de préstamo sindicado en la zona del euro hasta la desaceleración provocada por las turbulencias financieras que se iniciaron a mediados del 2007, hicieron que el sector bancario de la zona del euro se orientase, en mayor medida, hacia los mercados. La innovación financiera, incluida en particular la opción de obtener fondos a través de procesos de titulización³, tuvo un impacto favorable sobre los costes de financiación de las entidades de crédito. Todo ello dibujó la distinción tradicional entre un sistema basado en los bancos y otro basado en el mercado. Además, las entidades de crédito pudieron conceder préstamos adicionales sin aumentar su apalancamiento por la posibilidad de vender activos en el contexto de titulizaciones fuera de balance, al menos en la medida en que esta opción les permitía eliminar («dar de baja») de sus balances estos activos. A su vez, este tipo de financiación influyó en el coste de los préstamos bancarios y contribuyó, en general, a facilitar la disponibilidad de crédito en la economía de la zona del euro en los últimos años previos a me-

diados del 2007. Ello se reflejó en una brecha cada vez mayor entre los préstamos bancarios concedidos al sector privado y los depósitos provenientes de dicho sector (la llamada brecha de financiación). No obstante, estos depósitos siguieron siendo la principal fuente de financiación del sector bancario de la zona del euro.

En consonancia con el sistema financiero de la zona del euro, basado en gran medida en el sector bancario, la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona se compone, principalmente, de préstamos originados y mantenidos por entidades de crédito. En Estados Unidos, los préstamos de fuentes no bancarias y la financiación externa basada en el mercado son notablemente más importantes que en la zona del euro. La mayor importancia de los préstamos no bancarios refleja el papel más destacado de las titulizaciones y los préstamos sindicados en comparación con la zona del euro. En el caso de las titulizaciones, el papel más destacado que desempeñan en Estados Unidos podría tener, en parte, su origen en las normas contables que permiten, más fácilmente que en la zona del euro, dar de baja en los balances de los bancos los préstamos vendidos a instituciones no bancarias durante un proceso de titulización. La financiación externa de los hogares presenta un panorama similar. En las dos áreas monetarias, las entidades de crédito son la principal fuente original de financiación de los hogares. Sin embargo, el espectro de instituciones existentes en Estados Unidos que adquieren préstamos originados por los bancos es considerablemente más amplio que en la zona del euro. Dichas instituciones fueron creadas con el propósito de aumentar la disponibilidad y reducir el coste del crédito para ciertos sectores de la economía, habiéndose encomendado, en particular, a la *Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)* y a la *Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)* la promoción de la propiedad inmobiliaria. El incremento de la oferta de crédito tiene su origen en una ga-

2 Véase el artículo titulado «El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», en el Boletín Mensual de agosto del 2008.

3 Para más detalles, véase el artículo titulado «La titulización en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2008.

rantía implícita del gobierno que permite a estos dos organismos obtener capital a un coste más bajo para financiar sus actividades que comprenden, entre otras, la compra, la garantía y la titulación de hipotecas. Además de las empresas patrocinadas por el gobierno, en Estados Unidos existe un conjunto de emisores privados de bonos de titulación de activos más amplio que en la zona del euro. Estos emisores están, en muchos casos, vinculados con entidades de crédito y han crecido en tamaño e importancia desde el año 2004, en parte como reacción ante la imposición a las entidades patrocinadas por el gobierno de unas exigencias de capital más estrictas y de mayores controles sobre sus balances, pero también como consecuencia de los cambios en la reglamentación, que han dado lugar a una aceleración del crecimiento de la operaciones fuera de balance de los bancos y a un aumento de los ratios de apalancamiento.

Al mismo tiempo y a escala mundial, el paso de un modelo tradicional basado en el principio de «originar para mantener» a lo que a veces se denomina modelo de «originar para distribuir» vino acompañado de una insuficiente valoración del riesgo, una relajación de los criterios de concesión y una mayor dependencia de instrumentos de crédito complejos y opacos, que demostraron su fragilidad en situaciones de tensión, especialmente en el contexto de las turbulencias financieras desencadenadas por la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos. El agotamiento de algunos mercados desde el inicio de dichas turbulencias, relacionado con la mayor aversión al riesgo de los inversores, dio lugar a un repunte de la financiación bancaria como proporción de la financiación externa total de los prestatarios privados, en particular de las sociedades no financieras, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos (véanse secciones 3 y 4).

Recuadro

COMPARACIÓN ENTRE LAS CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO Y LAS CUENTAS MACROECONÓMICAS INTEGRADAS DE ESTADOS UNIDOS

Cuentas de la zona del euro

Las cuentas de la zona del euro ofrecen una visión global de la evolución económica y financiera de la zona, desglosadas por sectores institucionales, y son el resultado de la aplicación de las cuentas económicas integradas del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (SCN 93) y del Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales (SEC 95). En las cuentas no financieras, las cuentas de la zona del euro distinguen cinco sectores institucionales: sociedades no financieras, instituciones financieras, Administraciones Públicas, hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares, y resto del mundo. En las cuentas financieras, el sector de instituciones financieras se subdivide en: instituciones financieras monetarias (IFM), empresas de seguros y fondos de pensiones, y otros intermediarios financieros. Las cuentas de la zona del euro proporcionan una descripción completa de todas las transacciones realizadas entre los agentes económicos en un determinado período, desde las transacciones generadoras de renta a las transacciones financieras, así como otras variaciones de los activos y el balance de situación. Las cuentas se reconcilian casi totalmente: los empleos (incluidas las variaciones de los activos financieros) son iguales a los recursos (incluidas las variaciones de los pasivos) para todos los flujos y saldos del sistema, y no existen discrepancias estadísticas para los sectores de instituciones financieras, Administraciones Públicas y resto del mundo.

Las cuentas de la zona del euro se han publicado con periodicidad trimestral desde junio del 2007, y se dispone de series temporales desde el primer trimestre de 1999. El BCE y la Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas (Eurostat) elaboran las cuentas conjuntamente. Ambas instituciones comparten la responsabilidad de elaborar las cuentas no financieras, aunque el BCE es responsable de elaborar las cuentas financieras.

Cuentas macroeconómicas integradas de Estados Unidos

La Junta de Gobernadores de la Reserva Federal ha publicado los datos de las Cuentas de Flujos de Fondos (FFA, en sus siglas en inglés) con periodicidad trimestral desde 1959. Estos cuadros presentan las transacciones contabilizadas en la cuenta de capital (ahorro e inversión en capital), así como las inversiones financieras y la financiación de los sectores institucionales. El Bureau of Economic Analysis elabora las Cuentas Nacionales de Renta y Producción (NIPA, en sus siglas en inglés), que se centran en los agregados macroeconómicos aunque ofrecen también desgloses por sectores institucionales y transacciones, así como las cuentas de transacciones internacionales (ITA, en sus siglas en inglés).

Aunque las NIPA, FFA e ITA, en conjunto, recogen la mayor parte de las cuentas económicas incluidas en el SCN 93, estos datos no están totalmente integrados y presentan algunas discrepancias. Desde el 2006, el Bureau of Economic Analysis y la Reserva Federal publican conjuntamente datos anuales denominados «cuentas macroeconómicas integradas de Estados Unidos» (SNA-USA, en sus siglas en inglés), que presentan la secuencia completa de las cuentas. Sin embargo, en las SNA-USA no se reconcilian las operaciones por transacciones y por sectores. También difieren del SCN 93 en ciertos aspectos, como la definición de los sectores de sociedades no financieras y hogares. En Estados Unidos, todas las empresas individuales y sociedades personalizadas forman parte del subsector empresarial no societario no financiero. Además, este subsector, que forma parte del sector empresarial no financiero, incluye los individuos en su calidad de perceptores de rentas de alquileres. Por consiguiente, en aras de la coherencia con el SCN 93 y a efectos de comparación con las cuentas de la zona del euro, sería necesario asignar parte de este subsector al sector de hogares.

Comparabilidad del sistema de cuentas en las dos áreas monetarias

Las cuentas financieras de la zona del euro presentan el sector de IFM, consolidado para la mayor parte de las transacciones, junto con los sectores de empresas de seguros y fondos de pensiones, y de otros intermediarios financieros. Las SNA-USA recogen el sector de instituciones financieras en su conjunto, mientras que las FFA ofrecen un mayor grado de detalle. El sector de IFM de las cuentas de la zona del euro corresponde, de forma aproximada, a cuatro subsectores financieros de las FFA, que no se presentan consolidados: banco central, entidades de crédito, entidades de ahorro y cooperativas de crédito.

En lo que respecta a la cobertura de los activos, a diferencia de las SNA-USA y FFA, las cuentas de la zona del euro no proporcionan todavía estimaciones de los activos no financieros por sectores. Existen otras diferencias en la definición de inversiones y activos no financieros de las Administraciones Públicas, para determinados tipos de gastos de defensa. Por otro lado, los datos de las SNA-USA y FFA no comprenden los préstamos o las tenencias de acciones entre empresas relacionadas, que sí se incluyen, por el contrario, en las cuentas de la zona del euro. Esta última diferencia es particularmente importante en el caso de las compras de acciones relacionadas con fusiones y adquisiciones, las cuales pueden resultar en una emisión negativa de acciones en los datos de Estados Unidos, si se financian mediante endeudamiento.

Las distintas clasificaciones del sector empresarial no societario afectan también a la comparabilidad de los datos de endeudamiento. El gráfico adjunto muestra la deuda de los distintos sectores, en porcentaje del endeudamiento total de los sectores no financieros privados de las dos áreas económicas. El hecho de que el endeudamiento contraído por algunas unidades del sector empre-

sarial no societario se clasifique como parte del endeudamiento del sector empresarial supone una cifra de endeudamiento de los hogares estadounidenses más baja (y una cifra de endeudamiento del sector empresarial de Estados Unidos más alta) que la cantidad calculada de una manera metodológicamente comparable con la forma de calcular el endeudamiento de los hogares en las cuentas de la zona del euro. En el gráfico adjunto, la parte que corresponde al endeudamiento total del sector empresarial no societario establece el límite superior de esta diferencia.

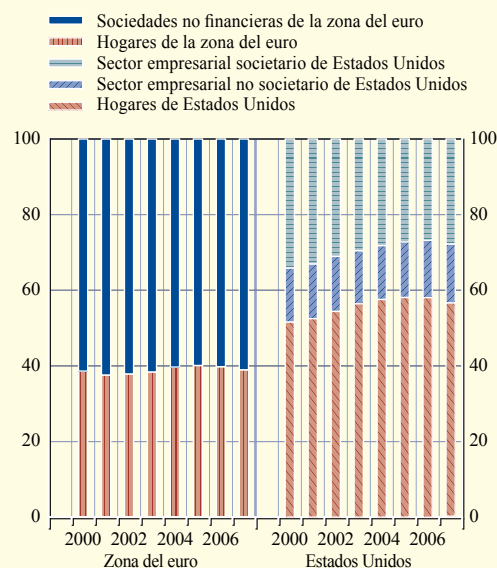
Para ser plenamente comparables, las cifras de endeudamiento empresarial de las dos áreas económicas deberían también ser corregidas de diferencias en la valoración de los valores distintos de acciones. En las cuentas de la zona del euro, los valores distintos de acciones se contabilizan por su precio de mercado, mientras que en las FFA estadounidenses dichos valores se contabilizan por su valor nominal ajustado de intereses devengados. De forma similar, las acciones no cotizadas se contabilizan por su valor contable en los datos estadounidenses, mientras que en las cuentas de la zona del euro se proporcionan estimaciones de su valor corriente.

En los datos trimestrales existen algunas diferencias adicionales entre las estadísticas estadounidenses y las cuentas de la zona del euro. Por ejemplo, las NIPA y FFA emplean un concepto de «renta personal disponible neta», que es ligeramente distinto del concepto europeo de «renta disponible neta», ya que incluye las transferencias corrientes e intereses devengados. Estas partidas se contabilizan como parte del «gasto personal», una categoría más amplia que la definición de consumo final individual del SCN 93. Además, las FFA consideran los bienes de consumo duradero de los hogares como activos no financieros, mientras que las NIPA los excluyen de la formación bruta de capital fijo (dando lugar también a una incoherencia entre los dos conjuntos de datos estadounidenses).

A los efectos de este artículo, se han introducido ajustes en los datos de las SNA-USA a fin de permitir, en la medida de lo posible, su comparación con los datos de la zona del euro. Sin embargo, en algunos casos en los que no ha sido posible ajustar los datos de Estados Unidos, se han realizado ajustes en los datos de la zona del euro. Concretamente, en las cuentas de la zona del euro se han consolidado los datos de préstamos y tenencias de acciones entre empresas relacionadas. Por último, no se han armonizado las diferencias en las definiciones de los sectores y en la valoración de los instrumentos, al no disponer de información suficiente para poder realizar estos ajustes.

Desglose del endeudamiento de los sectores no financieros privados de la zona del euro y Estados Unidos

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

3 FINANCIACIÓN EXTERNA DE LOS HOGARES EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

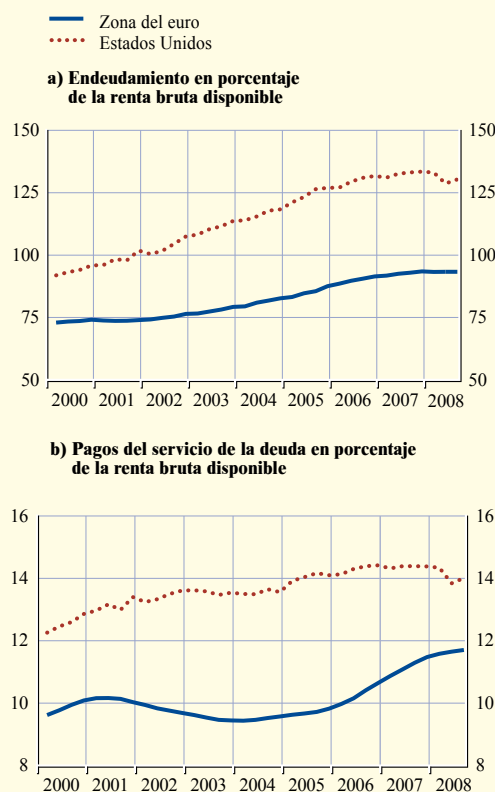
En esta sección se examina la situación financiera global de los hogares en ambas áreas económicas y se describen, a continuación, las principales características de la estructura de financiación de este sector y su evolución en la zona del euro y Estados Unidos en los diez últimos años. Además, se analizan los flujos de financiación externa de ese período, prestando especial atención al tiempo transcurrido desde que se iniciaron las tensiones financieras a mediados del 2007. Debido a las diferencias metodológicas descritas con detalle en el recuadro anterior, las divergencias entre las dos áreas económicas, por ejemplo, en lo relativo al nivel de endeudamiento o de carga de la deuda, pueden ser incluso más pronunciadas de lo que se aprecia en los datos.

SITUACIÓN FINANCIERA

En ambas áreas monetarias, los niveles de endeudamiento de los hogares (definidos como deuda viva en relación con la renta bruta disponible) han seguido siendo elevados en los últimos trimestres, aunque en Estados Unidos, dichos niveles han sido considerablemente más altos. En la zona del euro, el endeudamiento aumentó especialmente en el período comprendido entre el 2003 y comienzos del 2007, tras un período de estabilidad entre el 2000 y el 2002, relacionado con el final del auge de la «nueva economía» y el posterior empeoramiento de la situación económica. En el tercer trimestre del 2008, el nivel de endeudamiento de los hogares en Estados Unidos se situaba en el 130% de la renta disponible, notablemente por encima del nivel registrado en la zona del euro en el mismo período, que era del 93% (véase gráfico 1). Las diferencias en el nivel de endeudamiento entre las dos áreas monetarias podrían proporcionar alguna información sobre las distintas necesidades de desapalancamiento y, por ende, sobre la diferente evolución de la financiación en el futuro. No obstante, los niveles de deuda «sostenibles» son difíciles de calcular teóricamente y cualquier evaluación del endeudamiento medido a nivel macroeconómico, para

Gráfico 1 Endeudamiento de los hogares y pagos del servicio de la deuda

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y Eurostat.

que resulte apropiada, debe complementarse con un análisis de su distribución a nivel micro. Desafortunadamente, no se dispone de los datos necesarios para realizar dicho análisis, ni para los años más recientes ni con la periodicidad adecuada. El aumento de los niveles de deuda en el período comprendido entre los años 2003 y 2006 refleja, principalmente, unas condiciones de financiación favorables, un intenso dinamismo del mercado de la vivienda y unas perspectivas económicas sólidas. El endeudamiento de los hogares se estabilizó en el 2007 y el 2008. Este fenómeno se produjo como resultado de la moderación de la dinámica de los préstamos tras las subidas de los tipos de interés y, posteriormente, con el inicio de las turbulencias de los mercados financieros desencadenadas por la crisis de las hipote-

cas *subprime*, que dieron lugar a una moderación de los precios de la vivienda, que incluso bajaron en Estados Unidos y en algunos países de la zona del euro. La estabilización se produjo como consecuencia de la moderación de la deuda hipotecaria en las dos áreas monetarias. La deuda hipotecaria es, con diferencia, el principal componente de la deuda de los hogares: en el tercer trimestre del 2008, representaba el 75,9% de la deuda total de los hogares estadounidenses, mientras que los préstamos hipotecarios de las IFM constituían el 63,6% de la deuda viva del sector hogares de la zona del euro en el mismo período.

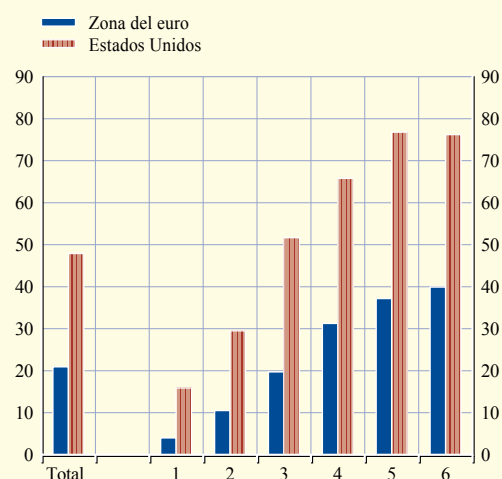
Las variaciones en el nivel de endeudamiento de los hogares pueden ocultar cambios estructurales que les permiten asumir niveles de deuda más altos sin necesidad de incurrir en una mayor carga en concepto de servicio (medida en términos de obligaciones de pago como porcentaje de la renta bruta disponible). En el caso de la zona del euro, esos cambios estructurales también se han asociado, en los últimos años, al proceso de convergencia hacia tasas de inflación y tipos de interés más bajos en varios países en el contexto de la introducción del euro.

El mayor nivel de endeudamiento en Estados Unidos en comparación con la zona del euro se refleja también en una mayor carga en concepto de obligaciones de pago (véanse gráficos 1a y 1b).

No obstante, el mayor nivel de endeudamiento y de pagos del servicio de la deuda en Estados Unidos a nivel macroeconómico refleja, en parte, la proporción considerablemente mayor de hogares con deuda hipotecaria que, a juzgar por los datos microeconómicos (véase gráfico 2), era aproximadamente del 48% en el 2004, en comparación con sólo un 20% en la zona del euro en el 2005 (aunque la dispersión en esta última área monetaria era amplia). Estas diferencias pueden observarse en todas las categorías de renta y, según indican los datos del 2004 en Estados Unidos y los del 2005 en la zona del euro, eran especialmente pronunciadas en el caso de la categoría de renta más baja, en la que el porcentaje de hogares con hipotecas era cuatro veces mayor en Estados Unidos que en la zona del euro.

Gráfico 2 Proporción de hogares con deuda hipotecaria, por niveles de renta

(en porcentaje)



Fuentes: Survey of Consumer Finances (2004) para Estados Unidos y cálculos del BCE para la zona del euro basados en las Estadísticas Comunitarias sobre la Renta y las Condiciones de Vida (2005).

Nota: Los niveles de renta se refieren a los percentiles de población: 1: 0-20; 2: 20-40; 3: 40-60; 4: 60-80; 5: 80-90; 6: 90-100.

Así pues, por una parte, la diferencia en las cargas de la deuda entre Estados Unidos y la zona del euro es considerablemente menor cuando sólo se tienen en cuenta los hogares con una hipoteca. Sin embargo, por otra parte, la proporción notablemente mayor de hogares de renta baja con préstamos hipotecarios en Estados Unidos en el 2004 sugiere una mayor vulnerabilidad de los hogares estadounidenses en comparación con la zona del euro. Puede suponerse que se produjo un nuevo aumento de los préstamos hipotecarios en los hogares de rentas más bajas en el periodo comprendido entre el 2004 y el 2007, cuando, en particular, el segmento *subprime* del mercado hipotecario experimentó un fuerte crecimiento, precisamente en el contexto de las iniciativas que puso en marcha el gobierno de Estados Unidos para elevar la proporción de viviendas en propiedad, especialmente en la categoría de hogares con rentas más bajas, pero también como consecuencia de una estructura de incentivos en el sistema financiero que favorecía cada vez más, como fuente de ingresos, las comisiones generadas mediante la titulización de préstamos. El aumento de la financiación hipotecaria a los hogares de rentas más bajas en Estados Unidos vino

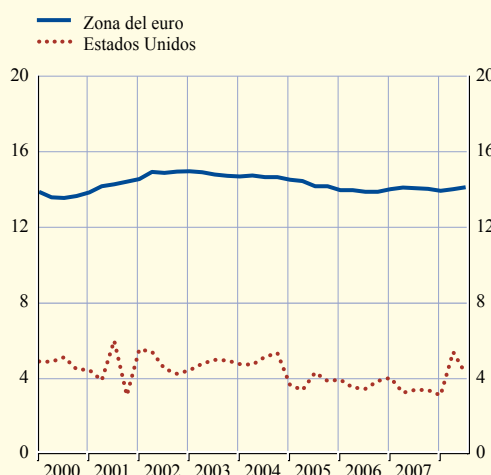
acompañado en el periodo 2004-2007 por el desarrollo de diversos productos que dejaron a los hogares en una situación de mayor sensibilidad frente a las variaciones de los precios de la vivienda y de los tipos de interés. Mientras que, en Estados Unidos, la deuda hipotecaria se había basado tradicionalmente en las hipotecas a tipo de interés fijo, en el periodo comprendido entre el 2004 y el 2007, el crecimiento del segmento *subprime* del mercado hipotecario se tradujo en una creciente importancia de las hipotecas a tipo de interés variable, de los llamados tipos «teaser» o de estímulo (es decir, tipos de interés variables que son muy bajos durante un período inicial), de las hipotecas que sólo pagaban intereses y de las hipotecas con amortización negativa (es decir, aquellas en las que, durante un período, las cuotas del préstamo son inferiores a los intereses incurridos). Varios de estos productos, que se basaban en gran medida en el supuesto de un incremento constante de los precios de la vivienda, contribuyeron de forma notable a la eclosión de las turbulencias financieras cuando dichos precios comenzaron a moderarse. Por último, la mayor vulnerabilidad de los hogares estadounidenses a la evolución de los precios de la vivienda tiene también su origen en el hecho de que los reembolsos del capital inmobiliario (es decir, la decisión de los consumidores de obtener préstamos sobre el valor de su vivienda) han desempeñado un papel importante en los últimos años como fuente de financiación del consumo.

Por el contrario, a nivel de la zona del euro, ese tipo de reembolsos han seguido siendo relativamente poco importantes en los últimos años. No obstante, en algunos países de la zona, los tipos de interés hipotecarios variables han desempeñado, tradicionalmente, un papel más destacado que en Estados Unidos, lo que implica que los hogares que han suscrito este tipo de contratos tienen más posibilidades de verse afectados por las variaciones de los tipos de interés.

Así pues, en general y teniendo en cuenta la distribución de la deuda entre las distintas categorías de renta, la importancia de los reembolsos del capital inmobiliario para fines de consumo y las características, en cuanto a tipos de interés, de

Gráfico 3 Tasas normalizadas de ahorro de los hogares

(en porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuentes: BCE, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Bureau of Economic Analysis y cálculos del BCE.

Nota: Se han introducido ajustes en los datos de Estados Unidos a fin de permitir su comparación con los datos de la zona del euro. La inversión neta en bienes de consumo duradero se ha excluido del ahorro, y los pagos por intereses personales y transferencias corrientes se han excluido de la renta disponible.

los contratos hipotecarios descritos anteriormente, los hogares de Estados Unidos siguen siendo más vulnerables que los de la zona del euro. Este fenómeno adquiere particular importancia habida cuenta de las diferencias en las tasas de ahorro (ahorro de los hogares dividido por su renta bruta disponible) entre ambas áreas económicas. Como se muestra en el gráfico 3, en la zona del euro, dichas tasas, aunque se han ido reduciendo, se han mantenido en niveles de entre el 13,5% y el 15% desde el año 2000, mientras que en el caso de los hogares estadounidenses, se han situado en torno al 4% durante este periodo. Ceteris paribus, esto significa que la riqueza neta de los hogares (es decir, los activos totales menos los pasivos totales) ha aumentado de forma notablemente más rápida en la zona del euro que en Estados Unidos. Además, si se examinan las cifras de capacidad o necesidad de financiación, se observa que, entre los años 2000 y 2008, los hogares de la zona del euro fueron proveedores netos de fondos, mientras que los de Estados Unidos fueron prestatarios netos. Al mismo tiempo, la ratio de

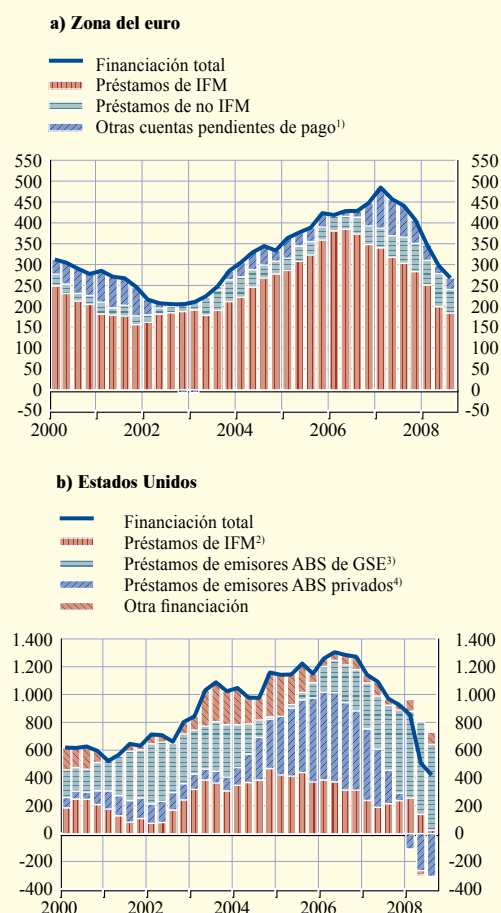
activos financieros totales (es decir, la riqueza financiera bruta) con respecto a la deuda fue más elevada en el caso de los hogares estadounidenses que en los de la zona del euro, lo que ayuda a poner en cierto modo en perspectiva las diferentes tasas de ahorro. Finalmente, en la zona del euro, la capacidad para hacer frente a la carga financiera sigue estando determinada, sobre todo, por la evolución de la renta, mientras que en Estados Unidos, la situación financiera de los hogares se ve afectada más directamente por el valor de la vivienda como garantía y también es más sensible a la evolución negativa de las cotizaciones bursátiles, dada la composición de sus tenencias de activos (en la zona del euro, dichas tenencias están dominadas por los depósitos y los productos de seguro).

ESTRUCTURA Y EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN

En términos generales, la dinámica de la financiación de los hogares en la zona del euro y Estados Unidos fue relativamente similar entre el 2000 y el tercer trimestre del 2008 (véase gráfico 4). En el período comprendido entre el 2000 y principios del 2003, la financiación de los hogares se redujo en la zona del euro y se mantuvo relativamente estable en Estados Unidos, como consecuencia de la desaceleración económica que siguió al final del auge de la nueva economía, con sus favorables condiciones de financiación para los hogares de ambas áreas económicas. En el período 2003-2006, la evolución fue similar en estas dos áreas, reflejo de la expansión del crédito basada en unas favorables condiciones de financiación, en las expectativas de un robusto crecimiento del producto y en los bajos niveles de los tipos de interés. En el período comprendido entre el 2007 y el tercer trimestre del 2008, la moderación de la inflación de los precios de la vivienda, acompañada de un debilitamiento de la demanda de viviendas y de una caída de la oferta de financiación, dio lugar a una reducción de los flujos de financiación en las dos áreas económicas. Sin embargo, a pesar de esta evolución comparable de las tendencias principales, pueden observarse diferencias considerables al examinar con detalle las fuentes de financiación, como indica el gráfico 4. En par-

Gráfico 4 Financiación de los hogares

(transacciones acumuladas de cuatro trimestres en mm de unidades monetarias locales)



Fuentes: BCE, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y cálculos del BCE.

1) Incluye también los créditos comerciales y los pasivos netos de derivados financieros.

2) Entidades de crédito, entidades de ahorro y cooperativas de crédito.

3) Préstamos de empresas patrocinadas por el Estado (Government Sponsored Enterprises – GSE) y de agrupaciones de hipotecas respaldadas por agencias y por GSE.

4) Préstamos de emisores privados de bonos de titulización.

ticular, la financiación mediante préstamos en el caso de los hogares de la zona del euro ya había alcanzado un máximo a principios del 2006, en línea con el máximo del ciclo de la vivienda y de las subidas de los tipos de interés, y, hasta el tercer trimestre del 2008, no dio señales de que estuviera acusando un impacto adicional significativo derivado de las turbulencias financieras. Además, en la zona del euro, los préstamos de las

IFM siguieron representando, con mucho, el grueso de la financiación.

En lo que respecta a los hogares estadounidenses, el gráfico revela la importancia de las empresas patrocinadas por el gobierno en la financiación de la vivienda, especialmente en el período 2000-2003. No obstante, en el 2004, los nuevos límites que la regulación impuso a esas empresas (es decir, los mayores requerimientos de capital y controles de los balances) redujeron su importancia en la financiación externa de los hogares. Entonces, entraron en escena los emisores privados de bonos de titulización de activos y, por las razones expuestas en la sección 2, su importancia como fuente de financiación de los hogares aumentó de forma acusada en el período 2004-2006. Un gran número de estos emisores eran entidades no depositarias menos reguladas, que en muchos casos actuaban como filiales de bancos de inversión.

Sin embargo, con los precios de la vivienda en descenso y los tipos de interés en aumento, la crisis de las hipotecas *subprime* desencadenó las turbulencias financieras, durante las cuales se secó el mercado de bonos de titulización hipotecaria privados. Ello dio lugar a una moderación de la financiación de los hogares entre finales del 2006 y principios del 2008, que se redujo aproximadamente a la misma velocidad con que había crecido entre el 2004 y el 2006. Además, en el segundo y tercer trimestres del 2008, la financiación a través de bonos de titulización hipotecaria privados contribuyó significativa y negativamente a la financiación externa de los hogares (es decir, reduciendo su financiación externa total). Al mismo tiempo, dado que el denominado modelo «originar para distribuir» de préstamos bancarios demostró entrañar más riesgos de lo que se había pensado anteriormente para las entidades de crédito en las que se originaban los préstamos, éstas no compensaron la caída de la oferta de financiación a los hogares proveniente de emisores privados de bonos de titulización hipotecaria, de modo que, en el tercer trimestre del 2008 y en cifras interanuales, prácticamente sólo las empresas patrocinadas por el gobierno (principalmente Fan-

nie Mae y Freddie Mac, que, desde el 7 de septiembre de 2008 se encuentran bajo el control de la Agencia Federal de Financiación de la Vivienda) contribuyeron positivamente a la financiación de los hogares. En conjunto, los flujos de financiación externa a los hogares se redujeron a un tercio del nivel máximo alcanzado en el 2006 en el tercer trimestre del 2008, y a la mitad entre el segundo y el tercer trimestres de ese mismo año, como consecuencia de la intensificación de las turbulencias.

La evolución general de la financiación de los hogares en la zona del euro entre el 2000 y mediados del 2006 fue relativamente similar a la descrita en el caso de Estados Unidos. Concretamente, entre el 2003 y finales del 2006, se duplicaron las operaciones anuales relacionadas con este tipo de financiación, un incremento del mismo tamaño que el observado en Estados Unidos. La titulización de los préstamos se desarrolló rápidamente, aunque a una escala considerablemente menor que en Estados Unidos (expresada en porcentajes del PIB, la titulización de los préstamos se situó en torno al 3% en la zona del euro cuando alcanzó su máximo en el 2006, frente al 17% registrado en Estados Unidos) y contribuyó positivamente a la financiación de los hogares, especialmente de las hipotecas⁴, entre el 2003 y el 2006. Al mismo tiempo, los préstamos originados y mantenidos por las IFM siguieron siendo, con mucho, la principal fuente de financiación exterior de los hogares de la zona del euro durante todo el período. Es de destacar que, desde el inicio de la crisis financiera, a mediados del 2007, hasta el tercer trimestre del 2008, los flujos de financiación de los hogares se han reducido a la mitad en comparación con el máximo del 2006 en la zona del euro, mientras que, en Estados Unidos, se redujeron a un tercio en el mismo período. Los datos disponibles más recientes sobre el cuarto trimestre del 2008 para Estados Unidos sugieren que las operaciones anuales de financiación externa (flujos anuales) se redujeron de forma significativa en comparación con el ter-

4 Para un análisis cuantitativo, véanse los gráficos 1 y 2 del artículo titulado «El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», en el Boletín Mensual de agosto del 2008.

cer trimestre, e incluso se tornaron negativas. Ello refleja los flujos internuales negativos observados hasta el final del 2008 en todos los subcomponentes, salvo en los préstamos proporcionados por emisores de bonos de titulización de activos patrocinados por el gobierno (principalmente, Fanny Mae y Freddie Mac). Los préstamos de las IFM siguieron siendo la principal fuente de financiación externa para los hogares de la zona del euro durante todo el período de turbulencias financieras. Posiblemente, este hecho se deba, en parte, a la posibilidad que tienen las IFM del área del euro de recomprar los títulos creados con la titulización de sus propios préstamos, con vistas a su posible utilización para obtener liquidez del BCE, aspecto que cobró más importancia cuando, en octubre del 2008, el BCE comenzó a realizar operaciones de provisión de liquidez a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Así pues, esta opción podría haber aliviado las tensiones que experimentaron las IFM de la zona del euro como consecuencia de la considerable moderación de las titulizaciones basadas en el mercado observada desde agosto del 2007.

4 FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

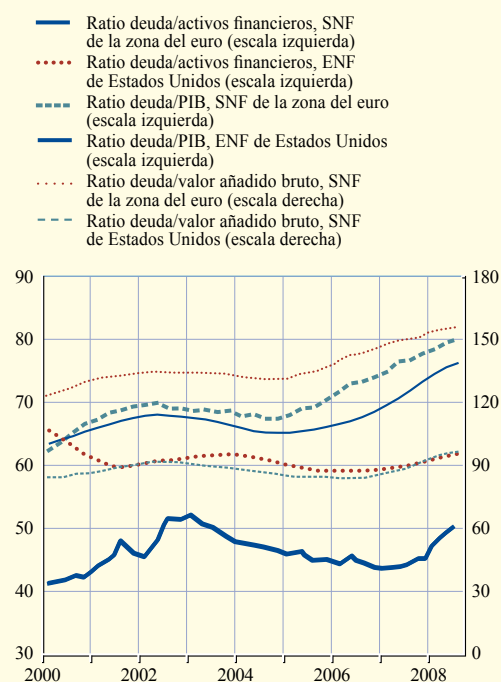
En esta sección se describe la situación financiera global de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos, y se describen, a continuación, las principales características de la estructura de financiación de este sector y su evolución en los diez últimos años. Además, se analiza el crecimiento de la financiación externa durante ese período, prestando especial atención al tiempo transcurrido desde que se iniciaron las tensiones financieras en los mercados a mediados del 2007. Debe tenerse presente que existen algunas diferencias metodológicas en los datos sobre los sectores no financieros de las dos áreas económicas, que se describen en el recuadro anterior.

SITUACIÓN FINANCIERA

En los últimos años, las sociedades no financieras, tanto de la zona del euro como de Estados Unidos,

Gráfico 5 Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro y Estados Unidos

(en porcentaje)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y BCE.

Nota: El sector de empresas no financieras (ENF) de Estados Unidos no es directamente comparable con el de sociedades no financieras de la zona del euro, dado que el primero no comprende las empresas no societarias.

han acumulado un volumen considerable de deuda, que ha hecho que las ratios de endeudamiento con respecto al PIB aumenten hasta máximos históricos, situándose en el 80%, en la zona del euro, en el tercer trimestre del 2008, y en el 76%, en el caso de las empresas no financieras de Estados Unidos⁵ (véase gráfico 5)⁶. Así pues, las ratios de deuda de las sociedades no financieras fueron similares en las dos

5 El sector de empresas no financieras de Estados Unidos es el más comparable con el de sociedades no financieras de la zona del euro. Sin embargo, incluye las empresas individuales y las sociedades personalistas que, en la zona del euro, forman parte del sector de hogares.

6 Las ratios de las sociedades no financieras de la zona del euro y Estados Unidos, como la ratio de endeudamiento en relación con el valor añadido bruto, no son directamente comparables. Para Estados Unidos, esta ratio sólo se puede calcular para el sector de empresas societarias no financieras, que no incluye las empresas no societarias no financieras, mientras que estas empresas sí se incluyen en el sector de sociedades no financieras de la zona del euro.

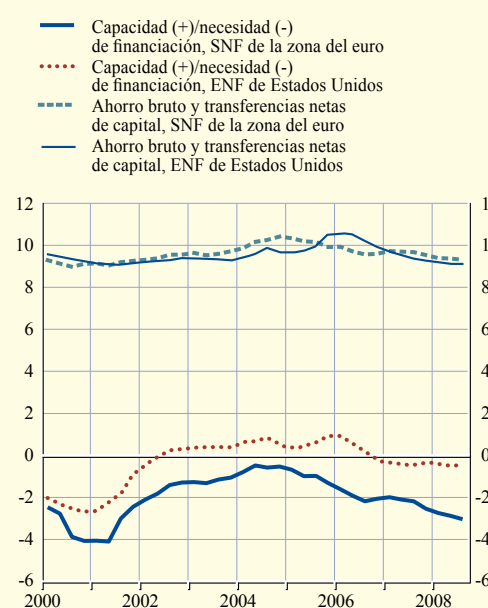
áreas económicas. Dado que el nivel de ahorro de las empresas no financieras estadounidenses ha sido superior o prácticamente igual a su nivel de formación de capital, las necesidades de financiación de las empresas no financieras en Estados Unidos se han situado en niveles próximos a cero en los últimos años. Por consiguiente, el aumento del nivel de su deuda guarda relación, principalmente, con la inversión financiera (fusiones y adquisiciones)⁷ y con las recompras de acciones. Por el contrario, en la zona del euro, las sociedades no financieras han utilizado en mayor medida recursos externos para financiar tanto la formación de capital como la inversión financiera, habiendo aumentado esta última, en particular, en el bienio 2005-2006 en el contexto de las fusiones y adquisiciones. A diferencia de lo ocurrido en Estados Unidos, las recompras de acciones por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro han sido limitadas en los diez últimos años.

Como consecuencia de la notable adquisición de activos financieros por sociedades no financieras, sus ratios de deuda respecto a los activos financieros se mantuvieron mucho más estables que las ratios respecto al PIB en ambas áreas económicas. En Estados Unidos, la ratio deuda/activos financieros del sector de empresas no financieras fue algo más elevada (61,4% en el tercer trimestre del 2008) que la registrada por las sociedades no financieras de la zona del euro (50,7% en el mismo trimestre). Sin embargo, la ratio que registraron estas últimas fue bastante similar a la de las empresas societarias no financieras de Estados Unidos (49,9% en el tercer trimestre del 2008), lo que podría indicar que, en los diez últimos años, las empresas más grandes, en particular, han acumulado considerables tenencias de activos financieros.

La favorable situación económica imperante entre el 2003 y mediados del 2007 dio lugar a un aumento en la generación de recursos internos (ahorro bruto y transferencias netas de capital) por parte de las sociedades no financieras, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos (véase gráfico 6). Desde mediados del 2007 hasta el tercer trimestre del 2008, la generación de recursos internos por las sociedades no financieras se redujo en las dos áreas económicas como consecuencia

Gráfico 6 Ahorro y necesidad de financiación de las sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro y Estados Unidos

(en porcentaje del PIB)



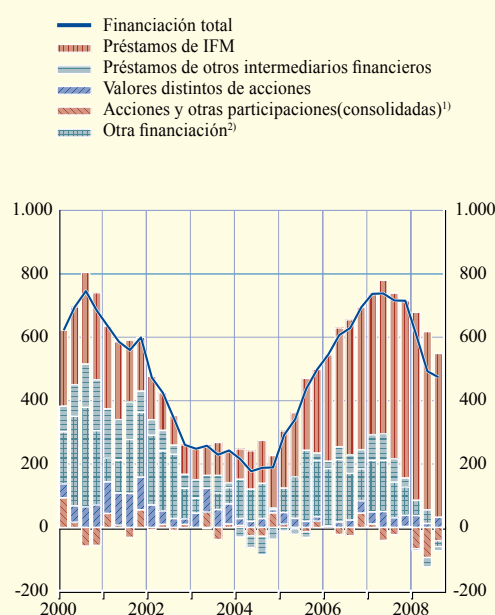
Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y BCE.
Nota: La capacidad (+)/necesidad (-) de financiación es aproximadamente igual al ahorro bruto y las transferencias netas de capital menos la formación bruta de capital.

del deterioro de las perspectivas generales de la economía. Durante el mismo período, la ratio de recursos internos respecto al PIB de las sociedades no financieras se mantuvo en niveles similares en las dos áreas económicas. Además, la evolución de los recursos internos de las sociedades no financieras de la zona del euro contribuyó, junto con el aumento de la formación de capital, a un incremento de un punto porcentual, aproximadamente, de sus necesidades de financiación netas, que se situaron en el 3% del PIB en el tercer trimestre del 2008. En Estados Unidos, por el contrario, las necesidades de financiación de las em-

7 Cuando una empresa absorbe otra y se convierte claramente en el nuevo propietario, la operación se denomina adquisición. Desde el punto de vista legal, la compañía adquirida deja de existir, el comprador absorbe la empresa y las acciones del comprador siguen negociándose. Se produce una fusión cuando dos empresas, con frecuencia de un tamaño similar, acuerdan funcionar como una única nueva empresa, en lugar de funcionar por separado, con distintos propietarios. Las acciones de las dos empresas se rescatan y se sustituyen por acciones emitidas por la nueva compañía.

Gráfico 7 Desglose de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro

(suma móvil de cuatro trimestres de las transacciones; mm de euros)



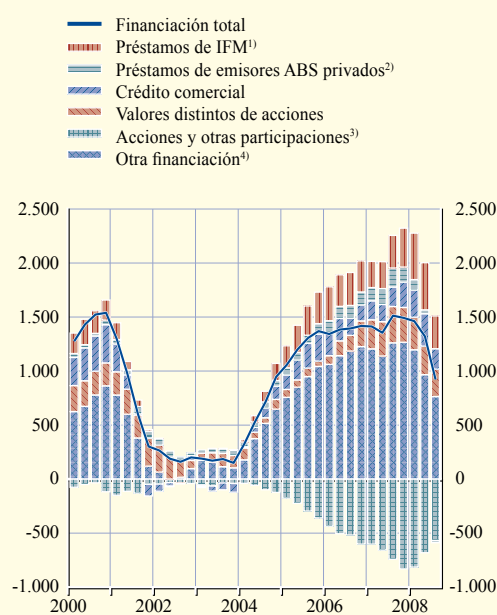
Fuente: BCE.

1) A fin de facilitar la comparación con los datos de Estados Unidos, las acciones y otras participaciones se han «consolidado», excluyendo las inversiones en acciones de las propias sociedades no financieras.

2) «Otra financiación» incluye otras cuentas pendientes de pago y los compromisos directos por pensiones. A fin de facilitar la comparación con los datos de Estados Unidos, los préstamos entre empresas relacionadas se han «consolidado», excluyendo los préstamos concedidos por las sociedades no financieras dentro de la zona del euro.

Gráfico 8 Desglose de la financiación de las empresas no financieras de Estados Unidos

(suma móvil de cuatro trimestres de las transacciones; mm de dólares estadounidenses)



Fuente: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

1) Entidades de crédito, entidades de ahorro y cooperativas de crédito.

2) Préstamos de emisores privados de bonos de titulización.

3) Emisión neta de acciones y otras participaciones menos adquisición neta de acciones y otras participaciones.

4) No se dispone de un desglose más detallado.

presas no financieras se mantuvieron bastante estables y en niveles próximos a cero desde el cuarto trimestre del 2006 hasta el tercer trimestre del 2008, al descender en ese período tanto los recursos internos como la formación de capital. Así pues, en promedio, las sociedades no financieras estadounidenses han financiado su formación bruta de capital con cargo a los beneficios no distribuidos.

ESTRUCTURA Y EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN

Por lo que respecta a la estructura de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, los recursos provenientes del sistema bancario han desempeñado, tradicionalmente, un papel importante, siendo los préstamos de las

IFM la principal fuente de financiación externa. En el período comprendido entre el 2000 y el 2003, dichos préstamos constituyeron, en promedio, el 37% de la financiación externa total (en flujos anuales). Entre el 2004 y el segundo trimestre del 2007, la financiación bancaria representó, en promedio, un 63% (véase gráfico 7)⁸. No obstante, estos elevados niveles de financiación bancaria probablemente re-

8 A efectos de comparación con Estados Unidos, la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se define como préstamos (excluidos los préstamos entre empresas relacionadas dentro de la zona del euro), valores distintos de acciones emitidos, acciones netas emitidas (acciones emitidas menos acciones adquiridas), otras cuentas pendientes de pago y reservas para fondos de pensiones. Al excluir los préstamos entre empresas relacionadas dentro de la zona del euro y consolidar las emisiones y adquisiciones de acciones y otras participaciones, esta definición se aproxima más a la de la financiación externa de las empresas no financieras que figura en las cuentas de flujos de fondos de Estados Unidos.

flejan también las favorables condiciones para este tipo de financiación en comparación con otras fuentes de financiación externa. Los préstamos de otros intermediarios financieros⁹ también cobraron mayor importancia, especialmente en el período transcurrido entre el 2006 y el primer semestre del 2007, alcanzando en el segundo trimestre de este último año un máximo del 11% de la financiación externa total de las sociedades no financieras de la zona del euro, lo que indica que las operaciones de titulización y los préstamos sindicados desempeñaron un papel cada vez más importante en ese período. Las emisiones de valores distintos de acciones y las emisiones netas de valores de renta variable (emisiones menos adquisiciones) por parte de las sociedades no financieras representaron, en promedio, el 11% y el 0,5%, respectivamente, de su financiación externa total desde el año 2000 hasta el segundo trimestre del 2007, lo que indica la importancia limitada de la financiación en los mercados para las sociedades no financieras de la zona del euro.

A diferencia de la zona del euro, las empresas no financieras de Estados Unidos recurren en general, en mucha mayor medida, a fuentes de financiación no bancaria (véase gráfico 8). En el 2002 y el 2003, la financiación bancaria (préstamos originados y mantenidos por las entidades de crédito) contribuyó de forma ligeramente negativa (tomando como base los flujos anuales) a la financiación externa de las empresas no financieras estadounidenses (es decir, redujo su financiación externa total). En el período comprendido entre el 2004 y el segundo trimestre del 2007, la financiación bancaria ascendió, en promedio, al 18% de la financiación externa total de dichas empresas (en flujos anuales), mientras que, en el período correspondiente a la crisis financiera, es decir, entre el tercer trimestre del 2007 y el tercer trimestre del 2008, representó un 29%. En comparación con la zona del euro, la financiación mediante emisión de valores distintos de acciones constituye un porcentaje más elevado de la financiación externa de las empresas no financieras en Estados Unidos (un 32% en el período comprendido entre el 2000 y el segundo trimestre del 2007). Por el contrario, la emisión neta de ac-

ciones y participaciones ha sido negativa en el sector de empresas no financieras de Estados Unidos durante todo el período considerado, como resultado de las adquisiciones de este tipo de valores en el contexto de recompras de acciones y operaciones de fusión y adquisición de empresas.

Los préstamos procedentes de emisores de bonos de titulización de activos han adquirido considerable importancia en los últimos años y, en el tercer trimestre del 2007, representaban el 11% de la financiación externa de las empresas no financieras estadounidenses. Además, la partida de «otra financiación» representa un porcentaje muy elevado de la financiación externa, lo que introduce cierta incertidumbre en la interpretación de los datos de Estados Unidos. Según los datos del sector de empresas no financieras con forma societaria, en los últimos años, la sindicación de préstamos se ha convertido en un elemento cada vez más importante de la financiación externa y, en el 2007, representaba el 15% de la misma. La mayoría de las sindicaciones han sido realizadas por emisores de bonos de titulización, según los datos que recogen las cuentas de flujo de fondos de Estados Unidos. No obstante, en el tercer trimestre del 2008, la proporción de préstamos sindicados bajó hasta el 8% según datos basados en flujos anuales.

Para estudiar la evolución de la financiación externa de las sociedades no financieras en la zona del euro y Estados Unidos, se hace hincapié en la evolución de los distintos instrumentos de financiación, especialmente en el período de turbulencias en los mercados financieros.

En la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la financiación externa total de las sociedades no financieras se situó en el 3,8% en el tercer trimestre del 2008 y fue, por lo tanto, considerablemente inferior a la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM a estas sociedades, que ascendió al 12,2% en el mismo trimestre (véase

9 «Otros intermediarios financieros» incluye las entidades especiales de financiación.

gráfico 9). Estas cifras podrían ser indicativas de un posible efecto sustitución entre las distintas fuentes de financiación externa, que tendría su origen en las tensiones de los mercados financieros y que se manifestaría en una tendencia a recurrir en mayor medida a los préstamos de las IFM.

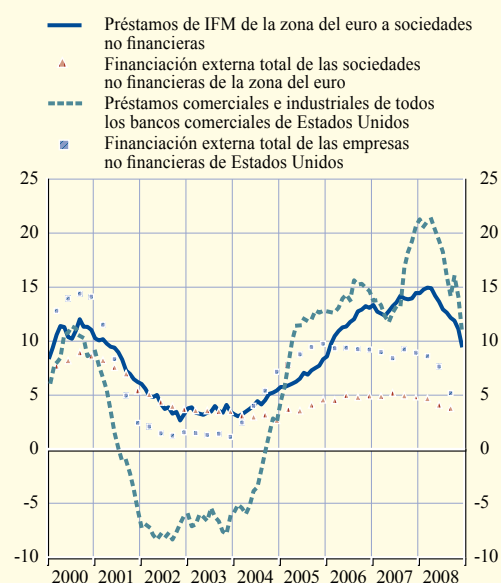
El recurso relativamente menor a las acciones y participaciones en comparación con la financiación mediante préstamos, por parte de las sociedades no financieras, en el período 2004-2008, probablemente guarda relación con el coste real, considerablemente menor, que a estas sociedades les supone la financiación mediante deuda. Además, el mayor recurso a la titulización, en virtud de la cual se dieron de baja préstamos en los balances de los bancos, y la venta de préstamos en el mercado secundario en los últimos años, han permitido a las entidades de crédito contar con un margen de maniobra adicional para conceder préstamos a las sociedades no financieras en condiciones competitivas en comparación con otras fuentes de financiación externa. El período comprendido entre el 2003 y mediados del 2007 se caracterizó asimismo por una fuerte acumulación de recursos internos que contribuyó también al menor crecimiento de las emisiones de capital.

Considerando el período siguiente al inicio de las tensiones en los mercados financieros, a mediados del 2007, los préstamos bancarios crecieron de forma pronunciada hasta el primer trimestre del 2008, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos.

En la zona del euro, los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, han cobrado mayor importancia y representan, en promedio, un 95% de su financiación externa, mientras que la financiación obtenida mediante otros instrumentos se ha reducido considerablemente. En primer lugar, la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro a través de otros intermediarios financieros ha experimentado una notable caída en el contexto de las turbulencias financieras. En el tercer trimestre del 2008, la contribución de los préstamos concedidos por estos intermediarios a la financiación externa anual de las sociedades no financieras fue negativa, lo que indica un descen-

Gráfico 9 Financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro y Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y BCE.
Nota: La financiación externa incluye el total de pasivos financieros.

so de las titulizaciones y de los préstamos sindicados. En segundo lugar, la emisión de valores distintos de acciones por estas sociedades se redujo, en promedio, hasta un 4,8% de su financiación externa total desde el tercer trimestre del 2007 hasta el tercer trimestre del 2008. En tercer lugar, la financiación neta negativa mediante acciones (flujos anuales) en los tres primeros trimestres del 2008 fue resultado de un descenso de las emisiones de renta variable por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro y de un aumento de las compras de acciones.

En Estados Unidos, la aceleración transitoria del crecimiento de los préstamos registrados se vio afectada de forma notable por la reintermediación, ya que las entidades de crédito incluyeron de nuevo en sus balances los activos titulizados, mientras que, en la zona del euro, la escala de esos efectos ha sido mucho más limitada. Además, los efectos de sustitución que se han traducido en un mayor recurso a los préstamos bancarios en el contexto de las tensiones en los mercados financieros, con un en-

torno de mercado en el que la emisión de valores de renta fija se ha tornado más difícil, probablemente serán más significativos en Estados Unidos, debido a que los valores de este tipo emitidos por las sociedades no financieras estadounidenses tienen más importancia en la financiación externa que los emitidos por sus homólogas de la zona del euro. Además, las normas contables de Estados Unidos permiten que los préstamos bancarios que se vendan a entidades no bancarias durante un proceso de titulación se eliminen de los balances de los bancos más fácilmente que en la zona del euro, lo que también habría reforzado la reintermediación de los préstamos. Al mismo tiempo, los préstamos bancarios tienen una importancia considerablemente menor como instrumento de financiación externa para las sociedades no financieras de Estados Unidos que para las de la zona del euro.

Además, en Estados Unidos puede observarse que, en los últimos trimestres, se ha producido también una reducción sustancial de la financiación proveniente de otras fuentes (incluidos los *hedge funds*). Es probable que esta reducción refleje una disminución de las fusiones y adquisiciones y de las compras apalancadas y una considerable reducción en las fuentes de financiación para dichas actividades, en consonancia con la notable caída de los préstamos sindicados observada en el primer semestre del 2008. Esta reducción de los recursos se refleja, en cierta medida, en una contribución neta menos negativa de las acciones y otras participaciones a la financiación total. Aunque ambas partidas están relacionadas hasta cierto punto (a través de la financiación de los programas de recompra de acciones), esa contribución neta menos negativa también podría reflejar factores de demanda de las sociedades no financieras, ya que dichos programas son mucho menos atractivos en un entorno de menor rentabilidad. En el cuarto trimestre del 2008, para el que sólo se dispone hasta ahora de los datos correspondientes a Estados Unidos, la tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las empresas no financieras estadounidenses volvió a caer hasta el 4,3% (desde el 5,5% registrado en el tercer trimestre), debido, sobre todo, a un considerable descenso de las operaciones (flujos anuales) de presta-

mos bancarios a este tipo de empresas. Esta evolución refleja tanto la desaceleración de la actividad económica como un endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos.

5 CONCLUSIÓN

En el presente artículo se comparan la estructura y la evolución de la financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras de la zona del euro y Estados Unidos. Una de las principales diferencias entre las dos áreas económicas es que el sistema financiero de la zona del euro se basa, en gran medida, en las entidades de crédito, mientras que, en Estados Unidos, la financiación basada en los mercados financieros y la proveniente de entidades no bancarias (tanto directamente como a través de las ventas y titulaciones de préstamos originados por los bancos) desempeñan un papel mucho más prominente.

Por lo que respecta a la evolución de la financiación externa en el período de turbulencias financieras que se inició a mediados del 2007, la tasa de crecimiento de la financiación externa de los hogares y de las sociedades no financieras se ha reducido tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. En el caso de los hogares estadounidenses, esta reducción se debe, en parte, a la moderación de la demanda, pero también al hecho de que el mercado de emisores privados de bonos de titulación se secó durante el período de turbulencias financieras y las entidades de crédito no pudieron actuar como sustitutos perfectos, ya que el riesgo implícito en los balances de los bancos por los préstamos titulizados resultó ser mayor de lo que se pensaba anteriormente. Además, el aumento del riesgo de los prestatarios, como consecuencia de la pérdida de valor de los activos, también podría haber contribuido a que las entidades de crédito se mostrasen más renuentes a la hora de conceder préstamos. Dentro de la zona del euro, la moderación de los flujos de financiación a los hogares fue acusada, pero precedió al inicio de las turbulencias financieras y, hasta ahora, ha sido mucho menos pronunciada que en Estados Unidos. Es probable que esta diferencia radique en el hecho de que, en la zona

del euro, la financiación de los hogares depende menos de fuentes ajenas a las IFM y, en particular, se recurra menos a la titulización de los préstamos. Por otra parte, la posibilidad de que las IFM reten-gan los bonos derivados de sus propias operaciones de titulización, a fin de crear garantías para las ope-raciones de liquidez del BCE podría haber ayudado a mantener un cierto flujo de financiación. Por lo que respecta a las sociedades no financieras de am-bas áreas económicas, los préstamos bancarios han cobrado cada vez más importancia en relación con su financiación externa total desde el inicio de las turbulencias financieras. Concretamente, en el caso de las empresas no financieras de Estados Unidos,

este cambio podría guardar relación con los proble-mas existentes actualmente para transferir dichos préstamos a terceros mediante operaciones de ven-ta y titulización, dado que esos mercados se han agotado parcialmente. Si bien los criterios de con-cesión de créditos bancarios y el coste de la finan-ciación de las sociedades no financieras se han tor-nado notablemente más restrictivos en ambas áreas económicas, con información hasta el tercer tri-mestre del 2008, no se apreciaban indicios claros de que las restricciones cuantitativas al crédito ha-yan afectado de forma significativa a la evolución de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro.

REVISIONES DE LAS ESTIMACIONES DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO

ARTÍCULOS

Revisiones
de las estimaciones
del PIB de la zona
del euro

Las estimaciones preliminares del PIB de la zona del euro se publican 45 días después del trimestre de referencia, y las revisiones de estas estimaciones a lo largo del tiempo van reflejando la disponibilidad de información adicional. Cuanto mayor sea la fiabilidad de las primeras estimaciones, mejores serán los instrumentos de los que dispondrán los responsables de la política económica para evaluar la situación y las perspectivas de la economía. En este contexto, en el presente artículo se analiza la fiabilidad de las primeras estimaciones. El artículo muestra que las revisiones de los datos del PIB total son generalmente menores que las de sus componentes. De forma similar, las revisiones de los datos de la zona del euro son, en general, menos significativas que las de los datos nacionales. Ambos resultados se derivan de una conocida regularidad estadística, es decir, que las revisiones a nivel desagregado tienden a cancelarse parcialmente unas con otras a nivel agregado. El artículo muestra también que el adelanto de la publicación de las primeras estimaciones en 25 días realizado en el 2003 no ha reducido la fiabilidad de la información sobre la evolución del PIB de la zona del euro, lo que indica que una mayor puntualidad no va necesariamente acompañada de una menor fiabilidad.

I INTRODUCCIÓN

Las estimaciones del crecimiento intertrimestral del PIB y de sus componentes se obtienen de distintas estadísticas y fuentes básicas (como los datos administrativos, los censos y las encuestas sobre empresas y hogares) y sintetizan los resultados de un número muy elevado de operaciones en una sola cifra. Para permitir una correcta valoración de la evolución económica, estas estimaciones han de ser fiables y puntuales. A estos efectos, Eurostat y los institutos nacionales de estadística (INE) se esfuerzan por optimizar la fiabilidad y puntualidad de las estimaciones.

La necesidad de disponer de información adelantada implica que las primeras estimaciones se basen en fuentes de datos menos numerosas o completas que las que estarán disponibles para las estimaciones posteriores. Por ello, las primeras estimaciones pueden ser susceptibles de revisiones encaminadas a incrementar su fiabilidad. Se realizan revisiones periódicas y revisiones de las referencias. Las revisiones periódicas se deben a la incorporación de información básica trimestral o anual, más abundante pero menos puntual, que incluye la actualización de los parámetros que se utilizan para la corrección de las variaciones estacionales o por días laborables. Las revisiones de las referencias, que se efectúan aproximadamente cada cinco años, reflejan mejoras en las fuentes de datos multianuales y en la metodología.

La información sobre las revisiones puede ayudar a los responsables de la política económica a interpretar las primeras estimaciones. Esta información podría utilizarse para evaluar el grado de incertidumbre de los datos más recientes o para predecir los datos futuros que requerirán revisiones¹.

En este artículo se describen las regularidades empíricas que presentan las revisiones de las primeras estimaciones del PIB y de sus componentes para la zona del euro y los seis países más grandes de la zona, sintetizadas en una serie de indicadores de las revisiones². Algunos de estos indicadores muestran los eventuales cambios en el ritmo de la actividad económica, mientras que otros reflejan la magnitud y volatilidad de las revisiones y la amplitud del sesgo de las primeras estimaciones.

El artículo se estructura de la manera siguiente. En la segunda sección se describen las estimaciones y los indicadores de las revisiones considerados para el análisis, en la tercera se examinan los resultados y en la cuarta se presentan las principales conclusiones.

1 Sobre este tema, véase A. Cunningham, J. Eklund, C. Jeffery, G. Kapetanios y V. Labhard, «A state-space approach to extracting the signal from uncertain data», *Journal of Business and Economic Statistics*, de próxima publicación.

2 Para un análisis previo, véase también el recuadro titulado «La fiabilidad de las estimaciones del crecimiento del PIB de la zona del euro y de sus componentes», en el Boletín Mensual de junio del 2006.

2 ESTIMACIONES E INDICADORES DE LAS REVISIONES SELECCIONADOS PARA EL ANÁLISIS

Eurostat publica las tasas de crecimiento intertrimestral desestacionalizadas y ajustadas por días laborables del PIB y de sus componentes del gasto para la zona del euro, y los INE publican, por lo general, los correspondientes datos relativos a los países de la zona. En el cuadro 1 se presentan las distintas estimaciones consideradas en este artículo, utilizando como ejemplo los resultados del PIB de la zona del euro para el primer trimestre del 2003. Eurostat publicó por primera vez la estimación preliminar del crecimiento del PIB de la zona del euro, referida al primer trimestre del 2003, el 15 de mayo de 2003. Desde entonces, Eurostat y la mayor parte de los INE publican una estimación preliminar del crecimiento del PIB unos 45 días después de que termine el trimestre de referencia.

Generalmente, unas dos semanas después de la estimación preliminar se publica una primera estimación completa que incluye también los componentes del gasto (la del primer trimestre del 2003 se publicó el 5 de junio de 2003). Otra estimación, en lo sucesivo denominada actualización trimestral, se publica tres meses más tarde (la del primer trimestre del 2003 se publicó el 14 de agosto de 2003). Una estimación, que puede incorporar nuevos datos importantes procedentes, en particular, de fuentes de datos anuales y que en el cuadro 1 se denomina actualización anual, se publica normalmente en el cuarto trimestre del año siguiente (la del primer trimestre del 2003 se publicó el 12 de noviembre de 2004).

En el presente artículo, las revisiones del crecimiento del PIB se calculan por la diferencia entre, por un lado, la estimación preliminar y, por otro, la primera estimación completa, la actualización trimestral y la actualización anual, respectivamente.

Para los componentes del gasto, la primera estimación completa se compara con las correspondientes dos estimaciones siguientes.

Las estimaciones arriba mencionadas se seleccionaron con vistas a abarcar las revisiones periódicas, así como las prácticas de estimación y revisión tanto de Eurostat como de los INE. No se consideran otras estimaciones y, concretamente, las relativas a la evolución en el 2008, a fin de evitar distorsionar los resultados, como consecuencia de la incorporación de importantes revisiones de las referencias o de mejoras metodológicas, como la introducción de medidas encadenadas de volumen en el período 2005-2006.

Cabe tener en cuenta que las prácticas de estimación y revisión de las oficinas de estadística no están todavía totalmente coordinadas y que esto puede afectar al análisis. Ello es especialmente válido en el caso de las revisiones de la zona del euro, que reflejan las mejoras en la información y algunos cambios metodológicos de forma continuada, es decir, a medida que se van incorporando datos y/o métodos en uno o varios países de la zona del euro, lo que dificulta la identificación de las fuentes de estas revisiones.

Por lo que se refiere a los indicadores de las revisiones, este artículo se centra en las medidas que reflejan la amplitud del sesgo de las primeras estimaciones y la magnitud y volatilidad de las revisiones. Estas medidas proporcionan información a lo largo de todo el ciclo económico.

La primera medida es la magnitud de las revisiones, o la revisión media absoluta, que se calcula como la media aritmética del valor absoluto de las revisiones. Unas revisiones de reducida magnitud significan que las correspondientes estimaciones preliminares son más fiables, por lo que ofrecen a los responsables de la política económica un mejor

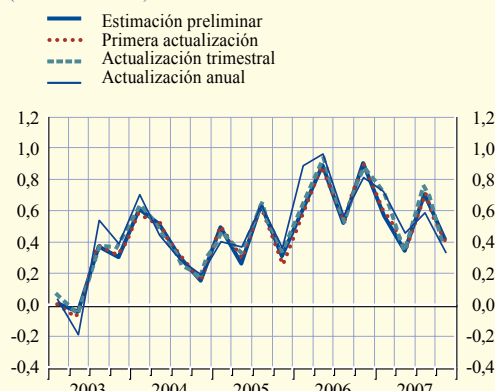
Cuadro 1 Estimaciones del crecimiento del PIB de la zona del euro en el primer trimestre del 2003

(tasas de variación intertrimestrales)

Estimación preliminar (15 de mayo de 2003)	Primera estimación (5 de junio de 2003)	Actualización trimestral (14 de agosto de 2003)	Actualización anual (12 de noviembre de 2004)
0,0	0,0	0,1	0,0

Gráfico 1 Crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro

(tasas de variación)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

punto de partida para valorar la situación y las perspectivas de la economía de la zona del euro.

La segunda medida es la volatilidad de las revisiones, que se calcula como la desviación típica de éstas, y que es indicativa de su variabilidad. Al igual que con la magnitud de las revisiones, cuanto menor sea su volatilidad, mayor será la fiabilidad de las correspondientes estimaciones.

La tercera medida, es decir, el sesgo de la estimación, o la revisión media, muestra si las revisiones tienen, en promedio, un valor próximo a cero, positivo o negativo. Esta medida es similar a la revisión

media absoluta, salvo que tiene en cuenta el signo de las distintas revisiones. Cuanto más se aproximen a cero las revisiones medias, más fiables serán las estimaciones del PIB y de sus componentes.

Estas medidas son sólo una selección de indicadores de las revisiones que podrían ser útiles. Otros indicadores son los que señalan los puntos de inflexión. En relación con el PIB, en el presente artículo se utilizan estos indicadores para establecer en qué medida la estimación preliminar indica la dirección del cambio y si se produce una aceleración o desaceleración del crecimiento del PIB.

3 RESULTADOS

3.1 RESULTADOS PARA EL PIB

Un primer examen de la evolución del crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro entre el 2003 y el 2007 muestra que la estimación preliminar no se revisó de forma significativa en relación con las estimaciones posteriores (véase gráfico 1), salvo en el caso del primer trimestre del 2006, período para el cual la estimación preliminar se revisó al alza en 0,3 puntos porcentuales.

La ausencia de revisiones significativas de las primeras estimaciones viene confirmada por los indicadores de las revisiones que señalan los puntos de inflexión, como puede observarse en el cuadro 2.

Cuadro 2 Estimaciones del crecimiento del PIB y puntos de inflexión

(períodos de tiempo)

	Zona del euro	Bélgica	Alemania	España	Francia	Italia	Países Bajos
Acierto en la indicación de la dirección del cambio							
Estimación preliminar comparada con primera estimación	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Estimación preliminar comparada con actualización trimestral	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Estimación preliminar comparada con actualización anual	100,0	100,0	95,0	100,0	94,4	100,0	85,0
Acierto en la indicación de la aceleración o desaceleración							
Estimación preliminar comparada con primera estimación	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	95,0
Estimación preliminar comparada con actualización trimestral	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	90,0
Estimación preliminar comparada con actualización anual	100,0	68,8	90,0	85,7	94,4	100,0	80,0

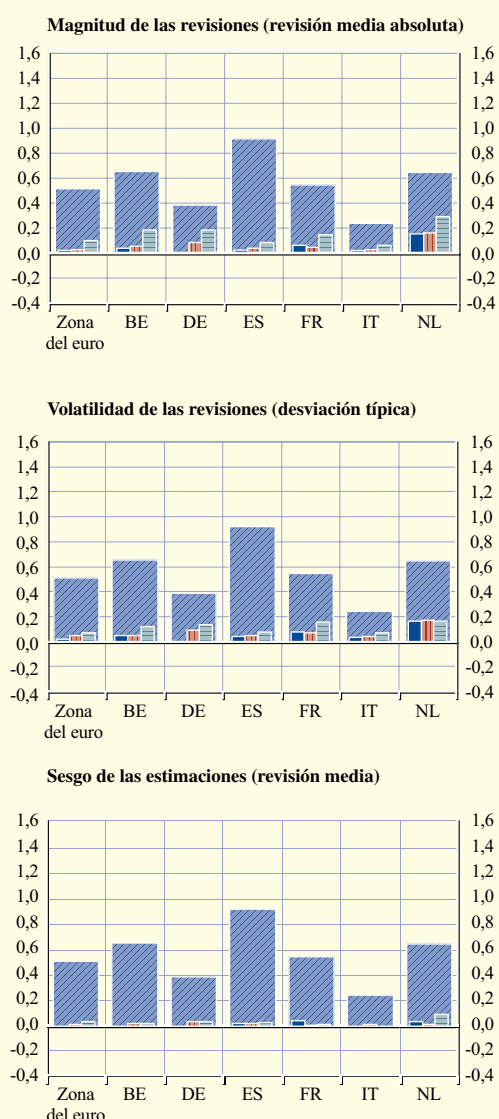
Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

Notas: Los períodos examinados son los siguientes: zona del euro, Alemania, Italia y Países Bajos, desde el primer trimestre del 2003 al cuarto trimestre del 2007; Bélgica, desde el primer trimestre del 2004 al cuarto trimestre del 2007; España, desde el tercer trimestre del 2004 al cuarto trimestre del 2007; Francia, desde el tercer trimestre del 2003 al cuarto trimestre del 2007. La estimación preliminar para Bélgica se publica 30 días después del trimestre de referencia.

Gráfico 2 Comparación de los indicadores de las revisiones de las estimaciones de crecimiento del PIB, por países

(tasas de variación y puntos porcentuales)

■ Estimación preliminar comparada con primera estimación trimestral
 ■ Estimación preliminar comparada con actualización anual
 ■ Estimación preliminar comparada con actualización trimestral
 ■ Crecimiento medio intertrimestral



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Muestra desde el primer trimestre del 2003 hasta el cuarto trimestre del 2007.

En comparación con las distintas referencias, las estimaciones preliminares han indicado acertadamente la dirección y el ritmo del crecimiento del PIB de la zona del euro. También a nivel nacional

las estimaciones preliminares del PIB sólo han sufrido pequeñas revisiones en relación con las primeras estimaciones y las actualizaciones trimestrales. En comparación con la actualización anual, la tasa de acierto de las estimaciones preliminares en indicar correctamente la dirección del crecimiento económico se sitúa entre el 85% para los Países Bajos y el 100% para Bélgica e Italia, mientras que la relativa a la aceleración o desaceleración del crecimiento está comprendida entre el 69% para Bélgica y el 100% para Italia.

Una comparación de la primera estimación con la estimación preliminar del PIB revela que la primera estimación completa no proporciona una descripción de la evolución económica sensiblemente diferente de la que ofrece la estimación preliminar. Ello demuestra que la mejora de la puntualidad que ha brindado la introducción de las estimaciones preliminares del PIB no se obtiene necesariamente a expensas de la fiabilidad³. Este resultado positivo puede ser consecuencia de la esforzada labor de Eurostat y de los INE por mejorar los métodos utilizados y las fuentes disponibles para la elaboración de las estimaciones preliminares del PIB.

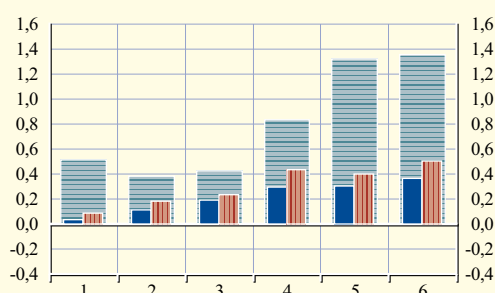
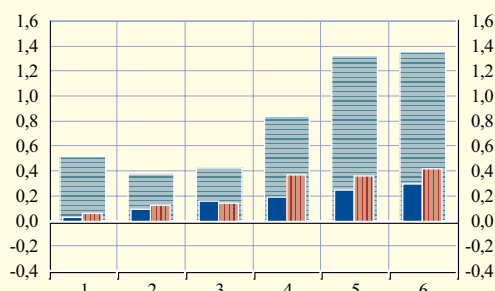
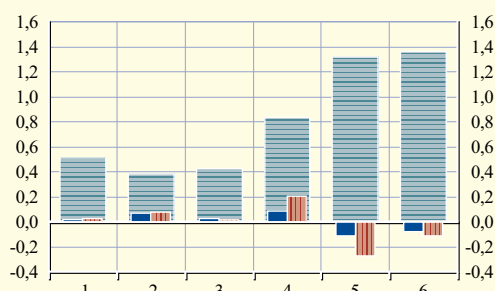
Actualmente se está estudiando la posibilidad de cumplir en el 2012 el objetivo de adelantar las estimaciones preliminares del PIB unos 15 días más, es decir, publicarlas 30 días después de que termine el trimestre de referencia, de conformidad con la lista revisada de los Principales Indicadores Económicos Europeos (PIEE), publicada por el Comité Económico y Financiero (CEF) en su informe del 2008 sobre exigencias en materia de información en la Unión Económica y Monetaria, aprobado por el Consejo ECOFIN en noviembre del citado año. Esta mayor puntualidad de las estimaciones preliminares del PIB de la zona del euro respondería

3 Las estimaciones preliminares, que se publican 45 días después de que termine el trimestre de referencia, representaron unos importantes avances con respecto a las primeras estimaciones del crecimiento del PIB de la zona del euro que se publicaban anteriormente después de 70 días. Estos avances respondieron a las exigencias de puntualidad para los PIEE, un conjunto de las principales estadísticas de la zona del euro y de la UE adoptadas por el Consejo ECOFIN en febrero del 2003 y revisadas y actualizadas en el 2008. Para más información, véase el recuadro titulado «Principales Indicadores Económicos Europeos: avances realizados hasta septiembre del 2004», en el Boletín Mensual de septiembre del 2004.

Gráfico 3 Comparación de los indicadores de las revisiones de las estimaciones de crecimiento del PIB de la zona del euro, por componentes

(tasas de variación y puntos porcentuales)

■ Primera estimación comparada con actualización trimestral
■ Primera estimación comparada con actualización anual
■ Crecimiento medio intertrimestral

Magnitud de las revisiones (revisión media absoluta)**Volatilidad de las revisiones (desviación típica)****Sesgo de las estimaciones (revisión media)**

1 PIB
2 Consumo privado
3 Consumo público
4 Formación bruta de capital fijo
5 Exportaciones
6 Importaciones

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Muestra desde el primer trimestre del 2003 hasta el cuarto trimestre del 2007.

mejor a las necesidades de los responsables de la política económica y estaría en consonancia con las mejores prácticas internacionales, incluida la estimación adelantada o «avance» del PIB de Estados Unidos, que se publica también unos 30 días des-

pués de que termine el trimestre⁴.

Por lo que respecta a los demás indicadores de las revisiones, cabe destacar varios resultados. En primer lugar, la magnitud y volatilidad de las revisiones entre la primera estimación y la actualización trimestral tienden a ser menores que las observadas entre la primera estimación y la actualización anual, como puede apreciarse en el gráfico 2. Este resultado, que se aplica a la zona del euro y a los distintos países considerados, no es sorprendente, dado que con el tiempo se va disponiendo de más información y aumenta la probabilidad de revisiones de mayor magnitud y volatilidad.

El segundo resultado es que la magnitud y volatilidad de las revisiones parecen diferir entre los distintos países y la zona del euro, en la que tienden a ser menores. Ello se debe, principalmente, a que las revisiones de los datos nacionales no están perfectamente correlacionadas, por lo que se compensan unas con otras, al menos en parte. Por otro lado, los resultados sugieren que el sesgo de las primeras estimaciones tiende a ser reducido y que no es estadísticamente significativo ni para la zona del euro ni para los distintos países.

3.2 RESULTADOS PARA LOS PRINCIPALES COMPONENTES DEL GASTO

Los principales componentes del gasto del PIB de la zona del euro considerados en el presente artículo son el consumo privado, el consumo público, la formación bruta de capital fijo, las exportaciones y las importaciones. Las revisiones del consumo privado tienden a ser mayores y más volátiles que las del PIB total, como puede verse en el gráfico 3. El sesgo de la estimación del consumo privado tiende a ser pequeño. Los resultados son generalmente similares para el consumo pú-

4 Según la información publicada por el Bureau of Economic Analysis de Estados Unidos, la estimación adelantada o «avance» del crecimiento intertrimestral del PIB indicó la dirección del cambio en el crecimiento del PIB de forma acertada el 98% de las veces en el periodo 1983-2005, mientras que señaló correctamente una aceleración o desaceleración del crecimiento del PIB el 75% de las veces. En comparación con la estimación preliminar publicada un mes más tarde, la magnitud y volatilidad medias de las revisiones fueron de 0,1 puntos porcentuales. No hubo evidencias de sesgos significativos. El crecimiento medio intertrimestral en el periodo 1983-2005 fue del 0,8%.

blico, aunque la magnitud y volatilidad de las revisiones son ligeramente mayores que en el caso del consumo privado.

Las revisiones de la formación bruta de capital fijo son considerablemente más extensas y volátiles, incluso si se tiene en cuenta que la tasa media de crecimiento de este componente es mayor que la del PIB. Sin embargo, la magnitud y volatilidad de las revisiones son prácticamente similares, al igual que para los componentes de consumo y el PIB. El sesgo de la estimación de la formación bruta de capital fijo es ligeramente más acentuado que para el PIB.

En lo que se refiere a los componentes del gasto relativos al comercio exterior⁵, las revisiones entre la primera estimación y la actualización trimestral son mayores para las exportaciones que para el PIB, y tienen prácticamente la misma magnitud y volatilidad que las de la formación bruta de capital fijo. El sesgo de las revisiones de las exportaciones es mucho más acusado que en el caso del PIB, incluso si se considera que la tasa media de crecimiento de las exportaciones es más alta. Para las importaciones se obtienen resultados similares a los de las exportaciones, como puede observarse en el gráfico 3.

4 CONCLUSIONES

En este artículo se ha examinado la fiabilidad de las primeras estimaciones de la zona del euro, actualizando y ampliando los resultados recogidos en un recuadro sobre este tema publicado en un Boletín Mensual anterior⁶.

Cabe tener en cuenta que el análisis objeto de este artículo presenta una importante limitación, derivada del hecho de que la muestra considerada es relativamente pequeña. Para países como Estados Unidos, por ejemplo, las muestras se remontan a los años setenta, por lo que ofrecen resultados mucho más sólidos, que abarcan también distintas fases del ciclo económico. Por otro lado, podría cuestionarse la pertinencia de las primeras estimaciones y de las correspondientes revisiones de observaciones relativas a dos o más décadas anteriores para valorar la fiabilidad de las primeras estimaciones

actuales, dado que las prácticas de las oficinas de estadística y las relaciones económicas cambian con el tiempo.

El estudio ha proporcionado dos resultados principales. El primero es que las primeras estimaciones han sido, por lo general, bastante fiables. Concretamente, las revisiones de los datos del PIB total son generalmente menores que las de sus componentes, y las de los datos de la zona del euro son menos significativas que las de los datos nacionales. Ambas observaciones obedecen a que las revisiones a nivel desagregado tienden a cancelarse unas con otras a nivel agregado.

Este primer resultado brinda algunos datos interesantes. Por lo que se refiere al PIB, la magnitud y volatilidad de las revisiones tienden a ser mayores si se compara la estimación preliminar con la actualización anual que si se compara la estimación preliminar con la primera estimación completa o la actualización trimestral. Ello es reflejo de la mayor disponibilidad de fuentes de datos. En lo que respecta a los componentes del PIB, las revisiones del consumo privado y público parecen ser menores y menos volátiles, y las primeras estimaciones de estos componentes son menos sesgadas, que las de la formación bruta de capital fijo, las exportaciones y las importaciones. Ello puede ser consecuencia de una mayor disponibilidad de fuentes de datos exhaustivos y puntuales, como el índice de ventas del comercio al por menor para el consumo privado, y los datos administrativos para el consumo público. Por el contrario, la formación bruta de capital fijo es, en general, más difícil de medir y se basa a menudo en fuentes de datos más reducidas y menos puntuales. En cuanto al comercio exterior, la menor fiabilidad de las primeras estimaciones puede estar relacionada con dificultades en el cálculo de los deflatores del comercio y la medición de los servicios.

El segundo resultado principal es que la descripción de la evolución económica proporcionada por la estimación preliminar no difiere sensiblemente de la que se deduce de la primera estimación com-

5 Las exportaciones e importaciones de la zona del euro incluyen el comercio transfronterizo dentro de la zona.

6 Véase nota 2.

pleta que se publica unas dos semanas más tarde. Ello significa que, pese al retraso adicional, la nueva información básica de la que se dispone no origina, en general, una revisión importante de la estimación preliminar publicada anteriormente (para el PIB de la zona del euro, el sesgo de la estimación preliminar y la magnitud media de las revisiones son cercanos a cero). En consecuencia, al igual que en el caso de las estimaciones preliminares publicadas 45 días después de que termine el trimestre de referencia, una mayor puntualidad no va necesariamente acompañada de una menor fiabilidad.

Los dos resultados principales son particularmente importantes, ya que las estadísticas oficiales, que constituyen el fundamento de la formulación de la política económica, deben ser a la vez fiables y puntuales. También son relevantes para el actual debate sobre la viabilidad de publicar la estimación preliminar del crecimiento del PIB de la zona del euro 30 días después de que termine el trimestre de referencia, lo que respondería mejor a las necesidades de los responsables de la política económica y estaría en consonancia con los estándares internacionales.

COMPOSICIÓN FUNCIONAL DEL GASTO PÚBLICO EN LA UNIÓN EUROPEA

ARTÍCULOS

Composición funcional del gasto público en la Unión Europea

La calidad del gasto público se ha convertido en un tema destacado en el debate político europeo, y el tamaño, la eficiencia y la eficacia del sector público se han analizado en diversos estudios. La evidencia empírica disponible procedente de los datos relativos al gasto funcional muestra que los resultados difieren significativamente de un país a otro en lo que respecta a las distintas funciones públicas e indica a los responsables de la política económica que hay margen para mejorar la eficiencia. Como consecuencia, la necesidad de disponer de datos puntuales y detallados sobre la composición del gasto público ha aumentado. Actualmente, diecinueve países de la Unión Europea envían voluntariamente a Eurostat información más detallada, desagregando el gasto según las distintas funciones públicas, como educación o sanidad. Esta clasificación funcional es una valiosa fuente de información para comparar y evaluar el funcionamiento del sector público en la UE. En este artículo se compara la composición del gasto público en los distintos Estados miembros de la UE, al tiempo que se subraya también que tales comparaciones deben tener en cuenta las diferencias institucionales, sobre todo en cuanto a los sistemas impositivos y de seguridad social de los distintos países.

I INTRODUCCIÓN

En los últimos años, la calidad del gasto público ha recibido una atención creciente en el debate político europeo, por lo que los elementos cualitativos relacionados con las finanzas públicas de los Estados miembros de la Unión Europea se han incorporado al marco de supervisión presupuestaria de la UE, sobre todo en relación con la estrategia de Lisboa y la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento del 2005. A este respecto, el nivel y la composición del gasto público figuran de manera destacada, pues en general se considera que ambos afectan al crecimiento económico y al buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria¹.

En este artículo se describen y analizan las tendencias básicas que se observan en el nivel y la composición del gasto público en la UE. Aunque todavía no se pueden conseguir estadísticas sobre la distribución funcional del gasto público (v.g., gasto en sanidad o en educación) tan fácilmente como sobre distintos tipos de transacciones económicas (v.g., gasto en subsidios o inversión), la puntualidad, la comparabilidad internacional y el nivel de detalle de estos datos han mejorado mucho en los últimos años. No es siempre fácil lograr la comparabilidad del gasto público entre los diferentes países, dado que la organización del sector público difiere de un país a otro. Por ejemplo, un Gobierno puede acometer un gasto público (por ejemplo, en vivienda) que beneficia a parte de la

población, o puede proporcionar a esos grupos beneficiarios subsidios destinados a un fin específico o hacer que su gasto privado sea deducible de impuestos. Por ello, los datos de gasto público pueden variar considerablemente entre sistemas económicamente equivalentes. Teniendo en cuenta estas salvedades, las estadísticas sobre la clasificación funcional del gasto público constituyen una fuente de información valiosa a la hora de evaluar la calidad del gasto público en la UE en términos de su nivel, eficiencia y eficacia.

El artículo se organiza del modo siguiente: en la sección 2 se consideran las fuentes de datos del gasto público funcional; en la sección 3 se examina la evolución de la composición funcional de gasto público en la UE; en la sección 4 se presentan las principales funciones del gasto público, de forma agregada, y se muestra la manera en que se pueden utilizar los datos funcionales con fines analíticos; y en la sección 5 se exponen las conclusiones.

2 FUENTES DE DATOS DEL GASTO PÚBLICO FUNCIONAL

Las funciones del gasto público pueden analizarse mediante la «Clasificación de funciones de las Administraciones Públicas» (COFOG, en sus si-

¹ Véase el artículo titulado «La importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económicos», en el Boletín Mensual de abril del 2006.

Cuadro 1 Clasificación de funciones de las Administraciones Públicas

Categorías	Subcategorías
01 Servicios públicos generales	01.7 Transacciones de la deuda pública
02 Defensa	
03 Orden público y seguridad	
04 Asuntos económicos	
05 Protección del medio ambiente	
06 Vivienda y servicios comunitarios	
07 Salud	07.1 Productos, útiles y equipo médico 07.2 Servicios para pacientes externos 07.3 Servicios hospitalarios
08 Actividades recreativas, culturales y religión	
09 Educación	09.1 Educación preescolar y enseñanza primaria 09.2 Educación secundaria 09.3 Educación postsecundaria no terciaria 09.4 Educación terciaria
10 Protección social	10.1 Enfermedad e incapacidad 10.2 Edad avanzada 10.4 Familia e hijos 10.5 Desempleo

glas en inglés), desarrollada por la OCDE y publicada por la División de Estadísticas de Naciones Unidas. La clasificación COFOG divide el gasto público en diez categorías, cada una de ellas dividida a su vez en varias subcategorías. En el cuadro 1 se enumeran todas las categorías, así como las subcategorías más importantes, desde el punto de vista de las ratios de gasto en relación con el PIB de las categorías «servicios públicos generales», «salud», «educación» y «protección social»².

Los Estados miembros de la UE están obligados a facilitar a Eurostat datos sobre las diez categorías COFOG en los 12 meses posteriores a que finalice el año de referencia. Además, actualmente 19 países envían voluntariamente a Eurostat información más detallada del gasto público, y otros tienen pensado hacerlo en el futuro.

El significado de las distintas funciones que se recogen en el cuadro 1 parece intuitivamente claro. No obstante, como siempre, el problema está en el detalle. Por ejemplo, ¿cómo debería clasificarse el gasto público en un hospital militar, como gasto en defensa o como gasto en atención sanitaria? Estas cuestiones han de acordarse y documentarse para lograr la compilación armonizada de datos COFOG de los distintos países (véase el recuadro).

Los datos que figuran en este artículo se refieren al sector de las Administraciones Públicas. El gasto de las Administraciones Públicas incluye no sólo el gasto de la Administración Central, sino también el gasto de los organismos de la Administración Local y las administraciones de seguridad social. Los flujos entre los distintos subsectores de las Administraciones Públicas, como los pagos de intereses y las transferencias, deben consolidarse para reflejar de forma adecuada el gasto público total. Actualmente, el gasto derivado del presupuesto de la UE (por ejemplo, los subsidios a la agricultura) no se incluye en los datos sobre el gasto COFOG. En el 2007, el gasto procedente del presupuesto de la UE se situaba entre el 0,1% del PIB en Luxemburgo y el 3,4% del PIB en Lituania.

3 EVOLUCIÓN DEL GASTO PÚBLICO FUNCIONAL EN LA UE

El gasto público total en la zona del euro se situó en un promedio del 46,7% del PIB en el 2006,

2 Véase la publicación de Eurostat «Manual on sources and methods for the compilation of COFOG statistics – Classification of the Functions of Government (COFOG)» para una panorámica completa de las funciones COFOG (http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-RA-07-022/EN/KS-RA-07-022-EN.PDF).

Recuadro

ARMONIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS

Resulta importante lograr que las estadísticas COFOG no sólo estén armonizadas entre los distintos países, sino también que estén en consonancia con otras estadísticas de gasto público.

Dos veces al año, los Estados miembros de la UE facilitan a Eurostat datos sobre gasto público desagregado por tipo de transacción económica (por ejemplo, remuneración de los funcionarios o inversión pública). Estos datos de gasto deberían ser acordes con las cifras de deuda y déficit públicos que los Estados miembros proporcionan al mismo tiempo a Eurostat, y que se utilizan en el procedimiento de déficit excesivo.

Las reglas contables que los Estados miembros están obligados a aplicar a todas estas estadísticas figuran en el Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95).

Una regla importante recogida en el SEC 95 es el requisito de que las transacciones se registren utilizando el «principio de devengo». Esto significa, por ejemplo, que si un Gobierno ordena equipo militar en el año t , que se entrega en el año $t+1$ y se paga en el año $t+2$, el gasto deber registrarse en el año $t+1$, en lugar de en el año $t+2$. El momento en el que se presenta la obligación de pago determina el momento en que se registra el gasto público. Sin embargo, los presupuestos públicos suelen prepararse de acuerdo con el criterio de caja. Por consiguiente, los estadísticos necesitan corregir estos datos presupuestarios al recopilar las estadísticas de gasto público según las reglas contables del SEC 95. Además, de conformidad con el SEC 95, el gasto público no incluye el reembolso de la deuda, lo que significa que la subcategoría COFOG «transacciones de la deuda pública» no incluye el reembolso de la deuda y recoge principalmente los pagos de intereses de la deuda pública.

Con el fin de comprobar que los datos COFOG son coherentes con los datos de gasto desagregados por tipo de transacción económica, Eurostat solicita a los Estados miembros que presenten un detalle del gasto público por funciones y por tipo de transacción económica, que, en la mayoría de los países, son coherentes.

casi 2 puntos porcentuales por debajo de la cifra registrada en 1998. En el 2006, la ratio de gasto público en relación con el PIB fue más elevada que la media de la zona del euro en Bélgica, Francia, Austria, Italia y Finlandia. Por el contrario, el gasto público total fue significativamente más bajo que la media de la zona del euro en Irlanda, Eslovaquia y España. En el Reino Unido esta ratio se mantuvo por debajo de la media de la UE en el 2006, pese al notable incremento observado entre los años 1998 y 2006. Las ratios de gasto público en Dinamarca y Suecia continuaron siendo de las más altas de la UE en el 2006, a pesar de haber disminuido desde 1998 (véase cuadro 2)³.

La protección social es con mucho el mayor componente del gasto total en todos los países de la zona del euro. En el 2006, el gasto en protección social en porcentaje del PIB fue más elevado que la media de la zona del euro en Francia, Alemania, Finlandia y Austria, mientras que en Irlanda, Chipre y Eslovaquia se situó muy por debajo de dicha media.

3 La clasificación COFOG no proporciona una panorámica completa de la situación de las finanzas públicas. Por ejemplo, según el SEC 95, las inyecciones de capital en las empresas públicas y privadas y los avales facilitados por los Gobiernos no forman parte del gasto público. En cambio, las inyecciones de capital se registran como transacciones financieras y los avales como pasivos contingentes.

Cuadro 2 Clasificación funcional del gasto público

(en porcentaje del PIB)

Categorías COFOG	Servicios públicos generales		Defensa y orden público y seguridad		Asuntos económicos		Salud		Educación		Protección social		Otras categorías		Total	
	1998	2006	1998	2006	1998	2006	1998	2006	1998	2006	1998	2006	1998	2006	1998	2006
Bélgica	11,0	8,5	2,8	2,0	4,7	5,0	6,1	6,9	6,0	5,9	17,6	17,3	2,1	2,8	50,4	48,4
Alemania	6,7	5,6	2,9	2,0	4,0	3,2	6,1	6,3	4,3	3,9	21,7	21,6	2,3	2,7	48,0	45,3
Irlanda	5,8	3,6	2,5	1,0	4,6	4,5	5,7	7,8	4,2	4,2	9,8	9,7	1,8	3,0	34,5	33,8
Grecia	13,3	8,1	3,3	4,5	6,3	4,5	4,3	4,7	3,1	2,3	17,9	17,9	1,2	0,1	49,5	42,2
España	6,7	4,6	3,0	2,2	4,8	5,0	5,2	5,6	4,4	4,3	13,6	12,8	3,3	3,9	41,1	38,5
Francia	7,9	6,9	3,5	3,7	3,2	2,9	6,6	7,2	6,4	6,0	21,8	22,3	3,3	3,7	52,7	52,7
Italia	11,4	8,7	3,1	2,7	4,0	5,9	5,6	7,0	4,8	4,5	17,7	18,2	2,7	1,8	49,2	48,9
Chipre	8,8	9,9	4,0	4,6	4,4	4,4	2,7	3,1	6,0	7,2	7,7	10,4	3,2	3,7	36,7	43,4
Luxemburgo	4,9	4,0	1,3	0,5	4,4	4,5	4,8	4,6	4,9	4,5	16,9	16,4	3,9	4,0	41,0	38,6
Malta	5,5	6,7	2,7	1,6	7,4	5,7	4,6	6,4	5,4	5,5	13,4	14,0	3,9	3,6	43,0	43,6
Países Bajos	9,5	7,3	3,0	2,9	4,6	4,7	3,8	5,9	4,8	5,1	17,8	16,5	3,1	3,0	46,7	45,6
Austria	9,0	7,0	2,4	1,7	4,7	4,8	7,7	6,9	5,9	5,9	21,2	20,4	3,0	2,5	54,0	49,4
Portugal	6,0	6,9	3,3	2,6	6,4	3,8	6,2	7,2	6,3	7,1	12,1	16,0	2,5	2,7	42,8	46,3
Eslovenia	.	6,2	.	2,9	.	4,1	.	6,2	.	6,4	.	17,1	.	1,6	46,3	44,5
Eslovaquia	.	5,0	.	3,6	.	4,1	.	5,3	.	4,1	.	12,2	.	2,8	45,8	37,1
Finlandia	7,6	6,5	3,2	3,0	5,2	4,5	5,9	6,8	6,1	5,8	22,4	20,4	2,1	1,7	52,5	48,9
Zona del euro	8,3	6,6	2,9	2,6	4,1	4,2	5,9	6,6	5,1	4,8	19,5	19,1	2,8	2,7	48,6	46,7
Bulgaria	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	36,5
República Checa	4,0	4,9	3,7	2,5	9,5	6,9	5,9	7,2	4,0	4,9	12,6	12,7	3,4	4,8	43,2	43,8
Dinamarca	9,1	6,0	2,7	3,2	4,1	3,5	6,9	7,0	7,6	7,7	23,0	21,8	2,2	1,9	55,6	51,2
Estonia	4,6	2,6	4,0	2,7	4,7	4,2	4,5	4,0	7,3	6,0	10,9	9,5	3,5	5,1	39,4	34,2
Letonia	6,7	6,1	3,3	2,9	4,9	6,0	2,7	2,9	6,6	6,3	13,7	9,6	2,3	4,2	40,2	37,9
Lituania	.	4,2	.	3,3	.	4,0	.	4,7	.	5,5	.	10,0	.	1,9	40,4	33,6
Hungría	.	9,6	.	2,8	.	6,3	.	5,5	.	5,8	.	17,7	.	4,3	52,8	51,9
Polonia	.	5,9	.	2,3	.	4,4	.	4,7	.	6,0	.	16,9	.	3,7	44,3	43,8
Rumanía	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	38,5	35,3
Suecia	10,2	7,7	3,7	3,4	4,5	4,8	6,2	6,8	7,4	7,1	23,1	22,7	3,7	1,6	58,8	54,1
Reino Unido	5,5	4,3	4,6	5,1	2,0	2,9	5,4	7,1	4,6	6,1	15,3	15,4	1,6	3,0	39,0	43,9
UE	8,0	6,2	3,5	3,1	4,0	4,0	6,0	6,6	5,3	5,2	19,2	18,3	1,2	2,9	47,3	46,3

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de la zona del euro se refieren al Euro 15. «.» indica que no se dispone aún de datos.

El gasto en protección social en la zona del euro está relacionado principalmente con los pagos de pensiones de jubilación. En el 2006, esta partida presupuestaria ascendió a casi el 9% del PIB en Finlandia, al 10% en Alemania y al 12%-13% en Grecia e Italia (véase cuadro 3). Entre 1998 y 2006, el gasto en pensiones de jubilación se elevó considerablemente en Chipre y Portugal. En cuanto a los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el gasto en protección social en el Reino Unido ha sido relativamente estable a lo largo del tiempo, dedicándose casi la mitad a las pensiones de jubilación. La ratio de gasto en protección social en relación con el PIB es relativamente elevada en Dinamar-

ca y, sobre todo, en Suecia, a pesar de la tendencia decreciente que se observa en ambos países entre 1998 y 2006.

Al interpretar estas cifras, hay que tener muy en cuenta las diferencias institucionales entre los sistemas de seguridad social y los sistemas impositivos de los distintos países⁴. Por ejemplo, mientras que en algunos países las prestaciones sociales que reciben las familias se gravan del mismo modo que

4 El hecho de que los países tengan modelos y sistemas sociales diferentes interviene, obviamente, a la hora de explicar diferencias entre ellos. Véase, por ejemplo, G. Bonoli (1997), «Classifying Welfare States: A Two-dimension Approach», *Journal of Social Policy*, 26 (3), pp. 351-372.

Cuadro 3 Subcategorías de las principales partidas de gasto

(datos para el 2006; en porcentaje del PIB)

Categorías COFOG	Protección social					Educación					Salud				
	Enfermedad e incapacidad	Edad avan- zada	Familia e hijos	Desempleo	Otras	Educación preescolar y enseñanza primaria	Educación secundaria	Educación post- secundaria no terciaria	Educación terciaria	Otras	Productos, útiles y equipo médico	Servicios para pacientes externos	Servicios hospita- larios	Otras	
Bélgica	2,3	7,1	2,1	2,5	3,3	1,9	2,5	0,0	0,7	0,7	0,8	2,1	3,4	0,6	
Alemania	2,7	10,0	2,2	2,6	4,1	1,0	1,8	0,1	0,7	0,3	1,5	2,0	2,6	0,2	
Irlanda	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Grecia	2,8	12,5	0,5	0,5	1,7	0,3	1,0	0,0	0,5	0,4	1,3	0,2	2,5	0,6	
España	2,2	6,1	0,5	1,6	2,6	1,6	1,5	0,0	0,9	0,3	1,2	0,0	4,3	0,2	
Francia	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Italia	1,7	12,2	1,0	0,5	2,7	1,7	1,9	0,2	0,4	0,4	0,9	2,2	3,8	0,1	
Chipre	0,2	4,4	1,9	0,8	3,1	1,5	1,9	0,0	1,3	2,5	0,6	0,1	0,4	2,0	
Luxemburgo	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Malta	1,9	7,5	1,1	0,6	3,0	1,3	2,3	0,0	0,8	1,1	1,2	0,6	4,2	0,3	
Países Bajos	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Austria	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Portugal	1,6	9,6	1,1	1,2	2,5	0,3	4,3	0,0	1,3	1,3	2,2	2,4	2,5	0,2	
Eslovenia	2,7	10,4	1,9	0,7	1,4	2,2	2,7	0,0	1,1	0,5	1,2	1,9	2,5	0,5	
Eslovaquia	1,9	6,7	1,2	0,2	2,2	1,7	0,9	0,0	0,7	0,8	2,0	1,7	1,2	0,4	
Finlandia	4,3	8,9	2,7	2,3	2,2	1,1	2,7	0,0	1,7	0,4	0,7	1,7	2,2	2,3	
Bulgaria	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
República	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Checa	2,8	6,5	1,5	0,3	1,5	0,5	2,9	0,0	1,0	0,5	1,2	1,4	2,9	1,6	
Dinamarca	4,8	7,0	5,0	2,5	2,5	3,4	1,5	0,0	1,6	1,2	0,4	1,0	5,4	0,3	
Estonia	1,8	5,5	1,6	0,2	0,5	2,1	2,0	0,4	1,2	0,4	0,5	0,6	2,7	0,2	
Letonia	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Lituania	2,5	4,9	1,0	0,4	1,2	1,3	2,2	0,0	1,2	0,8	0,8	1,2	1,9	0,8	
Hungría	3,8	6,5	2,4	0,5	4,5	1,9	1,1	0,0	1,0	1,8	1,8	1,0	2,1	0,6	
Polonia	0,8	13,9	1,1	0,5	0,5	2,0	1,7	0,0	1,7	0,7	0,4	0,7	2,1	1,4	
Rumanía	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Suecia	5,7	10,6	2,7	2,0	1,8	4,0	1,3	0,0	1,4	0,3	0,9	2,9	2,5	0,4	
Reino	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Unido	2,8	7,2	2,5	0,3	2,4	1,8	1,8	0,7	0,7	1,0	0,1	0,5	6,4	0,1	

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: «.» indica que no se dispone aún de datos.

las rentas salariales, en otros están exentas de impuestos parcial o totalmente. En otras palabras, en este último grupo de países, el Gobierno transfiere las prestaciones sociales a los perceptores una vez deducido el impuesto sobre la renta. Como consecuencia, el gasto público relevante es, en promedio, más elevado en el primer grupo de países, aunque la renta disponible de los perceptores podría ser la misma en ambos grupos. Dichas transferencias se gravan aproximadamente de la misma manera que las rentas salariales en Italia y en los países nórdicos, mientras que en otros países (v.g., Austria, Alemania y Portugal, en el caso de las prestaciones por desempleo desembolsadas en efectivo, y Alemania y Portugal, en el caso de las

prestaciones por enfermedad) no suelen estar gravadas. Del mismo modo, los sistemas obligatorios de aseguramiento privado para pensiones, desempleo o atención sanitaria pueden reducir las cifras totales de gasto público en algunos países, mientras que las contribuciones públicas para compensar los pagos voluntarios de los hogares a las administraciones de seguridad social incrementan el gasto público. Igualmente, el paso de un tipo de sistema de protección social a otro puede complicar cualquier comparación de los niveles de gasto público a lo largo del tiempo para el país en cuestión.

El gasto sanitario público aumentó en la zona del euro durante el período en estudio, observándose

un crecimiento de la ratio de gasto en sanidad en relación con el PIB en todos los países de la zona del euro, a excepción de Luxemburgo y Austria. Entre los años 1998 y 2006, los incrementos más elevados en gasto sanitario público en relación con el PIB se registraron en Irlanda, Malta y los Países Bajos. En el 2006, este gasto fue especialmente elevado en Irlanda, Francia, Portugal e Italia, y relativamente bajo en Chipre, Luxemburgo y Grecia. En el caso de Italia y Portugal, el gasto en sanidad estuvo determinado principalmente por el gasto en servicios para pacientes externos y servicios hospitalarios. En el 2006, tras un incremento observado en el gasto en servicios para pacientes externos y en servicios hospitalarios, el gasto sanitario en el Reino Unido fue uno de los más elevados de la UE, en porcentaje del PIB. Ese mismo año, el gasto en sanidad en Dinamarca y Suecia fue ligeramente superior a la media de la UE.

Entre los años 1998 y 2006, el gasto público en educación en relación con el PIB se redujo en la zona del euro. En Grecia, la ratio de gasto en educación registró un descenso de 0,8 puntos porcentuales, y en Alemania, Francia e Italia disminuyó en torno a 0,4 puntos. En el 2006, el gasto en educación en relación con el PIB superó considerablemente la media de la zona del euro en Chipre, Portugal y Eslovenia. En el caso de Chipre y Portugal, estos elevados niveles de gasto se produjeron tras los notables incrementos observados entre los años 1998 y 2006. En el 2006, las ratios más bajas de gasto en educación se observaron en Grecia, Alemania y Eslovaquia (véase cuadro 2). Con un gasto en educación del 6,1% del PIB en el 2006, el Reino Unido superó la media de la UE. Ese año, el gasto en educación también fue relativamente alto en Dinamarca y Suecia.

En el 2006, los servicios públicos generales también representaron un porcentaje considerable del gasto público total en la zona del euro, pese a haber descendido desde 1998. Los niveles de gasto en Chipre, Italia, Bélgica y Grecia se situaron muy por encima de la media en esta categoría. Sin embargo, en el caso de Italia, Bélgica y Grecia, más de la mitad de este gasto es imputable a los pagos de in-

tereses de la deuda pública, que en esos países es muy elevada en relación con el PIB. Por el contrario, el gasto en servicios públicos generales en los países con un ratio de endeudamiento reducida, como Irlanda, Luxemburgo y España, fue inferior a la media en el 2006. Tanto en 1998 como en el 2006, el gasto en servicios públicos generales en el Reino Unido fue inferior a la media de la UE. Entre los años 1998 y 2006, el gasto en servicios públicos en relación con el PIB se redujo significativamente en Dinamarca y Suecia, aunque en Suecia siguió siendo superior al de la media de la UE en el 2006.

4 AGREGACIÓN Y UTILIDAD DE LOS DATOS FUNCIONALES DEL GASTO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Las diez categorías de primer nivel de la clasificación COFOG pueden consolidarse para reflejar las cinco funciones principales de las Administraciones Públicas, a saber, redistribución, bienes públicos puros, salud y educación⁵, servicios públicos generales y actividades privadas (es decir, las que pueden realizarse también mediante acuerdos con el sector privado). Siguiendo este enfoque, la función de «redistribución» está representada por la categoría COFOG «protección social», y los «bienes públicos puros» comprenden las categorías «defensa» y «orden público y seguridad»⁶. «Salud y educación» incluye las categorías COFOG equivalentes. La partida «servicios públicos generales» también tiene un equivalente directo en la clasificación COFOG e incluye el gasto administrativo, así como las transacciones de deuda pública relacionadas con el pago de intereses. Por último las «actividades privadas» abarcan los programas de agricul-

5 Para que un país tenga unos mercados que funcionen bien, unos derechos de propiedad seguros, la primacía del derecho y abundantes oportunidades, en principio, para todos, es requisito indispensable contar con una población sana y culta (véase A. Afonso, L. Schuknecht y V. Tanzi (2005), «Public Sector Efficiency: An International Comparison», *Public Choice*, 123 (3), pp. 321-347).

6 Se utiliza la definición de Samuelson de bienes públicos no rivales y no excluibles —aunque Barro argumenta que algunos bienes públicos, como defensa y policía, pueden estar sujetos a congestión— (véanse R. Barro (1990), «Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth», *Journal of Political Economy*, 98 (5); y P. Samuelson (1954), «The pure theory of public expenditure», *Review of Economics and Statistics*, 36, pp. 387-389).

Cuadro 4 Distribución funcional agregada del gasto

Principales funciones de las Administraciones Públicas	Categorías COFOG
A. Redistribución	10 – Protección social
B. Bienes públicos puros	02 – Defensa 03 – Orden público y seguridad
C. Salud y educación	07 – Salud 09 – Educación
D. Servicios públicos generales	01 – Servicios públicos generales
E. Actividades privadas	04 – Asuntos económicos 05 – Protección del medio ambiente 06 – Vivienda y servicios comunitarios 08 – Actividades recreativas, culturales y religión

tura, energía, manufacturas e infraestructura e incluye las categorías COFOG «asuntos económicos», «protección del medio ambiente», «vivienda y servicios comunitarios», y «actividades recreativas, culturales y religión»⁷. La agregación de las categorías COFOG para formar estas categorías funcionales se resume en el cuadro 4.

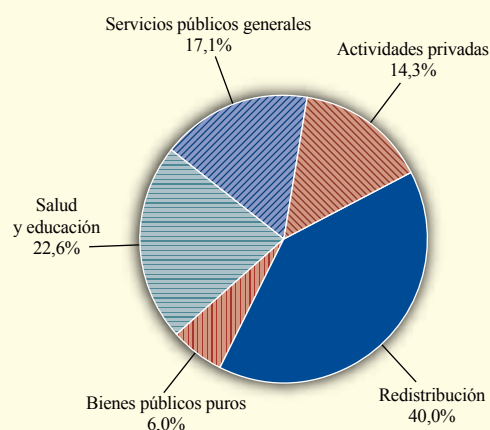
En los gráficos 1 y 2 se presenta las categorías de gasto funcional agregadas en porcentaje del gasto público total en la zona del euro para los años 1998 y 2006. En promedio, la distribución funcional del gasto no cambió mucho durante este período. El gasto público en salud y educación pasó del 22,6% del gasto público total en 1998 al

24,2% en el 2006, mientras que el porcentaje de redistribución se incrementó en 0,6 puntos. Por otra parte, el porcentaje de gasto público total destinado a bienes públicos puros se redujo ligeramente y se observó un descenso más significativo en el caso de los servicios públicos generales, debido en parte a la evolución de los pagos de intereses de la deuda pública. Los pagos de intereses en la UE aumentaron hasta mediados de los años noventa, pero luego disminuyeron

7 Aunque, a efectos ilustrativos, ésta es una presentación razonable de las funciones públicas, evidentemente las distintas categorías pueden agregarse de otras maneras. Por ejemplo, gran parte de la categoría «protección del medio ambiente» podría también considerarse un bien público puro.

Gráfico 1 Distribución funcional agregada del gasto público de la zona del euro en 1998

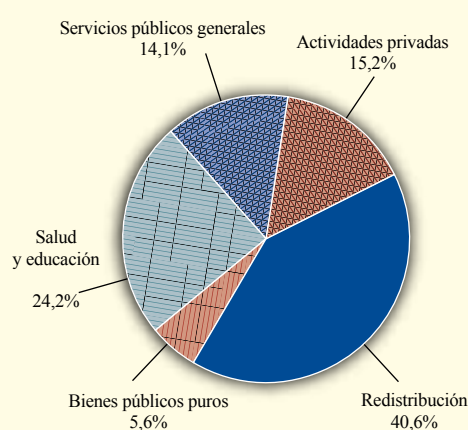
(en porcentaje)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.
Notas: Los datos de la zona del euro se refieren al Euro 15.

Gráfico 2 Distribución funcional agregada del gasto público de la zona del euro en 2006

(en porcentaje)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.
Notas: Los datos de la zona del euro se refieren al Euro 15.

Cuadro 5 Distribución de los servicios públicos generales por tipo de transacción económica

(datos para el 2006; en porcentaje del PIB)

Transacciones económicas	Remuneración de los asalariados	Consumos intermedios	Inversión	Intereses	Otras
Bélgica	2,4	1,0	0,0	4,0	1,0
Alemania	1,1	0,7	.	2,8	.
Irlanda	0,9	0,5	.	0,9	.
Grecia	2,0	1,2	0,5	4,3	0,1
España	1,0	0,7	0,2	1,6	1,1
Francia	2,1	0,6	0,3	2,6	1,3
Italia	1,6	1,1	0,5	4,7	0,9
Chipre	3,2	0,7	0,7	3,3	2,1
Luxemburgo	1,6	0,7	.	0,2	.
Malta	1,5	1,1	0,4	3,5	0,3
Países Bajos	1,7	1,7	.	2,2	.
Austria	1,7	0,9	0,1	2,9	1,4
Portugal	2,0	1,0	0,2	2,8	1,0
Eslovenia	1,6	1,1	.	1,4	.
Eslovaquia	1,2	1,1	0,4	1,5	0,9
Finlandia	1,6	1,8	0,3	1,5	1,2
Zona del euro	1,6	0,9	.	2,9	.
Bulgaria	.	.	.	1,4	.
República Checa	1,4	1,2	-0,1	1,1	1,2
Dinamarca	1,1	0,7	0,3	1,8	2,2
Estonia	1,1	0,7	0,1	0,2	0,5
Letonia	1,4	1,2	1,2	0,5	1,8
Lituania	1,3	0,9	0,4	0,7	0,9
Hungría	2,5	1,4	0,5	4,0	1,2
Polonia	1,4	0,7	0,3	2,7	0,8
Rumanía	.	.	.	0,8	.
Suecia	1,6	2,0	0,6	1,8	1,8
Reino Unido	0,8	0,2	0,1	2,1	1,2
UE	1,4	0,8	.	2,7	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de la zona del euro se refieren al Euro 15. «.» indica que no se dispone aún de datos.

gradualmente como consecuencia del entorno de tipos de interés reducidos.

En el cuadro 5 se descompone la categoría funcional agregada «servicios públicos generales» en distintos tipos de transacciones económicas, lo que ayuda a ilustrar la heterogeneidad existente entre los países en lo que se refiere al pago de intereses⁸.

En los últimos años, la calidad de las finanzas públicas en cuanto al tamaño, la eficiencia y la eficacia del sector público se ha analizado en numerosos estudios⁹. Esta evidencia empírica apunta a que los resultados difieren significativamente de un país a otro en lo que respecta a las diversas funciones públicas e indica a los responsables de la política económica las áreas que necesitan mejoras. Esta evidencia, que también utiliza los datos de gasto funcional, sugiere,

por ejemplo, que en los países de la OCDE hay margen para mejorar la eficiencia en educación y sanidad¹⁰. En concreto, estudios empíricos para una

8 Además, en el 2006 los tipos de transacciones económicas más importantes en términos de las categorías COFOG fueron: prestaciones sociales en el caso de la protección social; remuneración de los asalariados en el caso de la educación; y prestaciones sociales y remuneración de los asalariados en el caso de la sanidad.

9 Para una panorámica general, véanse S. Deroose y C. Kastrop (2008; eds.), «The Quality of Public Finances: Findings of the Economic Policy Committee Working Group (2004-2007)», Documento Ocasional n.º 37, Comisión Europea.

10 Véanse A. Afonso y M. St Aubyn (2005), «Non-parametric Approaches to Public Education and Health Efficiency in OECD Countries», *Journal of Applied Economics*, 8 (2), pp. 227-246; A. Afonso y M. St Aubyn (2006), «Assessing Education and Health Efficiency in OECD Countries using Alternative Input Measures», en *Public Expenditure*, Banca d'Italia, pp. 361-388; y D. Sutherland, R. Price, I. Joumard y C. Nicq (2007), «Performance indicators for public spending efficiency in primary and secondary education», Documento de Trabajo n.º 546, OECD Economics Department.

muestra de países de la OCDE muestra que si bien algunos (Portugal, Alemania e Italia) son relativamente ineficientes, otros países (República Checa, Finlandia, Australia y Reino Unido) son más eficientes en términos relativos.

La homogeneidad de datos COFOG de segundo nivel puede resultar muy útil en lo que se refiere a la categoría «protección social» (el componente más importante del gasto público total)¹¹, sobre todo en lo que respecta a la evaluación de cuestiones tales como la desigualdad de la renta y su relación con el crecimiento económico¹².

La literatura sobre el tema también encuentra diferencias considerables entre los países industrializados en cuanto al comportamiento del sector público en su conjunto¹³. Una gama de indicadores señala que, básicamente, un mejor comportamiento del sector público no está relacionado con un mayor gasto público. Esto indica rendimientos marginales decrecientes del gasto público y sugiere la posibilidad de obtener resultados favorables para objetivos de política económica fundamentales con niveles de gasto inferiores a los registrados actualmente en muchos países. Los Gobiernos deberían también favorecer la reorientación del gasto público hacia actividades más productivas, y que fomenten el crecimiento, dando más importancia a la acumulación de capital —tanto físico como humano— y apoyando la investigación, el desarrollo y la innovación. Naturalmente, la obtención de resultados favorables requiere combinar la acumulación de capital con el gasto corriente, mientras que la composición económica y funcional apropiada del gasto público debe adecuarse necesariamente a las características de cada país.

Por consiguiente, la disponibilidad de datos sobre el gasto funcional para todos los niveles de la clasificación COFOG resulta indispensable para analizar la eficiencia y la eficacia del gasto público. Efectivamente, a escala comunitaria, el trabajo llevado a cabo de conformidad con las recomendaciones del Comité de Política Económica, en cooperación con Eurostat, ha contribuido significativamente a la mejora de estos datos y al enten-

dimiento de su importancia para las políticas públicas. Se prevé que los esfuerzos adicionales realizados en este área den lugar a nuevas e importantes ideas que ayuden a mejorar la eficiencia y la eficacia de las políticas públicas.

5 CONCLUSIONES

Dada la escasez de recursos públicos, resulta esencial que los planes de gasto se lleven a cabo de manera eficiente y eficaz, con el fin de mejorar las perspectivas a largo plazo, al tiempo que se logra la sostenibilidad de las finanzas públicas. Un gasto público eficiente contribuiría a reducir el gasto total y, además, intensificaría su influencia positiva sobre la productividad y el crecimiento. Asimismo, en vista de las significativas diferencias existentes entre los países de la UE en cuanto al nivel y la evolución del gasto público, pueden ser muy útiles las comparaciones entre países que consideren la eficiencia y la eficacia del gasto público, siempre que se adopten las cautelas necesarias en cuanto a la medición y comparabilidad de los datos. La mejora de la eficiencia y la eficacia del gasto público ayudará a conjugar la disciplina fiscal exigida en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento con la agenda de reformas estructurales de la estrategia de Lisboa de la UE.

La disponibilidad de datos COFOG es crucial para analizar cuál es la manera más adecuada de mejorar la calidad del gasto público, un tema de actualidad en el debate político europeo. Actualmente, existe información detallada de este tipo para muchos Estados miembros de la UE (pero no para todos). La exigencia de que los datos se faciliten regularmente para algunas de las cate-

11 En el sitio web de Eurostat, en las estadísticas relativas al sistema europeo de protección social integrada, se encuentra información detallada sobre la mayoría de los países en estudio. Sin embargo, la puntualidad de estos datos es menor que la de los datos COFOG.

12 Véase R. Barro (2000), «Inequality and Growth in a Panel of Countries», *Journal of Economic Growth*, 5 (1), pp. 5-32.

13 Véanse A. Afonso, L. Schuknecht y V. Tanzi (2005), «Public Sector Efficiency: An International Comparison», *Public Choice*, 123 (3), pp. 321-347; y A. Afonso, L. Schuknecht y V. Tanzi (2006), «Public Sector Efficiency: Evidence for New EU Member States and Emerging Markets», Documento de Trabajo n.º 581, BCE.

gorías COFOG de primer nivel (pero no para todas), con un detalle por subcategorías, podría aumentar significativamente la importancia, en términos de política económica, de esos datos, sin incrementar indebidamente la carga de los Gobiernos nacionales y los encargados de la re-

cogida de datos. En concreto, el análisis del gasto público se beneficiará de los datos más detallados sobre las categorías COFOG «salud», «protección social» y «educación», que representaban en torno al 65% del gasto público total de la zona del euro en el 2006.

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	Activos de los fondos de inversión de la zona del euro: detalle por política de inversión y tipo de inversor	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 déficit/superávit	\$55
6.2	Deuda	\$56
6.3	Variaciones de la deuda	\$57
6.4	Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales	\$58
6.5	Deuda trimestral y variaciones de la deuda	\$59
7	OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR	
7.1	Resumen de la balanza de pagos	\$60
7.2	Cuenta corriente y cuenta de capital	\$61
7.3	Cuenta financiera	\$63
7.4	Presentación monetaria de la balanza de pagos	\$69
7.5	Comercio exterior de bienes	\$70
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivos	\$72
8.2	Tipos de cambio bilaterales	\$73
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	\$74
9.2	En Estados Unidos y Japón	\$75
	LISTA DE GRÁFICOS	\$76
	NOTAS TÉCNICAS	\$77
	NOTAS GENERALES	\$83

AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO EL 1 DE ENERO DE 2009 CON LA INCORPORACIÓN DE ESLOVAQUIA

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2009 se refieren a la 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 de la zona del euro comprenden los Estados miembros de la UE que hubieran adoptado el euro en el momento al que hacen referencia las estadísticas, lo que, cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año respectivo de incorporación a la zona del euro de Grecia (2001), Eslovenia (2007), Chipre (2008), Malta (2008) y Eslovaquia (2009), calculadas tomando como base el año anterior al año de incorporación, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de estos países a la zona. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Eslovaquia pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>).

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 interés¹⁾

	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 ³⁾	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
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2008	2,3	9,5	9,6	-	9,5	19,1	4,64	3,69
2008 II	2,3	10,0	10,1	-	10,5	17,3	4,86	4,73
III	0,6	9,1	9,0	-	9,1	18,6	4,98	4,34
IV	2,7	8,9	8,1	-	7,3	20,4	4,24	3,69
2009 I	.	.	.	-	.	.	2,01	3,77
2008 Oct	3,7	9,3	8,7	8,3	7,8	18,1	5,11	4,25
Nov	2,2	8,8	7,7	8,0	7,1	20,5	4,24	3,77
Dic	3,3	8,2	7,6	7,1	5,7	24,5	3,29	3,69
2009 Ene	5,1	7,5	6,0	6,5	5,0	25,5	2,46	4,02
Feb	6,3	7,0	5,9	.	4,2	.	1,94	3,85
Mar	.	.	.	.	.	.	1,64	3,77

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo⁵⁾

	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
2007	2,1	2,7	2,7	2,7	3,9	84,1	1,8	7,5
2008	3,3	5,9	3,5	0,8	-1,8	81,9	0,8	7,5
2008 III	3,8	8,2	4,2	0,6	-1,5	82,2	0,6	7,6
IV	2,3	3,3	3,8	-1,3	-9,0	78,3	0,0	8,0
2009 I	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 Oct	3,2	6,0	-	-	-5,9	81,5	-	7,8
Nov	2,1	2,9	-	-	-9,1	-	-	8,0
Dic	1,6	1,2	-	-	-12,4	-	-	8,1
2009 Ene	1,1	-0,6	-	-	-17,4	75,0	-	8,3
Feb	1,2	.	-	-	.	-	-	8,5
Mar	0,6	.	-	-	.	-	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-21 ⁶⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	45,7	52,8	-88,5	135,6	347,4	107,9	109,0	1,3705
2008	-53,6	-4,2	-281,4	409,2	383,9	113,0	113,6	1,4708
2008 II	-24,3	6,3	-51,5	42,9	353,9	116,0	116,6	1,5622
III	-12,5	-8,0	-42,4	110,5	370,9	114,1	114,3	1,5050
IV	-14,4	-1,2	-82,1	182,2	383,9	109,1	109,6	1,3180
2009 I	.	.	.	.	.	111,9	112,3	1,3029
2008 Oct	-4,8	2,6	-13,8	120,5	368,0	107,9	108,3	1,3322
Nov	-11,2	-4,4	-52,4	50,5	393,4	107,1	107,6	1,2732
Dic	1,6	0,6	-15,9	11,1	383,9	112,4	112,9	1,3449
2009 Ene	-17,7	-9,1	-19,5	-3,3	409,9	111,9	112,3	1,3239
Feb	.	.	.	.	419,7	110,4	110,8	1,2785
Mar	.	.	.	.	.	113,3	113,6	1,3050

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.

- 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) 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.
- 3) 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.
- 4) Basado en las curvas de rendimientos de la deuda pública de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA.
- 5) Los datos se refieren al Euro-16, salvo indicación en contrario.
- 6) Véanse las Notas Generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema (millones de euros)

1. Activo

	2009 6 marzo	2009 13 marzo	2009 20 marzo	2009 27 marzo
Oro y derechos en oro	217.743	217.638	217.625	217.543
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	156.800	155.272	154.347	152.358
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	135.981	144.063	143.600	140.844
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	21.000	20.336	17.427	16.987
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	696.826	680.795	680.099	661.908
Operaciones principales de financiación	244.147	227.701	226.066	229.980
Operaciones de financiación a plazo más largo	452.198	452.765	452.766	430.745
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	478	322	1.193	1.134
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	3	7	75	49
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	29.134	28.796	29.508	32.042
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	286.182	288.238	289.545	290.571
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	37.425	37.425	37.425	37.423
Otros activos	259.729	256.870	252.972	253.407
Total activo	1.840.819	1.829.433	1.822.548	1.803.083

2. Pasivo

	2009 6 marzo	2009 13 marzo	2009 20 marzo	2009 27 marzo
Billetes en circulación	746.035	746.337	745.802	745.756
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	315.618	306.641	293.029	263.829
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	179.448	244.244	228.572	218.543
Facilidad de depósito	135.612	61.841	63.915	45.106
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	558	556	542	180
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	300	300	349	231
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	130.426	132.708	145.248	155.551
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	204.741	211.501	208.006	207.197
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	-249	176	2.613	2.616
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	10.057	10.312	8.917	8.530
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.446	5.446	5.446	5.446
Otros pasivos	180.115	167.457	164.581	165.099
Cuentas de revalorización	176.589	176.589	176.589	176.589
Capital y reservas	71.742	71.967	71.967	72.240
Total pasivo	1.840.819	1.829.433	1.822.548	1.803.083

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
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 Jul	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8 Oct	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9 ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 ⁵⁾	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
12 Nov	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
10 Dic	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009 21 Ene	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
11 Mar	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
8 Abr	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25

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 su discusión en el 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), 4)}

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 ⁵⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operaciones principales de financiación								
2008 3 Dic	339.520	787	339.520	3,25	-	-	-	7
10	217.856	783	217.856	2,50	-	-	-	7
17	209.721	792	209.721	2,50	-	-	-	6
23	223.694	640	223.694	2,50	-	-	-	7
30	238.891	629	238.891	2,50	-	-	-	7
2009 6 Ene	216.122	600	216.122	2,50	-	-	-	8
14	203.792	614	203.792	2,50	-	-	-	7
21	251.516	668	251.516	2,00	-	-	-	7
28	214.150	544	214.150	2,00	-	-	-	7
4 Feb	207.052	501	207.052	2,00	-	-	-	7
11	197.727	511	197.727	2,00	-	-	-	7
18	215.285	527	215.285	2,00	-	-	-	7
25	237.801	504	237.801	2,00	-	-	-	7
4 Mar	244.147	481	244.147	2,00	-	-	-	7
11	227.701	503	227.701	1,50	-	-	-	7
18	226.066	537	226.066	1,50	-	-	-	7
25	229.979	538	229.979	1,50	-	-	-	7
1 Abr	238.071	522	238.071	1,50	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2008 18 Dic	50.793	169	50.793	2,50	-	-	-	98
2009 8 Ene	7.559	39	7.559	2,50	-	-	-	182
8	9.454	45	9.454	2,50	-	-	-	98
21	113.395	139	113.395	2,00	-	-	-	21
29	43.239	133	43.239	2,00	-	-	-	91
11 Feb	104.731	93	104.731	2,00	-	-	-	28
12	18.479	39	18.479	2,00	-	-	-	91
12	10.721	39	10.721	2,00	-	-	-	182
26	21.641	57	21.641	2,00	-	-	-	91
11 Mar	120.189	97	120.189	1,50	-	-	-	28
12	10.811	60	10.811	1,50	-	-	-	182
12	30.229	71	30.229	1,50	-	-	-	91
26	28.774	87	28.774	1,50	-	-	-	91

2. Otras operaciones de subasta

Subastas a tipo variable											
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
2008 15 Sep	Operaciones temporales	90.270	51	30.000	-	4,25	-	4,30	4,39	1	
16	Operaciones temporales	102.480	56	70.000	-	4,25	-	4,32	4,40	1	
18	Operaciones temporales	49.330	43	25.000	-	4,25	-	4,30	4,39	1	
24	Operaciones temporales	50.335	36	40.000	-	4,25	-	4,25	4,35	1	
1 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	173.047	52	173.047	4,25	-	-	-	-	1	
2	Captación de depósitos a plazo fijo	216.051	65	200.000	4,25	-	-	-	-	1	
3	Captación de depósitos a plazo fijo	193.844	54	193.844	4,25	-	-	-	-	3	
6	Captación de depósitos a plazo fijo	171.947	111	171.947	4,25	-	-	-	-	1	
7	Captación de depósitos a plazo fijo	147.491	97	147.491	4,25	-	-	-	-	1	
9	Operaciones temporales	24.682	99	24.682	3,75	-	-	-	-	6	
11 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	149.656	117	79.940	-	-	3,75	3,60	3,51	1	
9 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	152.655	95	137.456	-	-	3,25	3,05	2,94	1	
2009 20 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	143.835	103	140.013	-	-	2,50	2,30	2,15	1	
10 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	130.435	119	129.135	-	-	2,00	1,80	1,36	1	
10 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	111.502	119	110.832	-	-	2,00	1,80	1,52	1	

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.
- Con efectos a partir de abril del 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 instrumentarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades puedan realizar sus pujas.
- El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.

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 a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y 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
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
2008 I	17.703,3	9.551,7	840,2	2.126,0	1.558,4	3.627,1
II	17.971,8	9.775,4	916,3	2.172,4	1.439,4	3.668,1
III	18.231,2	9.968,9	917,1	2.186,7	1.457,1	3.701,5
2008 Oct ²⁾	18.439,8	10.156,0	900,0	2.211,7	1.445,4	3.726,8
Nov ²⁾	18.396,5	10.195,5	884,3	2.227,2	1.378,8	3.710,8
Dic ²⁾	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009 Ene	18.512,4	10.186,3	881,8	2.424,3	1.315,3	3.704,7

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
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 7 Oct	214,8	216,8	2,0	0,0	4,58
11 Nov	216,1	218,6	2,4	0,0	3,94
9 Dic	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009 20 Ene ³⁾	220,2	221,5	1,2	0,0	2,50
10 Feb	221,1	222,1	1,0	0,0	2,00
10 Mar	217,6	218,6	1,0	0,0	2,00
7 Abr	220,8	.	.	.	.

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	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ^{3),4)}	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto) ⁴⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2008 7 Oct	417,3	174,1	334,3	7,5	5,9	19,9	45,5	684,3	55,2	-82,6	216,8	921,0
11 Nov	549,0	301,6	452,5	12,7	4,2	213,7	2,3	722,1	85,0	78,2	218,6	1.154,4
9 Dic	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 20 Ene	581,3	219,2	613,6	2,9	0,0	238,5	3,3	753,1	99,9	100,6	221,5	1.213,1
10 Feb	547,4	224,9	551,4	2,1	0,0	175,4	6,1	740,2	102,7	79,3	222,1	1.137,7
10 Mar	512,7	224,3	472,4	1,6	0,0	95,5	4,0	741,5	110,1	41,4	218,6	1.055,5

Fuente: BCE.

- 1) Fin de período.
- 2) Incluye las bases de reservas de las entidades de crédito de Eslovaquia. Con carácter transitorio, las entidades de crédito radicadas en la zona del euro pueden optar por deducir de sus bases de reservas pasivos adeudados a entidades de crédito situadas en Eslovaquia. A partir de la base de reservas existente a finales de enero de 2009, se aplicará el procedimiento habitual [véase la Decisión del BCE, de 28 de octubre de 2008, relativa a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Eslovaquia (BCE/2008/14)].
- 3) Como consecuencia de la adopción del euro en Eslovaquia el 1 de enero de 2009, las exigencias de reservas son una media —ponderada por el número de días naturales— de las exigencias de reservas de los 15 países que integraban entonces la zona del euro para el período comprendido entre el 10 y el 31 de diciembre de 2008 y las exigencias de reservas de los 16 países que actualmente forman parte de la zona del euro para el período comprendido entre el 1 y el 20 de enero de 2009.
- 4) A partir del 1 de enero de 2009, incluye las operaciones de política monetaria ejecutadas mediante operaciones de ajuste por el Národná Banka Slovenska antes del 1 de enero de 2009 y que todavía estaban vivas con posterioridad a esa fecha.

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro¹⁾

(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	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 III	2.473,4	1.342,5	18,5	0,7	1.323,3	278,9	237,4	2,4	39,1	-	14,7	482,4	16,0	338,9
2008 Oct	2.781,3	1.632,6	18,5	0,6	1.613,5	283,8	242,5	2,4	38,9	-	13,9	478,7	16,0	356,2
2008 Nov	2.803,0	1.632,5	18,5	0,6	1.613,3	291,3	249,9	2,4	39,0	-	14,2	497,0	16,0	352,0
2008 Dic	2.983,0	1.809,4	18,6	0,6	1.790,1	350,8	307,9	2,4	40,4	-	14,4	479,8	15,7	313,0
2009 Ene	2.830,1	1.606,0	18,6	0,7	1.586,8	362,5	314,6	2,5	45,4	-	14,2	523,7	16,0	307,7
2009 Feb	2.771,4	1.537,1	18,6	0,7	1.517,8	366,5	318,3	2,7	45,6	-	13,6	530,5	15,9	307,9
IFM, excluido el Eurosistema														
2006	25.950,2	14.904,3	810,5	9.160,3	4.933,5	3.555,4	1.276,5	645,9	1.632,9	83,5	1.171,4	4.329,0	172,6	1.733,9
2007	29.446,8	16.904,0	956,0	10.159,1	5.788,9	3.881,5	1.194,3	950,5	1.736,6	93,5	1.296,2	4.873,3	206,0	2.192,4
2008 III	31.535,5	18.146,6	980,7	10.820,4	6.345,6	4.192,7	1.192,5	1.098,9	1.901,3	101,8	1.318,3	5.118,5	203,5	2.454,1
2008 Oct	32.450,9	18.443,9	980,6	10.876,7	6.586,6	4.253,2	1.185,1	1.133,8	1.934,4	95,5	1.264,6	5.294,7	204,4	2.894,6
2008 Nov	32.423,9	18.285,0	978,3	10.885,4	6.421,3	4.365,1	1.226,8	1.167,3	1.971,0	96,6	1.243,6	5.161,9	205,3	3.066,4
2008 Dic	31.834,9	18.017,7	970,2	10.779,0	6.268,4	4.621,7	1.242,2	1.392,8	1.986,8	98,4	1.200,2	4.754,5	213,0	2.929,5
2009 Ene	32.265,2	18.175,7	986,2	10.863,8	6.325,6	4.749,7	1.307,9	1.394,2	2.047,6	101,4	1.206,2	4.874,1	211,9	2.946,3
2009 Feb	32.232,0	18.045,2	983,5	10.838,8	6.222,8	4.831,3	1.341,5	1.416,2	2.073,6	102,6	1.191,4	4.782,5	216,3	3.062,7

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	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 III	2.473,4	705,4	932,3	51,3	17,7	863,3	-	0,1	264,4	288,1	283,1
2008 Oct	2.781,3	749,1	1.026,0	78,9	29,8	917,3	-	0,1	262,0	411,9	332,1
2008 Nov	2.803,0	752,9	1.079,9	107,7	27,6	944,6	-	0,1	283,5	380,6	306,0
2008 Dic	2.983,0	784,8	1.217,5	68,8	16,6	1.132,1	-	0,1	273,9	383,3	323,4
2009 Ene	2.830,1	761,9	1.093,1	102,5	19,1	971,6	-	0,1	302,6	329,1	343,3
2009 Feb	2.771,4	762,6	1.075,8	110,9	22,3	942,6	-	0,1	313,8	301,5	317,7
IFM, excluido el Eurosistema											
2006	25.950,2	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	698,3	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.306,2
2007	29.446,8	-	15.082,4	127,1	8.865,9	6.089,4	754,1	4.645,2	1.678,9	4.533,2	2.753,0
2008 III	31.535,5	-	16.216,3	140,2	9.324,5	6.751,6	833,2	4.865,3	1.751,0	4.886,0	2.983,6
2008 Oct	32.450,9	-	16.817,3	179,6	9.416,3	7.221,5	825,6	4.881,9	1.743,5	4.875,9	3.306,6
2008 Nov	32.423,9	-	16.688,4	221,2	9.440,4	7.026,9	836,6	4.898,7	1.753,0	4.781,6	3.465,6
2008 Dic	31.834,9	-	16.741,9	193,0	9.681,2	6.867,7	825,4	4.831,1	1.766,8	4.393,2	3.276,5
2009 Ene	32.265,2	-	16.796,9	221,4	9.738,9	6.836,6	859,8	4.903,2	1.787,1	4.677,8	3.240,4
2009 Feb	32.232,0	-	16.688,6	231,1	9.742,8	6.714,7	880,3	4.955,3	1.795,4	4.569,1	3.343,3

Fuente: BCE.

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

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

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

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

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro¹⁾

(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										
2006	19.723,8	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,4	1.464,0	648,4	811,2	4.680,4	187,3	1.941,4
2007	22.331,2	11.133,5	973,8	10.159,7	2.371,9	1.419,4	952,5	884,3	5.247,0	221,1	2.473,5
2008 III	23.792,8	11.820,2	999,2	10.821,0	2.531,3	1.430,0	1.101,3	876,4	5.600,9	219,5	2.744,7
2008 Oct	24.471,6	11.876,4	999,1	10.877,3	2.563,7	1.427,6	1.136,2	837,1	5.773,4	220,4	3.200,6
Nov	24.605,5	11.882,8	996,8	10.886,1	2.646,4	1.476,7	1.169,7	826,7	5.658,9	221,4	3.369,2
Dic	24.145,3	11.768,5	988,9	10.779,6	2.945,3	1.550,1	1.395,2	787,9	5.234,3	228,6	3.180,8
2009 Ene	24.509,5	11.869,3	1.004,8	10.864,5	3.019,2	1.622,5	1.396,7	791,0	5.397,8	227,8	3.204,4
Feb ^(p)	24.568,9	11.841,6	1.002,1	10.839,5	3.078,6	1.659,7	1.418,9	780,7	5.313,1	232,2	3.322,7
	Operaciones										
2006	1.997,5	877,3	-14,4	891,6	10,7	-96,8	107,5	97,7	801,9	6,4	203,5
2007	2.594,2	1.015,9	-9,8	1.025,7	230,3	-46,6	277,0	60,1	792,9	-0,5	495,4
2008	1.621,0	596,5	12,3	584,2	358,2	60,6	297,6	-64,5	-65,8	-1,0	797,5
2008 III	273,9	148,1	4,7	143,4	-15,9	-34,4	18,4	23,3	74,3	2,2	42,0
IV	226,9	-49,2	-9,8	-39,3	199,3	55,1	144,3	-74,8	-329,4	2,1	478,8
2008 Oct	406,5	16,4	-0,9	17,3	26,6	-6,5	33,1	-33,1	-55,0	1,0	450,6
Nov	173,1	16,0	-2,2	18,1	78,1	42,2	35,9	-6,8	-82,3	0,9	167,2
Dic	-352,7	-81,5	-6,8	-74,7	94,7	19,4	75,3	-34,9	-192,0	0,1	-139,0
2009 Ene	69,3	37,2	14,4	22,8	54,6	58,2	-3,6	11,1	-33,7	-2,4	2,4
Feb ^(p)	26,6	-26,6	-2,6	-24,0	57,6	37,6	20,0	-5,4	-115,6	4,4	112,2

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	19.723,8	592,2	158,0	7.906,5	614,6	2.587,8	1.280,8	4.026,5	2.541,8	15,6
2007	22.331,2	638,5	151,0	8.885,0	660,4	2.867,1	1.487,6	4.599,2	3.083,3	-41,1
2008 III	23.792,8	657,1	191,5	9.342,1	731,1	2.925,0	1.558,7	5.174,1	3.266,7	-53,9
2008 Oct	24.471,6	698,8	258,4	9.446,1	729,8	2.908,7	1.564,2	5.287,8	3.638,7	-61,3
Nov	24.605,5	703,7	328,9	9.468,0	739,7	2.888,8	1.605,5	5.162,3	3.771,6	-63,1
Dic	24.145,3	723,1	261,8	9.697,9	726,6	2.804,0	1.614,0	4.776,5	3.599,9	-58,7
2009 Ene	24.509,5	712,3	323,8	9.757,9	758,1	2.810,3	1.660,3	5.006,9	3.583,7	-104,2
Feb ^(p)	24.568,9	714,7	341,9	9.765,2	777,4	2.836,2	1.684,9	4.870,5	3.661,0	-83,3
Operaciones										
2006	1.997,5	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,4	601,6	252,2	45,3
2007	2.594,2	45,8	-13,3	835,1	54,5	270,5	163,1	778,8	467,6	-8,0
2008	1.621,0	83,5	108,1	596,9	30,1	-73,5	143,1	52,4	698,1	-17,9
2008 III	273,9	5,1	-19,9	73,2	-4,2	14,7	71,7	53,1	117,5	-37,3
IV	226,9	66,0	70,3	198,5	-10,1	-125,7	42,5	-401,9	394,2	-6,9
2008 Oct	406,5	41,7	67,0	70,7	-1,3	-72,9	14,1	-97,6	461,4	-76,6
Nov	173,1	4,8	70,4	30,2	10,1	-14,2	24,0	-97,9	133,8	11,9
Dic	-352,7	19,4	-67,1	97,5	-18,9	-38,6	4,4	-206,4	-201,0	57,8
2009 Ene	69,3	-12,2	59,1	-8,2	32,6	-28,3	25,7	84,8	10,8	-95,0
Feb ^(p)	26,6	2,4	18,1	7,8	19,5	26,8	19,4	-148,9	65,3	16,3

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 monetarias¹⁾

(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 monetarios²⁾ y contrapartidas

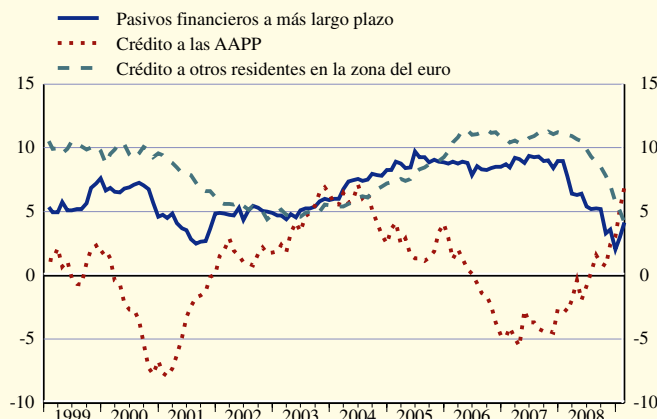
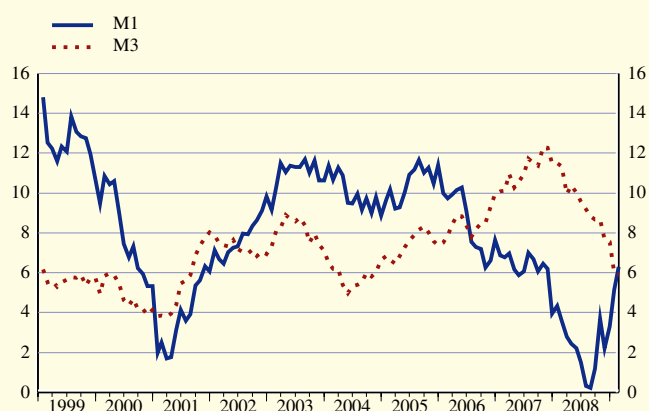
	M3					M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ⁴⁾
	M2		M3-M2		Préstamos				Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulaciones ³⁾			
	M1	M2-M1										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2006	3.685,4	2.954,2	6.639,6	1.101,5	7.741,1	-	5.434,1	2.321,3	10.644,4	9.171,5	-	634,3
2007	3.832,7	3.507,2	7.339,9	1.310,5	8.650,4	-	5.977,8	2.417,2	12.027,2	10.175,6	-	627,5
2008 III	3.879,1	3.976,9	7.856,0	1.371,7	9.227,6	-	6.133,6	2.443,0	12.825,3	10.819,1	-	423,2
2008 Oct	4.002,2	4.010,4	8.012,5	1.360,8	9.373,4	-	6.134,9	2.435,4	12.870,6	10.886,4	-	466,8
Nov	3.960,8	4.054,3	8.015,1	1.350,8	9.365,9	-	6.170,8	2.471,2	12.885,4	10.879,4	-	471,5
Dic	3.978,3	4.027,7	8.006,0	1.384,6	9.390,6	-	6.262,7	2.565,3	12.994,2	10.797,9	-	438,4
2009 Ene	4.096,1	3.973,3	8.069,4	1.314,8	9.384,2	-	6.434,5	2.628,3	13.073,9	10.869,3	-	387,7
Feb ^(p)	4.138,0	3.952,6	8.090,5	1.336,7	9.427,2	-	6.494,1	2.662,3	13.075,2	10.858,5	-	437,6
	Operaciones											
2006	261,2	310,5	571,7	130,9	702,6	-	427,7	-114,7	1.105,8	898,6	961,7	200,6
2007	145,4	525,4	670,7	220,3	891,0	-	489,5	-60,1	1.369,9	1.031,0	1.132,1	13,5
2008	127,4	479,7	607,1	50,9	657,9	-	120,9	73,7	818,3	586,4	757,3	-117,3
2008 III	26,8	136,6	163,4	17,5	180,9	-	84,3	0,4	251,6	170,5	179,3	26,2
IV	96,6	48,0	144,6	12,3	156,8	-	-44,6	56,4	35,2	-19,1	70,5	56,7
2008 Oct	111,8	17,1	128,9	-7,8	121,2	-	-55,5	-12,6	10,8	28,3	42,3	27,3
Nov	-41,0	46,7	5,7	-9,3	-3,6	-	28,9	29,1	30,1	2,4	30,3	9,2
Dic	25,8	-15,8	10,0	29,3	39,3	-	-18,1	39,9	-5,7	-49,8	-2,0	20,2
2009 Ene	79,3	-79,1	0,2	-64,4	-64,2	-	104,5	47,3	20,5	9,4	17,6	-102,3
Feb ^(p)	41,8	-19,8	21,9	23,6	45,6	-	53,3	34,5	5,1	-9,8	-2,2	31,5
	Tasas de crecimiento											
2006 Dic	7,6	11,7	9,4	13,3	10,0	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	11,5	200,6
2007 Dic	3,9	17,7	10,1	20,0	11,5	11,8	9,0	-2,6	12,8	11,2	12,2	13,5
2008 Sep	1,2	17,7	8,9	7,4	8,7	8,7	5,2	1,0	10,1	8,5	9,6	-195,4
2008 Oct	3,7	15,5	9,3	5,2	8,7	8,3	3,3	0,7	8,7	7,8	8,9	-166,1
Nov	2,2	16,0	8,8	1,8	7,7	8,0	3,6	2,4	8,2	7,1	8,4	-179,7
Dic	3,3	13,6	8,2	3,8	7,6	7,1	2,0	3,1	6,8	5,7	7,3	-117,3
2009 Ene	5,1	10,1	7,5	-2,2	6,0	6,5	3,0	5,2	6,1	5,0	6,7	-219,3
Feb ^(p)	6,3	7,7	7,0	0,0	5,9	.	4,2	6,9	5,4	4,2	5,9	-168,7

C1 Agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

C2 Contrapartidas¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

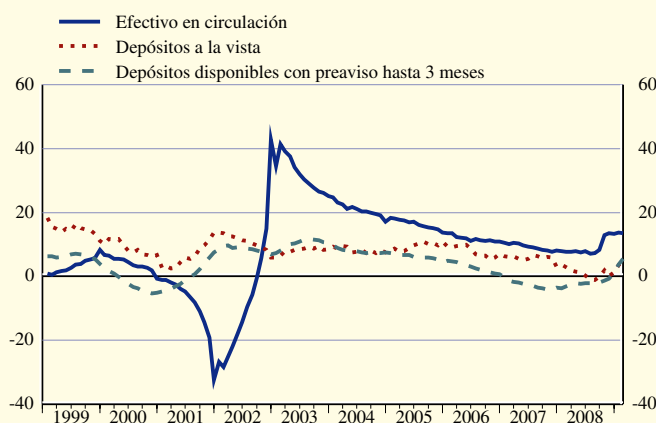
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2006	578,4	3.107,0	1.402,2	1.552,0	266,1	636,9	198,5	2.399,6	102,2	1.655,0	1.277,3
2007	625,8	3.206,9	1.971,8	1.535,3	307,4	686,6	316,6	2.561,0	119,6	1.813,5	1.483,7
2008 III	662,9	3.216,2	2.455,0	1.521,9	344,5	736,3	290,9	2.630,0	114,2	1.836,4	1.553,0
2008 Oct	698,4	3.303,8	2.485,7	1.524,7	346,1	734,1	280,6	2.619,6	116,3	1.835,0	1.564,0
2008 Nov	704,1	3.256,7	2.522,3	1.532,0	329,9	741,8	279,1	2.607,7	118,8	1.830,8	1.613,4
2008 Dic	710,7	3.267,6	2.470,6	1.557,1	355,6	756,8	272,2	2.542,6	121,7	1.988,5	1.609,9
2009 Ene	716,9	3.379,2	2.377,3	1.596,0	327,2	766,4	221,2	2.612,6	124,5	2.036,6	1.660,8
2009 Feb ^(p)	721,0	3.417,0	2.331,3	1.621,2	330,9	782,2	223,5	2.623,8	123,8	2.059,9	1.686,6
Operaciones											
2006	57,3	203,9	301,2	9,3	30,9	30,0	70,0	217,2	15,4	138,1	57,0
2007	46,9	98,4	581,3	-55,9	43,3	58,6	118,3	152,3	9,9	164,5	162,8
2008	83,8	43,5	464,4	15,3	49,5	33,6	-32,2	-40,4	0,7	17,9	142,7
2008 III	13,3	13,5	152,3	-15,6	3,6	6,0	7,9	19,2	-2,7	-0,7	68,6
2008 IV	47,8	48,8	12,9	35,1	12,7	14,6	-15,1	-95,3	7,5	-0,9	44,0
2008 Oct	35,5	76,3	14,7	2,4	1,3	-2,2	-6,8	-70,4	2,1	-6,7	19,5
2008 Nov	5,7	-46,6	39,3	7,4	-14,5	7,9	-2,6	-5,0	2,5	-0,7	32,0
2008 Dic	6,6	19,1	-41,1	25,3	26,0	8,9	-5,7	-20,0	2,9	6,5	-7,5
2009 Ene	4,8	74,5	-117,5	38,4	-28,7	10,7	-46,5	30,6	2,0	41,6	30,3
2009 Feb ^(p)	4,1	37,7	-45,1	25,3	3,8	16,0	3,9	10,5	-0,7	23,0	20,6
Tasas de crecimiento											
2006 Dic	11,0	7,0	27,2	0,6	13,2	4,9	54,4	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Dic	8,1	3,2	41,4	-3,6	16,3	9,2	59,6	6,3	9,6	9,9	12,5
2008 Sep	8,2	-0,2	34,4	-2,0	16,5	4,1	5,7	2,3	-5,7	4,0	13,1
2008 Oct	13,0	1,9	29,3	-1,3	19,5	2,1	-2,0	-0,2	-4,4	2,8	10,7
2008 Nov	13,5	0,1	29,3	-0,7	11,6	1,7	-7,5	-0,2	-2,2	2,6	12,1
2008 Dic	13,4	1,4	23,3	1,0	16,0	4,8	-10,6	-1,5	0,6	1,0	9,8
2009 Ene	13,7	3,5	14,9	3,7	7,1	2,6	-24,0	-1,2	0,7	2,9	10,8
2009 Feb ^(p)	13,5	4,9	9,4	5,4	5,9	3,5	-16,7	-0,2	1,4	4,2	11,9

C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo¹⁾

(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.

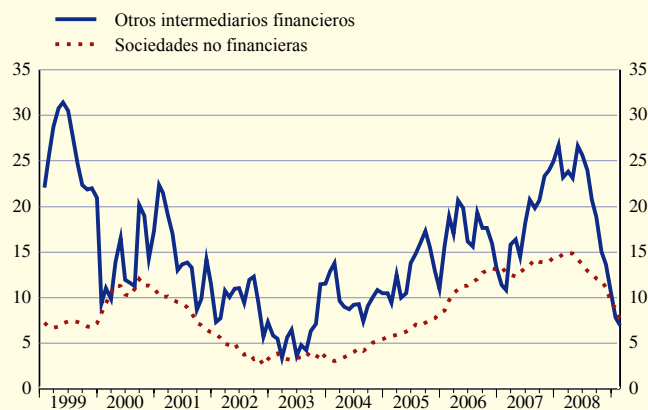
2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM^(1), 2)

(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

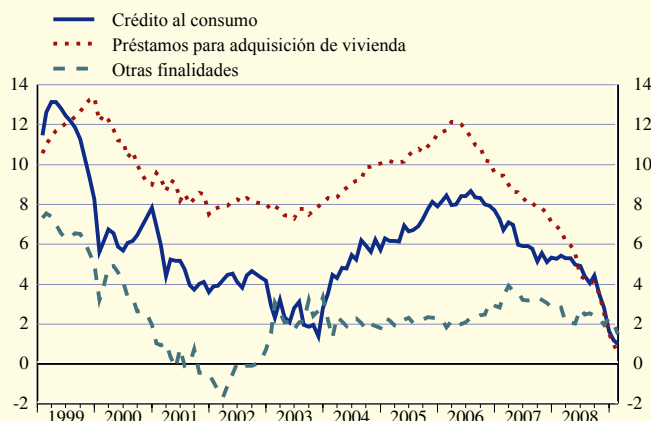
	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros ³⁾	Sociedades no financieras				Hogares ⁴⁾			
	Total	Total	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Saldos vivos									
2006	93,8	709,7	3.837,9	1.139,6	706,7	1.991,6	4.530,0	584,3	3.207,8	737,9
2007	107,9	886,4	4.380,3	1.279,3	857,9	2.243,1	4.801,0	615,5	3.432,7	752,9
2008 III	100,5	1.010,9	4.771,4	1.376,6	954,8	2.439,9	4.936,3	636,1	3.532,6	767,6
2008 Oct	102,2	1.019,1	4.827,6	1.390,5	965,3	2.471,7	4.937,6	635,5	3.533,3	768,8
Nov	99,0	1.011,7	4.847,2	1.383,1	978,2	2.485,9	4.921,5	632,7	3.520,1	768,8
Dic	104,0	985,9	4.820,1	1.381,7	960,3	2.478,1	4.887,8	629,6	3.488,2	770,0
2009 Ene	96,2	987,8	4.879,3	1.393,6	977,8	2.507,9	4.906,0	638,1	3.497,2	770,6
Feb ^(p)	96,5	979,9	4.874,8	1.373,3	981,1	2.520,4	4.907,3	639,9	3.498,4	769,0
	Operaciones									
2006	20,7	87,5	445,2	101,4	122,6	221,2	345,3	42,5	281,9	20,9
2007	15,9	180,1	554,4	145,9	155,1	253,5	280,6	31,1	228,6	20,9
2008	-4,4	94,5	416,9	89,0	121,3	206,7	79,3	10,2	51,9	17,2
2008 III	-1,1	7,1	112,3	26,7	28,7	56,9	52,1	3,9	44,3	3,9
IV	3,4	-23,9	45,5	-5,0	23,5	27,1	-44,1	-7,0	-40,1	2,9
2008 Oct	1,3	-4,1	35,1	6,3	6,1	22,7	-3,9	-0,9	-3,2	0,2
Nov	-3,1	-4,9	24,1	-5,6	14,3	15,3	-13,6	-2,3	-12,2	0,9
Dic	5,2	-14,8	-13,7	-5,7	3,0	-10,9	-26,6	-3,7	-24,7	1,9
2009 Ene	-8,0	-11,0	30,4	1,7	9,5	19,2	-2,1	-0,5	-1,1	-0,5
Feb ^(p)	0,3	-9,1	-3,6	-19,4	3,2	12,7	2,7	2,2	1,4	-0,9
	Tasas de crecimiento									
2006 Dic	28,2	14,0	13,1	9,8	20,7	12,4	8,2	7,7	9,6	2,9
2007 Dic	17,0	25,2	14,4	12,8	21,9	12,7	6,2	5,3	7,1	2,8
2008 Sep	-9,3	18,7	12,1	9,8	17,6	11,4	3,9	4,4	4,1	2,4
2008 Oct	-9,4	14,8	11,9	10,1	16,2	11,2	3,3	3,5	3,5	2,3
Nov	-6,6	13,6	11,1	8,5	16,1	10,8	2,5	2,8	2,6	1,9
Dic	-4,1	10,7	9,5	6,9	14,1	9,2	1,6	1,7	1,5	2,3
2009 Ene	-5,0	7,9	8,8	6,1	13,2	8,7	1,2	1,2	1,0	2,0
Feb ^(p)	-8,4	7,2	7,6	3,3	12,1	8,4	0,7	1,0	0,5	1,5

C5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾ (tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



C6 Préstamos a hogares²⁾

(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.

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												
2007	95,1	70,6	7,5	17,0	867,9	526,3	148,5	193,1	4.388,0	1.276,5	858,9	2.252,6
2008 III	100,8	77,0	6,4	17,5	1.017,7	620,7	170,0	227,0	4.761,9	1.372,3	953,4	2.436,3
2008 Nov	101,0	77,2	5,6	18,2	1.013,7	616,0	173,3	224,4	4.842,8	1.382,5	977,3	2.483,0
Dic	91,6	68,1	5,2	18,2	963,7	557,9	169,1	236,7	4.828,8	1.378,3	961,8	2.488,8
2009 Ene	96,0	72,3	6,1	17,6	989,0	570,6	178,5	240,0	4.877,5	1.388,9	977,6	2.511,0
Feb ^(p)	93,4	69,7	6,0	17,7	984,6	562,5	179,7	242,3	4.863,9	1.365,3	979,4	2.519,3
Operaciones												
2007	14,0	15,8	-5,2	3,4	175,4	113,5	34,5	27,4	555,6	144,9	155,7	255,0
2008 III	-3,0	-2,5	-1,3	0,9	12,1	-10,6	8,5	14,2	84,4	3,9	27,6	53,0
IV	-9,4	-9,0	-1,1	0,7	-53,0	-61,2	-0,2	8,4	63,8	-4,0	26,4	41,4
2008 Oct	2,9	3,6	-0,6	-0,1	-14,1	-4,9	-2,9	-6,3	33,0	2,4	8,2	22,4
Nov	-3,1	-3,7	-0,1	0,8	0,2	-5,9	4,6	1,5	31,4	2,2	12,8	16,4
Dic	-9,2	-8,9	-0,4	0,1	-39,1	-50,4	-1,9	13,2	-0,5	-8,5	5,4	2,6
2009 Ene	4,2	4,0	0,8	-0,6	12,4	5,6	8,7	-1,9	19,8	0,4	7,9	11,6
Feb ^(p)	-2,5	-2,6	0,0	0,0	-5,7	-8,7	1,2	1,9	-12,6	-22,7	1,6	8,4
Tasas de crecimiento												
2007 Dic	16,8	28,5	-41,0	23,2	25,0	27,0	29,9	16,5	14,4	12,7	22,0	12,7
2008 Sep	-9,0	-12,3	-26,0	18,4	18,8	15,5	24,4	24,4	12,1	9,8	17,6	11,4
2008 Oct	-9,3	-10,8	-31,6	9,4	15,0	15,5	13,4	15,0	11,9	10,1	16,3	11,2
Nov	-6,6	-7,9	-32,3	11,7	13,7	13,3	14,7	13,9	11,1	8,5	16,1	10,8
Dic	-4,1	-3,8	-30,5	6,0	10,5	5,4	14,4	21,7	9,5	6,9	14,1	9,2
2009 Ene	-5,0	-5,1	-25,1	5,4	7,8	0,5	20,2	19,6	8,8	6,0	13,2	8,8
Feb ^(p)	-8,5	-9,7	-24,0	4,5	7,0	-1,3	19,5	21,6	7,6	3,2	12,1	8,4

3. Préstamos a hogares⁴⁾

	Total	Crédito al consumo				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												
2007	4.808,1	617,8	137,6	203,7	276,5	3.436,9	15,9	73,8	3.347,2	753,4	147,5	104,0	501,9
2008 III	4.940,0	637,5	139,4	201,1	297,0	3.535,1	16,9	71,8	3.446,5	767,4	149,6	100,1	517,7
2008 Nov Dic	4.927,9	633,2	136,2	198,9	298,2	3.524,0	16,9	70,3	3.436,8	770,7	151,6	98,1	520,9
	4.894,9	632,0	137,2	197,2	297,5	3.492,3	17,0	68,3	3.407,0	770,6	155,4	90,8	524,4
2009 Ene Feb ^(p)	4.901,4	636,4	135,4	203,7	297,3	3.496,2	17,0	66,6	3.412,6	768,8	152,7	90,0	526,1
	4.896,9	634,2	134,4	202,7	297,2	3.495,4	17,1	66,2	3.412,1	767,3	150,4	89,4	527,5
	Operaciones												
2007	280,6	31,2	3,6	1,1	26,6	228,6	0,9	2,3	225,3	20,8	1,7	4,4	14,7
2008 III IV	49,8	2,1	-0,3	-2,5	4,9	48,2	1,0	-0,9	48,1	-0,5	-3,2	-2,1	4,8
	-40,8	-6,0	-1,9	-4,4	0,2	-38,4	0,2	-1,5	-37,1	3,6	1,1	-1,7	4,2
2008 Oct Nov Dic	-4,5	0,0	-0,3	-1,0	1,4	-3,6	0,1	-0,7	-3,0	-0,9	-2,4	-0,3	1,8
	-10,4	-4,1	-2,7	-1,0	-0,4	-10,4	-0,1	-0,8	-9,5	4,1	3,9	-1,1	1,4
	-25,9	-2,0	1,1	-2,3	-0,8	-24,5	0,1	0,0	-24,6	0,5	-0,3	-0,2	1,0
2009 Ene Feb ^(p)	-13,6	-4,6	-2,1	-1,4	-1,0	-6,3	0,0	-1,8	-4,4	-2,8	-3,1	-0,9	1,1
	-3,1	-1,7	-0,9	-0,9	0,1	-0,6	0,0	-0,4	-0,2	-0,9	-2,2	-0,5	1,8
	Tasas de crecimiento												
2007 Dic	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,8	1,2	4,4	3,0
2008 Sep	3,9	4,4	4,1	-1,4	8,9	4,1	4,8	-1,3	4,2	2,4	2,2	-2,3	3,5
2008 Oct Nov Dic	3,3	3,5	2,4	-2,3	8,3	3,5	5,9	-2,7	3,6	2,3	1,2	-2,9	3,7
	2,5	2,8	2,7	-3,2	7,4	2,6	5,7	-3,8	2,7	2,0	0,6	-4,4	3,7
	1,6	1,7	-0,4	-3,8	6,7	1,5	5,9	-4,1	1,6	2,3	1,9	-4,9	3,9
2009 Ene Feb ^(p)	1,2	1,2	-1,0	-4,1	6,0	1,0	6,7	-6,3	1,1	2,0	1,1	-5,6	3,9
	0,7	1,0	-0,9	-3,7	5,3	0,5	7,3	-6,6	0,6	1,5	0,5	-7,0	3,5

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) Incluidos fondos de inversión.

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

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

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

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

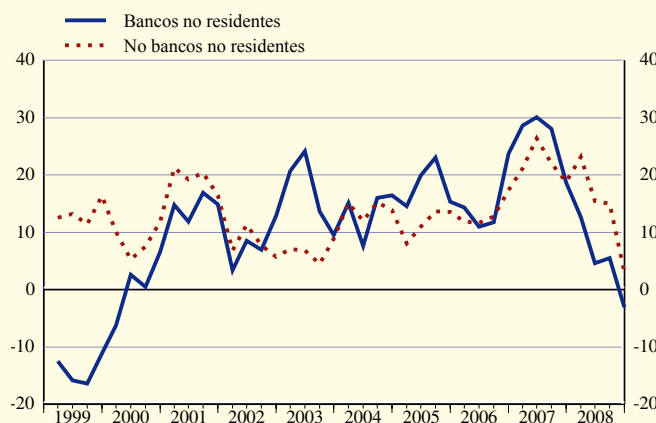
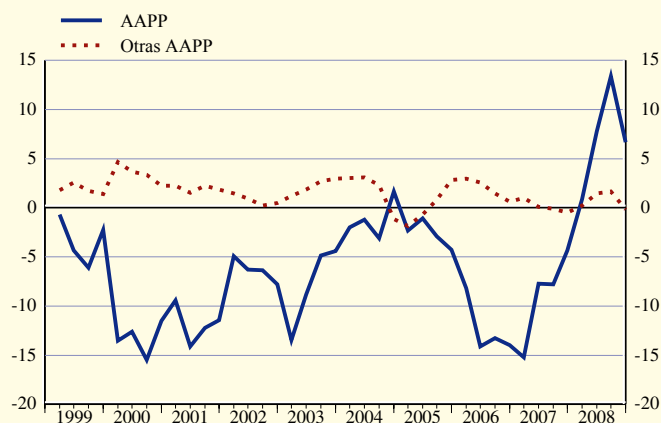
	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007	956,0	213,4	217,6	495,6	29,4	3.295,3	2.337,9	957,4	59,8	897,5
2008 I	957,8	210,6	212,8	497,2	37,2	3.413,9	2.395,5	1.018,4	61,5	956,9
II	975,6	221,0	215,1	497,5	42,0	3.310,8	2.299,2	1.011,5	63,0	948,5
III	980,7	225,9	210,0	499,5	45,4	3.519,1	2.452,3	1.066,8	61,9	1.004,9
IV ^(p)	970,2	229,0	210,1	491,3	39,8	3.241,6	2.271,0	970,7	59,7	911,0
Operaciones										
2006	-13,4	-17,6	-14,3	21,9	-3,4	532,5	402,9	129,5	-0,1	129,6
2007	-7,9	-4,5	-13,0	6,1	3,5	542,1	382,1	160,1	0,3	159,8
2008 ^(p)	13,1	14,4	-8,1	-3,5	10,4	-45,0	-73,4	28,3	0,1	28,2
2008 I	0,7	-3,3	-4,8	1,0	7,8	215,8	122,3	93,3	2,9	90,4
II	17,7	10,3	2,1	0,6	4,8	-100,1	-94,8	-5,2	1,6	-6,7
III	4,7	4,6	-5,2	2,0	3,4	94,3	77,1	17,2	-3,2	20,4
IV ^(p)	-10,0	2,9	-0,2	-7,0	-5,6	-255,0	-178,0	-77,1	-1,1	-75,9
Tasas de crecimiento										
2006 Dic	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-0,1	19,1
2007 Dic	-1,0	-4,3	-5,6	1,4	13,7	18,7	18,6	18,8	0,5	20,3
2008 Mar	0,1	0,9	-5,1	1,6	19,5	15,7	12,7	23,2	10,0	24,1
Jun	2,4	7,8	-1,8	2,3	11,8	7,7	4,6	15,4	9,5	15,8
Sep	3,4	13,4	-1,9	2,8	9,7	8,2	5,5	15,0	1,8	15,9
Dic ^(p)	1,4	6,7	-3,7	-0,7	35,3	-1,3	-3,1	3,0	0,1	3,2

C7 Préstamos a las AAPP²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)

C8 Préstamos a no residentes en la zona del euro²⁾

(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)

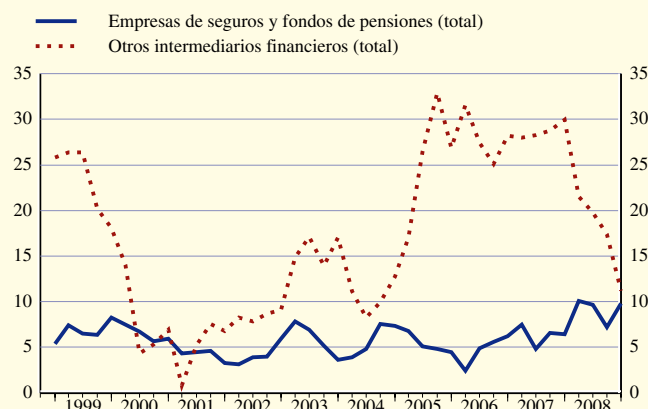
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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														
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007	688,2	71,1	68,9	525,4	0,8	1,1	20,9	1.472,7	312,3	348,0	652,8	12,2	0,3	147,1
2008 III	727,9	75,5	90,3	538,9	1,2	1,6	20,4	1.641,3	322,6	445,5	673,9	11,7	0,1	187,5
2008 Oct	736,0	83,6	90,4	538,2	1,2	1,5	21,1	1.674,4	336,3	445,2	684,2	12,2	0,1	196,4
2008 Nov	738,1	85,0	95,0	535,9	1,1	1,5	19,7	1.654,9	319,8	443,7	685,6	12,0	0,1	193,7
2008 Dic	757,8	83,9	111,8	536,4	1,1	1,5	23,1	1.802,4	320,6	420,1	852,3	12,3	0,1	197,0
2009 Ene	762,3	99,8	97,7	541,8	1,2	1,5	20,2	1.809,3	341,1	365,2	885,1	12,9	0,1	205,0
2009 Feb ^(p)	756,0	92,6	96,8	542,3	1,4	1,5	21,4	1.827,9	341,6	359,6	898,7	14,2	0,1	213,8
Operaciones														
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007	41,8	0,8	11,8	33,7	-0,2	-0,3	-4,1	341,1	32,7	98,9	183,7	1,7	0,1	24,1
2008	67,6	12,3	41,2	12,1	-0,3	0,1	2,2	164,8	4,4	68,8	41,3	-0,3	-0,3	51,0
2008 III	8,4	1,7	6,0	0,3	-0,2	0,0	0,5	28,3	-16,5	53,8	-12,4	-0,6	-0,1	4,1
2008 IV	31,7	8,3	21,4	-0,6	-0,1	-0,1	2,7	5,1	-2,7	-25,6	21,8	0,5	0,0	11,1
2008 Oct	6,8	7,6	-0,7	-0,6	0,0	0,0	0,6	18,5	9,1	-4,9	5,4	0,3	0,0	8,6
2008 Nov	4,0	1,4	4,8	-0,6	-0,1	0,0	-1,3	-16,1	-16,2	-1,0	2,3	-0,2	0,0	-1,0
2008 Dic	20,8	-0,7	17,4	0,6	0,0	0,0	3,4	2,7	4,3	-19,7	14,1	0,5	0,0	3,5
2009 Ene	2,6	15,3	-15,2	5,3	0,1	0,0	-2,9	-1,6	17,4	-56,7	29,3	0,5	0,0	7,8
2009 Feb ^(p)	-6,4	-7,3	-1,0	0,5	0,2	0,0	1,2	17,4	-0,1	-5,7	13,1	1,2	0,0	8,8
Tasas de crecimiento														
2006 Dic	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 Dic	6,4	1,1	20,6	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	16,0	-	19,0
2008 Sep	7,2	10,8	40,2	3,2	-20,1	-	-3,1	17,4	-3,2	44,6	16,0	-11,6	-	16,1
2008 Oct	5,2	12,3	18,2	2,7	-20,0	-	-3,7	15,3	1,9	28,5	13,0	-5,8	-	25,2
2008 Nov	6,2	21,7	20,3	2,3	-29,7	-	0,3	12,6	-7,9	33,2	12,1	-2,1	-	17,1
2008 Dic	9,8	17,2	58,2	2,3	-23,3	-	10,6	11,2	1,4	20,0	6,3	-2,3	-	34,6
2009 Ene	6,4	18,1	26,0	3,0	-17,4	-	-20,1	9,2	1,1	6,6	10,0	-2,1	-	25,3
2009 Feb ^(p)	6,8	25,9	25,2	2,6	-11,5	-	-13,4	10,1	5,7	-1,9	13,0	15,4	-	29,4

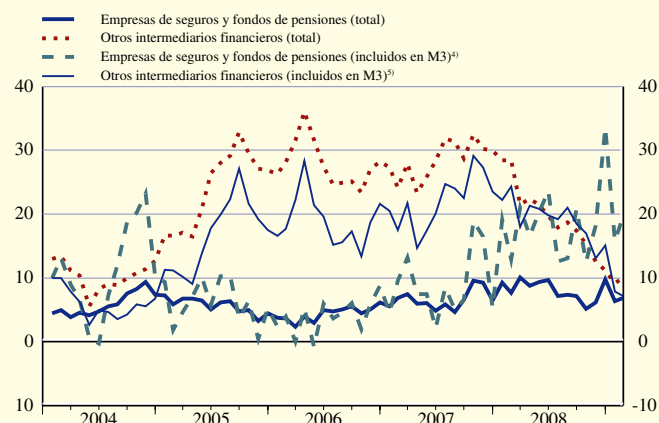
C9 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C10 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(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) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

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

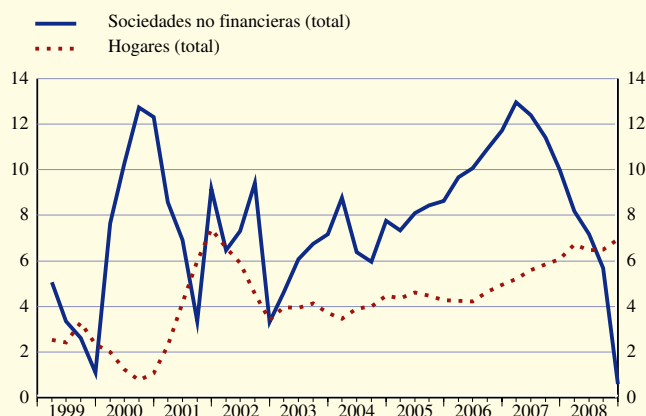
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Saldos vivos													
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007	1.470,4	882,1	474,6	59,4	29,2	1,4	23,7	4.988,8	1.777,7	994,4	560,9	1.457,6	111,1	87,1
2008 III	1.498,1	873,6	508,4	64,1	25,6	1,4	25,1	5.197,3	1.750,0	1.271,1	523,8	1.441,3	103,1	108,0
2008 Oct Nov Dic	1.500,5	860,8	518,4	65,9	24,9	1,4	29,0	5.252,6	1.758,5	1.332,3	515,4	1.439,3	106,1	101,1
	1.498,1	870,8	509,5	65,5	26,0	1,3	25,0	5.290,2	1.778,1	1.352,6	511,6	1.443,0	109,8	95,1
	1.498,7	882,4	498,9	64,4	27,9	1,3	23,7	5.369,2	1.814,4	1.351,8	520,3	1.485,3	113,7	83,7
2009 Ene Feb ^(p)	1.481,5	877,1	479,1	67,0	32,0	1,3	25,0	5.434,2	1.858,2	1.337,5	521,4	1.526,1	114,5	76,6
	1.463,6	861,1	474,6	68,7	35,2	1,3	22,7	5.443,8	1.882,9	1.310,9	521,4	1.544,3	114,4	69,9
	Operaciones													
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007	134,4	31,8	123,3	-8,1	-11,0	-0,7	-1,1	280,7	21,7	321,8	-45,5	-45,6	11,2	17,1
2008	8,8	-5,2	14,4	3,2	-3,3	-0,3	-0,1	348,4	29,5	336,3	-40,0	24,2	1,8	-3,4
2008 III IV	4,4	2,7	1,0	0,8	-2,2	-0,1	2,1	33,8	-34,4	89,3	-8,7	-19,2	-2,6	9,5
	-1,3	7,9	-10,7	0,6	2,3	-0,1	-1,4	168,3	63,8	77,7	-3,4	43,9	10,6	-24,4
2008 Oct Nov Dic	-6,9	-17,3	5,7	1,3	-0,6	0,0	3,9	47,5	7,0	55,2	-8,4	-2,3	2,9	-7,0
	-1,8	10,1	-8,6	-0,3	1,0	0,0	-4,0	37,4	19,6	20,1	-3,8	3,8	3,7	-6,0
	7,4	15,1	-7,7	-0,5	1,8	0,0	-1,3	83,3	37,2	2,4	8,8	42,4	3,9	-11,4
2009 Ene Feb ^(p)	-33,7	-15,2	-26,2	2,3	4,2	0,0	1,3	24,6	21,9	-28,9	-1,5	40,4	0,0	-7,1
	-17,1	-15,4	-4,3	1,8	3,2	0,0	-2,3	10,6	24,8	-25,7	0,1	18,2	-0,1	-6,7
	Tasas de crecimiento													
2006 Dic	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 Dic	10,0	3,7	34,8	-11,9	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2008 Sep	5,7	3,0	14,4	-2,6	-22,8	-17,3	2,9	6,5	-0,6	40,8	-7,0	-1,3	-5,1	28,6
2008 Oct Nov Dic	4,4	1,8	10,5	-0,1	-19,6	-12,6	19,6	7,4	1,2	40,5	-7,8	-0,5	-3,4	17,1
	3,0	1,3	7,9	3,4	-22,3	-15,4	3,2	7,7	2,1	38,7	-7,9	0,3	-0,9	8,9
	0,6	-0,6	3,1	5,4	-10,7	-15,8	-0,2	6,9	1,7	33,2	-7,1	1,7	1,6	-3,9
2009 Ene Feb ^(p)	2,1	2,8	-0,6	9,2	7,3	-17,2	12,3	6,9	4,1	24,7	-6,7	4,3	1,6	-16,5
	-0,2	1,8	-6,0	11,3	21,2	-11,1	-2,7	6,9	6,4	19,4	-5,8	5,6	2,2	-27,2

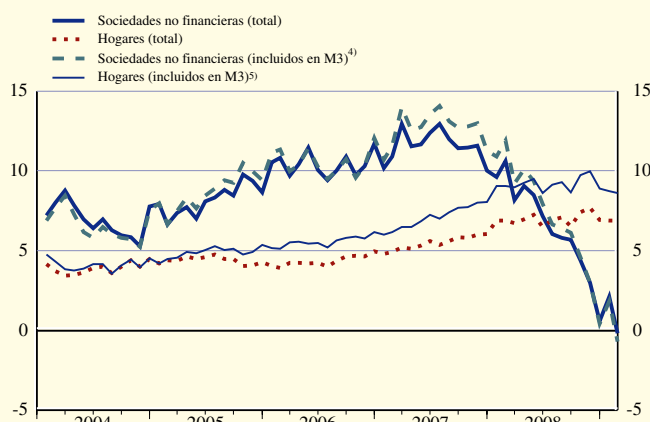
C11 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C12 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

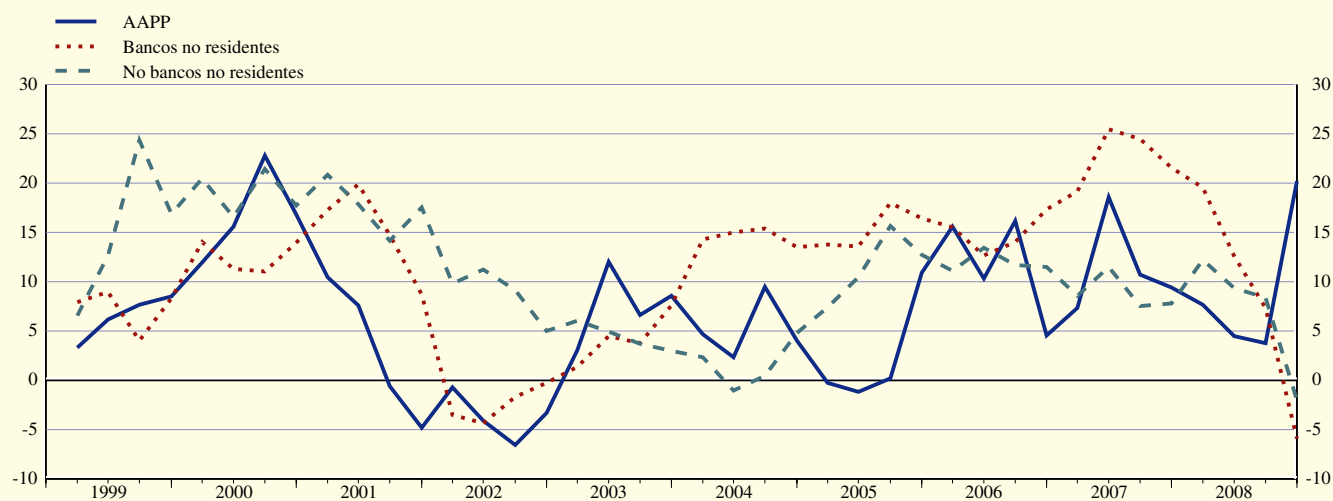
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	329,0	124,2	45,4	90,8	68,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007	372,9	127,1	59,0	106,8	80,1	3.856,2	2.944,2	912,0	143,4	768,6
2008 I	375,9	139,6	49,6	107,6	79,1	4.039,7	3.075,7	964,1	131,1	833,0
II	410,6	156,2	56,4	112,0	86,0	4.019,9	3.036,7	983,2	129,3	853,9
III	400,2	140,2	61,7	112,8	85,5	4.140,1	3.132,8	1.007,3	141,9	865,4
IV ^(p)	446,2	193,0	52,3	115,4	85,6	3.702,4	2.802,1	900,3	67,6	832,7
Operaciones										
2006	14,2	-24,5	7,0	7,8	23,9	476,6	385,8	90,8	6,6	84,2
2007	30,9	-3,1	13,6	8,9	11,5	614,6	547,2	67,4	20,2	47,2
2008 ^(p)	75,4	65,5	-6,5	9,4	7,0	-194,8	-174,9	-19,9	-36,2	16,4
2008 I	2,8	12,4	-9,3	0,7	-1,0	279,2	220,4	58,8	-8,5	67,3
II	34,7	16,3	6,8	4,4	7,2	-17,5	-37,0	19,5	-1,8	21,3
III	-10,7	-16,0	5,2	0,7	-0,6	-20,5	-21,7	1,1	8,8	-7,6
IV ^(p)	48,5	52,8	-9,2	3,6	1,3	-436,0	-336,6	-99,4	-34,7	-64,6
Tasas de crecimiento										
2006 Dic	4,5	-16,5	18,4	9,6	53,5	15,8	17,3	11,5	5,3	12,6
2007 Dic	9,4	-2,3	29,9	9,8	16,7	18,0	21,5	7,8	15,8	6,4
2008 Mar	7,7	-3,7	18,1	13,4	16,5	17,8	19,6	12,2	5,5	13,4
Jun	4,5	-12,0	28,9	10,0	21,0	11,8	12,6	9,4	-0,2	11,0
Sep	3,8	-6,7	2,9	8,4	19,1	7,6	7,3	8,4	-1,3	10,2
Dic ^(p)	20,2	51,5	-11,0	8,8	8,7	-5,0	-5,9	-2,0	-25,2	2,3

C13 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro²⁾

(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.

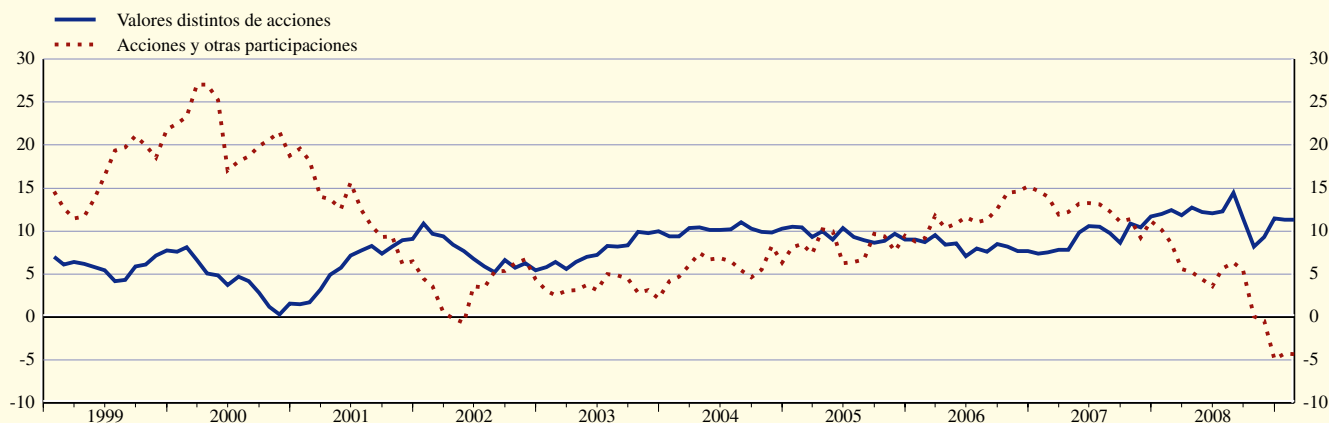
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

(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											
2006	4.664,3	1.560,6	72,3	1.260,4	16,2	615,8	30,1	1.108,9	1.465,9	373,0	798,5	294,4
2007	5.114,5	1.652,6	84,0	1.177,7	16,6	917,2	33,4	1.233,1	1.639,9	424,8	871,4	343,7
2008 III	5.500,2	1.799,3	102,0	1.176,9	15,6	1.049,4	49,5	1.307,5	1.608,3	452,2	866,2	290,0
2008 Oct Nov Dic	5.564,0	1.825,1	109,3	1.165,8	19,3	1.080,7	53,1	1.310,7	1.551,5	436,9	827,7	286,9
	5.666,4	1.866,9	104,1	1.208,6	18,2	1.115,0	52,3	1.301,3	1.530,5	426,5	817,0	286,9
	5.852,8	1.890,7	96,1	1.223,1	19,1	1.334,0	58,8	1.231,1	1.480,3	422,2	778,0	280,1
2009 Ene Feb ^(p)	6.027,8	1.943,0	104,6	1.284,5	23,4	1.338,6	55,6	1.278,1	1.490,9	424,9	781,3	284,7
	6.118,3	1.966,5	107,0	1.320,5	20,9	1.359,3	56,9	1.287,1	1.467,4	419,8	771,6	276,0
	Operaciones											
2006	337,4	122,8	10,6	-122,7	0,5	100,6	6,5	219,0	193,3	58,6	96,2	38,5
2007	542,1	136,3	18,2	-86,5	1,5	268,0	9,5	195,0	164,5	52,0	60,0	52,5
2008	587,7	223,5	9,6	39,4	1,7	273,6	23,6	16,4	-77,9	30,3	-64,9	-43,3
2008 III IV	-41,5	4,6	-2,9	-33,3	-0,8	19,3	-0,8	-27,6	27,8	0,7	23,5	3,6
	211,9	91,0	-4,5	40,5	3,1	137,5	6,8	-62,5	-94,5	-11,7	-75,3	-7,5
2008 Oct Nov Dic	-7,4	26,6	-1,4	-11,9	1,8	34,6	-1,5	-55,5	-48,5	-14,1	-33,1	-1,4
	112,7	43,3	-3,7	37,8	-1,1	36,2	-0,4	0,5	-8,3	-3,1	-7,1	1,9
	106,5	21,0	0,6	14,7	2,4	66,7	8,6	-7,4	-37,6	5,5	-35,0	-8,1
2009 Ene Feb ^(p)	110,0	49,7	1,5	54,3	2,3	3,9	-7,4	5,7	24,9	6,2	11,0	7,7
	86,8	23,2	2,3	37,4	-2,4	19,0	0,8	6,6	-14,8	-2,4	-5,4	-7,0
	Tasas de crecimiento											
2006 Dic	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,6	13,6	15,2
2007 Dic	11,7	8,7	25,6	-6,8	10,5	43,0	33,4	17,7	11,2	13,9	7,5	17,8
2008 Sep	11,4	11,1	24,0	-1,8	6,5	31,2	46,0	10,1	5,5	13,4	7,8	-10,1
2008 Oct Nov Dic	8,2	9,4	16,2	-2,9	17,1	29,4	28,9	1,5	0,0	11,3	-1,5	-10,0
	9,3	11,5	15,1	0,5	10,6	30,7	42,7	-0,9	-0,5	11,3	-2,1	-10,5
	11,4	13,4	12,0	3,3	8,4	29,9	69,9	1,4	-4,9	7,0	-7,6	-13,1
2009 Ene Feb ^(p)	11,3	14,4	5,1	6,5	15,9	29,5	35,1	-1,6	-4,2	6,8	-7,3	-10,4
	11,3	13,8	5,9	9,8	18,5	28,3	38,0	-3,0	-4,3	4,1	-5,8	-11,7

C14 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(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 hogares³⁾

	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
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,4	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
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	-4,4	-1,1	-1,5	-1,9	-3,2	0,0	-0,2	-3,0	-6,7	-1,2	-2,3	-3,2
2008 III	-1,0	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,3	-0,2	-0,5	-0,7
2008 IV	-1,5	-0,3	-0,5	-0,7	-1,1	0,0	-0,1	-1,0	-2,1	-0,4	-0,8	-1,0
2008 Oct	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,6	0,0	0,0	-0,6	-0,7	0,1	-0,5	-0,2
2008 Nov	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-0,1	-0,3
2008 Dic	-0,6	0,0	-0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-1,0	-0,4	-0,1	-0,5
2009 Ene	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-0,9	-0,5	0,0	-0,4
2009 Feb ^(p)	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4

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
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008	-17,8	-4,0	-9,2	-4,5	-6,6	-3,4	-3,2
2008 III	-4,0	-0,8	-2,2	-1,0	-1,3	-0,7	-0,5
2008 IV	-5,6	-1,2	-2,8	-1,6	-2,9	-0,8	-2,1
2008 Oct	-1,3	0,0	-0,9	-0,3	-1,0	-0,2	-0,8
2008 Nov	-1,8	-0,3	-1,1	-0,4	-0,6	-0,2	-0,4
2008 Dic	-2,6	-0,9	-0,8	-0,9	-1,3	-0,4	-0,9
2009 Ene	-1,8	-0,8	-0,3	-0,6	-1,3	-0,9	-0,5
2009 Feb ^(p)	-1,4	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-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
2006	-8,6	1,2	-0,4	-7,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	31,5	7,1	16,3	8,0
2007	-11,8	-2,7	0,0	0,6	-0,2	-2,5	-0,5	-6,5	12,6	3,0	8,8	0,8
2008	-56,1	-9,9	0,0	2,8	0,0	-19,7	1,0	-30,3	-66,9	-17,0	-36,2	-13,8
2008 III	-1,7	-1,2	0,2	5,8	0,2	-1,7	0,0	-5,0	-19,3	-7,6	-6,7	-5,1
2008 IV	-13,9	-2,4	0,1	5,2	0,1	-10,7	2,2	-8,4	-19,1	-5,4	-11,4	-2,3
2008 Oct	-6,1	-0,9	0,2	0,8	0,2	-3,2	-0,1	-3,1	-8,2	-1,2	-5,3	-1,7
2008 Nov	1,3	0,0	0,0	5,0	0,1	-1,4	0,0	-2,4	-5,7	-1,6	-2,3	-1,8
2008 Dic	-9,1	-1,5	-0,1	-0,6	-0,2	-6,1	2,3	-2,9	-5,2	-2,6	-3,8	1,2
2009 Ene	-10,2	2,1	0,0	-3,0	0,1	-3,6	0,1	-6,1	-14,9	-4,6	-8,2	-2,1
2009 Feb ^(p)	0,1	0,9	-0,1	-1,4	0,0	1,4	0,2	-1,0	-8,7	-2,7	-4,3	-1,7

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													
2006	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007	6.089,4	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	8.993,0	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 I	6.147,8	91,8	8,2	4,7	0,5	1,3	1,0	9.151,4	96,4	3,6	2,1	0,4	0,1	0,6
II	6.287,4	91,6	8,4	5,0	0,4	1,4	1,0	9.372,6	96,4	3,6	2,1	0,5	0,1	0,5
III	6.751,6	89,4	10,6	6,9	0,4	1,5	1,0	9.464,7	96,2	3,8	2,2	0,5	0,1	0,6
IV ^(p)	6.867,7	89,7	10,3	7,2	0,4	1,2	0,8	9.874,2	96,8	3,2	1,9	0,4	0,1	0,4
	De no residentes en la zona del euro													
2006	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007	2.944,2	46,8	53,2	33,6	2,9	2,4	11,1	912,0	50,0	50,0	32,9	1,6	1,8	9,9
2008 I	3.075,7	48,1	51,9	32,9	3,0	2,6	10,5	964,1	52,3	47,7	31,9	1,4	1,8	8,7
II	3.036,7	46,5	53,5	33,9	3,0	2,7	10,6	983,2	51,8	48,2	31,8	1,2	1,7	9,3
III	3.132,8	45,6	54,4	35,3	3,2	2,7	9,9	1.007,3	52,5	47,5	30,3	1,3	1,5	10,3
IV ^(p)	2.802,1	47,9	52,1	34,3	2,8	2,6	9,6	900,3	54,7	45,3	28,9	1,4	2,0	9,4

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
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007	4.948,0	81,4	18,6	9,3	1,7	1,9	3,4
2008 I	4.993,0	82,1	17,9	8,8	1,8	1,9	3,2
II	5.146,7	82,0	18,0	8,9	1,7	1,8	3,5
III	5.183,3	81,8	18,2	8,9	1,9	1,8	3,3
IV ^(p)	5.096,7	83,1	16,9	8,6	2,0	1,9	2,6

Fuente: BCE.

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

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

3) 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 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	
	A residentes en la zona del euro													
2006	4.933,5	-	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5
2007	5.788,9	-	-	-	-	-	-	11.115,1	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6
2008 I	5.836,3	-	-	-	-	-	-	11.414,1	96,1	3,9	1,8	0,2	1,0	0,6
II	6.001,5	-	-	-	-	-	-	11.636,4	96,0	4,0	1,9	0,2	1,0	0,6
III	6.345,6	-	-	-	-	-	-	11.801,1	95,8	4,2	2,1	0,2	1,0	0,5
IV ^(p)	6.268,4	-	-	-	-	-	-	11.749,2	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4
	A no residentes en la zona del euro													
2006	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007	2.337,9	48,0	52,0	28,9	2,3	2,4	12,7	957,4	40,9	59,1	41,3	1,2	3,7	8,2
2008 I	2.395,5	48,2	51,8	27,9	2,9	2,8	12,4	1.018,4	43,0	57,0	39,1	1,3	4,2	7,8
II	2.299,2	46,4	53,6	29,3	2,3	2,9	12,7	1.011,5	43,0	57,0	38,4	1,1	4,0	8,6
III	2.452,3	42,5	57,5	33,3	2,9	2,6	12,4	1.066,8	41,4	58,6	40,5	1,5	3,9	8,0
IV ^(p)	2.271,0	45,8	54,2	32,3	2,5	2,6	11,2	970,7	40,8	59,2	41,6	1,8	4,1	7,2

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													
2006	1.632,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,5	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007	1.736,6	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.144,8	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 I	1.816,0	95,2	4,8	2,5	0,3	0,3	1,4	2.220,8	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
II	1.893,9	94,8	5,2	2,6	0,4	0,3	1,6	2.299,5	97,3	2,7	1,8	0,3	0,1	0,5
III	1.901,3	94,6	5,4	2,9	0,4	0,3	1,5	2.291,5	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
IV ^(p)	1.986,8	95,2	4,8	2,6	0,4	0,2	1,3	2.635,0	97,0	3,0	2,0	0,3	0,1	0,4
	Emitidos por no residentes en la zona del euro													
2006	514,5	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,4	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007	580,8	53,8	46,2	27,4	0,7	0,4	14,4	652,3	35,8	64,2	39,4	4,5	0,8	12,6
2008 I	636,2	50,8	49,2	30,2	0,8	0,6	14,4	629,5	38,0	62,0	36,8	5,8	0,9	11,4
II	663,7	50,2	49,8	30,7	0,7	0,5	14,9	627,0	38,5	61,5	36,9	5,8	0,8	10,4
III	644,4	51,0	49,0	30,8	0,8	0,5	14,2	663,1	37,1	62,9	38,2	6,4	0,9	10,5
IV ^(p)	578,5	53,3	46,7	29,0	0,8	0,5	13,6	652,6	38,9	61,1	39,3	5,9	0,9	9,4

Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 3) 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 euro¹⁾

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

1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 II	5.993,1	344,2	2.046,7	191,9	1.854,8	2.219,3	786,1	179,7	417,2
III	5.892,8	358,3	2.015,0	187,0	1.828,0	2.168,5	773,6	180,6	396,6
IV	5.781,3	353,4	1.993,4	184,1	1.809,3	2.077,4	784,0	189,1	384,0
2008 I	5.160,6	365,5	1.857,8	164,8	1.693,0	1.670,3	719,8	197,1	350,1
II	5.015,2	359,3	1.807,2	157,5	1.649,7	1.624,4	690,7	204,9	328,7
III (p)	4.713,2	377,1	1.747,3	148,1	1.599,2	1.411,4	641,3	202,8	333,3

2. Pasivo

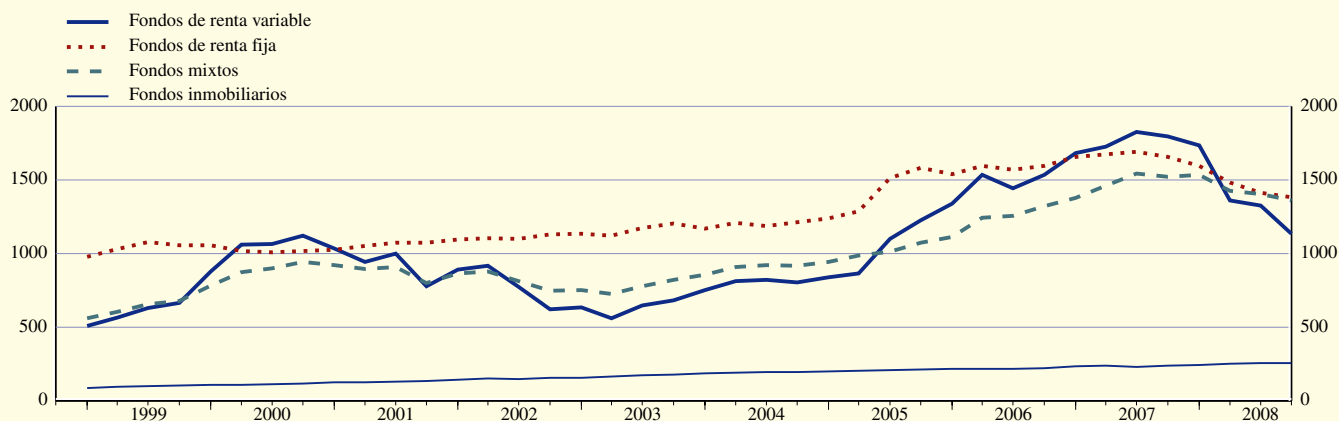
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
	1	2	3	4
2007 II	5.993,1	82,9	5.589,0	321,3
III	5.892,8	78,5	5.496,8	317,5
IV	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 I	5.160,6	76,4	4.846,6	237,6
II	5.015,2	74,8	4.720,9	219,5
III (p)	4.713,2	71,0	4.413,4	228,7

3. Total activo/pasivo: detalle por política de inversión y tipo de inversor

	Total	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor	
		Fondos de renta variable	Fondos de renta fija	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Otros fondos	Fondos abiertos al público	Fondos de inversores especiales
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007 II	5.993,1	1.826,0	1.692,8	1.541,6	230,8	701,8	4.579,4	1.413,8
III	5.892,8	1.797,1	1.654,6	1.523,2	236,1	681,7	4.468,3	1.424,5
IV	5.781,3	1.735,5	1.596,8	1.535,4	244,2	669,4	4.344,6	1.436,7
2008 I	5.160,6	1.362,6	1.483,3	1.427,8	249,6	637,4	3.778,1	1.382,5
II	5.015,2	1.325,3	1.413,4	1.405,2	256,1	615,3	3.647,1	1.368,1
III (p)	4.713,2	1.132,6	1.382,5	1.358,8	253,1	586,2	3.340,8	1.372,4

C15 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

2.10 Activos de los fondos de inversión de la zona del euro: detalle por política de inversión y tipo de inversor

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
2007 II	1.826,0	61,1	67,7	27,0	40,7	1.546,9	84,5	-	65,8
III	1.797,1	72,0	68,7	26,7	41,9	1.505,5	82,4	-	68,5
IV	1.735,5	58,1	71,8	26,5	45,2	1.464,2	79,5	-	61,9
2008 I	1.362,6	51,2	63,0	21,3	41,7	1.130,9	65,7	-	51,7
II	1.325,3	54,3	65,0	22,0	43,0	1.088,6	65,7	-	51,6
III (p)	1.132,6	48,3	61,3	20,2	41,1	915,2	57,6	-	50,2
Fondos de renta fija									
2007 II	1.692,8	115,1	1.347,9	98,3	1.249,6	62,3	55,6	-	112,0
III	1.654,6	109,9	1.318,4	97,0	1.221,5	62,6	53,3	-	110,4
IV	1.596,8	116,1	1.273,1	92,7	1.180,4	58,0	49,8	-	99,8
2008 I	1.483,3	124,7	1.167,7	80,3	1.087,5	56,8	45,5	-	88,6
II	1.413,4	115,9	1.118,4	74,6	1.043,7	57,9	42,7	-	78,5
III (p)	1.382,5	128,7	1.073,5	67,9	1.005,6	55,7	41,1	-	83,5
Fondos mixtos									
2007 II	1.541,6	81,5	530,2	50,8	479,4	399,2	347,9	0,9	181,9
III	1.523,2	86,2	522,6	46,3	476,3	405,4	345,1	0,5	163,3
IV	1.535,4	89,7	547,0	47,3	499,7	393,1	343,6	0,7	161,4
2008 I	1.427,8	97,9	528,0	46,4	481,6	339,4	313,9	1,2	147,3
II	1.405,2	99,0	519,9	42,6	477,3	341,6	307,9	0,8	135,9
III (p)	1.358,8	108,9	512,6	42,2	470,4	312,1	287,1	1,1	137,0
Fondos inmobiliarios									
2007 II	230,8	18,8	6,6	1,9	4,7	4,3	10,0	178,1	12,9
III	236,1	20,7	6,4	1,6	4,8	3,9	13,1	179,2	12,8
IV	244,2	19,7	6,0	1,5	4,5	3,4	12,5	187,9	14,7
2008 I	249,6	19,9	5,3	1,1	4,2	3,1	11,3	195,4	14,6
II	256,1	17,9	5,9	1,1	4,8	3,0	10,1	203,5	15,7
III (p)	253,1	18,9	4,7	1,3	3,4	3,0	9,3	201,2	15,9

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
2007 II	4.579,4	278,8	1.434,5	1.819,1	577,5	145,0	324,5
III	4.468,3	287,9	1.375,7	1.791,2	564,1	142,9	306,4
IV	4.344,6	279,9	1.336,9	1.717,4	569,6	149,1	291,8
2008 I	3.778,1	277,6	1.218,3	1.362,1	514,2	154,1	251,9
II	3.647,1	264,5	1.177,3	1.326,8	485,5	155,0	238,0
III (p)	3.340,8	265,1	1.104,7	1.140,7	440,7	152,4	237,2
Fondos de inversores especiales							
2007 II	1.413,8	65,4	612,2	400,2	208,6	34,7	92,6
III	1.424,5	70,4	639,3	377,3	209,5	37,7	90,2
IV	1.436,7	73,4	656,6	360,0	214,5	40,0	92,2
2008 I	1.382,5	88,0	639,6	308,1	205,6	43,0	98,2
II	1.368,1	94,8	629,9	297,6	205,2	49,9	90,7
III (p)	1.372,4	112,0	642,5	270,7	200,6	50,5	96,1

Fuente: BCE.



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
2008 III						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						530,8
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-4,1
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.069,1	106,5	688,2	53,0	221,5	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	28,1	6,1	14,6	3,8	3,6	
Consumo de capital fijo	339,0	91,6	192,6	11,2	43,6	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	609,1	300,2	279,9	30,3	-1,3	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,4
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	872,6	61,8	281,6	457,9	71,2	147,0
Intereses	582,0	59,7	93,6	357,6	71,1	85,2
Otra renta de la propiedad	290,6	2,1	188,1	100,3	0,1	61,8
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.932,3	1.564,5	103,8	63,4	200,5	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	266,4	205,9	49,8	10,5	0,3	1,7
Cotizaciones sociales	405,4	405,4				1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	411,4	1,4	15,8	27,4	366,9	0,6
Otras transferencias corrientes	183,4	72,5	23,7	46,6	40,5	6,9
Primas netas de seguros no vida	44,7	34,0	9,2	0,8	0,7	1,1
Indemnizaciones de seguros no vida	44,6			44,6		0,6
Otras	94,1	38,5	14,5	1,2	39,8	5,3
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.910,9	1.379,0	41,6	68,9	421,4	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.764,7	1.316,6			448,1	
Gasto en consumo individual	1.587,5	1.316,6			270,9	
Gasto en consumo colectivo	177,2				177,2	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	16,8	0,0	0,2	16,6	0,0	0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	146,3	79,2	41,4	52,3	-26,7	19,9
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	505,2	159,7	275,3	13,2	57,0	
Formación bruta de capital fijo	494,6	156,7	267,8	13,2	56,9	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	10,6	3,0	7,5	0,0	0,1	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,1	-1,6	1,1	0,4	0,3	-0,1
Transferencias de capital	34,2	9,3	1,9	1,0	22,1	4,2
Impuestos sobre el capital	6,2	6,0	0,2	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	28,0	3,2	1,7	1,0	22,1	4,2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-18,2	12,5	-26,3	49,6	-54,1	18,2
Discrepancia estadística	0,0	-6,8	6,8	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para 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
2008 III						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						526,7
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.045,3	504,3	1.175,3	98,3	267,4	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	228,7					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.274,0					
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	609,1	300,2	279,9	30,3	-1,3	
Remuneración de los asalariados	1.070,2	1.070,2				3,3
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	255,3				255,3	1,5
Renta de la propiedad	870,2	255,9	105,6	491,0	17,7	149,3
Intereses	566,8	85,9	49,9	422,9	8,1	100,5
Otra renta de la propiedad	303,5	169,9	55,8	68,2	9,6	48,9
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.932,3	1.564,5	103,8	63,4	200,5	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	267,5				267,5	0,7
Cotizaciones sociales	405,4	1,0	16,3	44,1	344,0	1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	408,9	408,9				3,1
Otras transferencias corrientes	163,5	89,9	10,7	45,9	17,1	26,8
Primas netas de seguros no vida	44,6			44,6		1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	44,0	36,2	6,9	0,7	0,3	1,2
Otras	75,0	53,7	3,8	0,6	16,8	24,4
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.910,9	1.379,0	41,6	68,9	421,4	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	16,9	16,9				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	146,3	79,2	41,4	52,3	-26,7	19,9
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	339,0	91,6	192,6	11,2	43,6	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	36,0	9,0	18,0	0,6	8,4	2,4
Impuestos sobre el capital	6,2				6,2	0,0
Otras transferencias de capital	29,8	9,0	18,0	0,6	2,1	2,4
<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 (impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

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

(mm de euros)

Activos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Adminis- traciones Públicas	Resto del mundo
2008 III								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		17.189,2	14.624,5	23.246,6	10.120,3	6.161,5	2.936,1	15.097,4
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				212,2				
Efectivo y depósitos		5.875,2	1.768,1	2.387,5	1.666,7	830,4	606,0	4.184,1
Valores distintos de acciones, corto plazo		62,2	119,8	144,4	383,1	278,2	29,8	755,4
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.381,2	195,2	3.870,1	1.778,2	2.003,9	223,9	2.709,1
Préstamos		40,3	2.345,5	12.672,2	1.812,7	353,1	368,3	1.730,6
de los cuales, a largo plazo		23,5	1.235,8	9.489,1	1.430,8	291,3	330,3	.
Acciones y otras participaciones		4.396,9	7.140,5	1.854,8	4.256,6	2.202,3	1.127,8	4.926,0
Acciones cotizadas		838,9	1.598,1	603,7	2.060,5	613,2	364,8	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.083,6	5.189,0	1.005,6	1.563,6	466,2	618,5	.
Participaciones en fondos de inversión		1.474,4	353,4	245,5	632,5	1.122,8	144,5	.
Reservas técnicas de seguro		5.198,3	142,6	2,0	0,0	150,9	3,4	219,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		235,1	2.912,7	2.103,4	222,9	342,7	576,9	572,9
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		56,7	115,8	251,4	-39,9	69,4	-16,3	178,7
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-0,2				0,2
Efectivo y depósitos		38,8	33,7	80,6	24,8	1,8	-38,6	91,1
Valores distintos de acciones, corto plazo		5,3	-3,1	-5,9	-35,6	6,3	-2,1	39,6
Valores distintos de acciones, largo plazo		-7,4	-2,6	-32,1	-26,8	41,3	10,0	96,7
Préstamos		0,5	6,0	158,6	9,4	1,9	1,2	6,2
de los cuales, a largo plazo		0,3	-5,3	159,3	-7,2	-0,6	1,9	.
Acciones y otras participaciones		-32,9	86,5	-1,7	-26,9	15,8	13,0	-63,5
Acciones cotizadas		-13,5	51,8	-4,0	-24,7	2,4	0,8	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		21,8	33,1	5,1	35,3	9,3	10,2	.
Participaciones en fondos de inversión		-41,2	1,7	-2,8	-37,4	4,0	2,0	.
Reservas técnicas de seguro		51,7	0,5	0,0	0,0	2,6	0,0	3,1
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		0,7	-5,2	51,9	15,1	-0,3	0,2	5,3
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		-431,6	-274,8	170,6	-266,5	-83,8	-46,5	186,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				9,4				
Efectivo y depósitos		0,9	14,5	101,3	11,9	3,1	1,4	216,0
Valores distintos de acciones, corto plazo		-1,2	1,5	0,0	-0,6	-0,6	0,0	28,7
Valores distintos de acciones, largo plazo		-42,9	0,8	116,5	-1,0	13,6	0,9	96,3
Préstamos		0,1	34,3	55,0	-9,4	0,4	0,1	35,0
de los cuales, a largo plazo		0,0	18,6	19,5	0,9	0,2	0,1	.
Acciones y otras participaciones		-319,9	-353,1	-41,4	-268,9	-101,7	-49,5	-192,4
Acciones cotizadas		-100,9	-149,9	-28,9	-192,2	-55,9	-45,5	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-180,2	-193,2	-7,0	-63,6	-18,4	1,8	.
Participaciones en fondos de inversión		-38,8	-10,0	-5,5	-13,1	-27,4	-5,8	.
Reservas técnicas de seguro		-66,6	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-2,0	27,7	-70,3	1,4	1,6	0,5	4,0
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		16.814,3	14.465,6	23.668,6	9.813,8	6.147,1	2.873,3	15.462,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				221,5				
Efectivo y depósitos		5.915,0	1.816,2	2.569,4	1.703,4	835,3	568,8	4.491,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		66,2	118,3	138,5	347,0	283,9	27,7	823,6
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.330,9	193,5	3.954,5	1.750,4	2.058,8	234,9	2.902,1
Préstamos		40,9	2.385,8	12.885,8	1.812,7	355,4	369,5	1.771,9
de los cuales, a largo plazo		23,9	1.249,1	9.667,8	1.424,5	290,9	332,3	.
Acciones y otras participaciones		4.044,1	6.874,0	1.811,8	3.960,8	2.116,3	1.091,3	4.670,2
Acciones cotizadas		724,5	1.500,0	570,9	1.843,6	559,6	320,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.925,2	5.028,9	1.003,7	1.535,3	457,1	630,5	.
Participaciones en fondos de inversión		1.394,4	345,1	237,1	582,0	1.099,5	140,7	.
Reservas técnicas de seguro		5.183,4	142,6	2,0	0,0	153,5	3,4	221,5
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		233,8	2.935,2	2.085,0	239,5	344,0	577,6	582,1
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

Pasivos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Adminis- traciones Públicas	Resto del mundo
2008 III								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		6.195,2	23.242,4	22.997,3	9.853,0	6.373,6	6.860,4	13.641,4
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			24,8	14.316,0	31,9	2,4	239,1	2.703,7
Valores distintos de acciones, corto plazo			294,2	411,4	111,0	0,3	679,0	277,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			429,5	2.801,2	1.896,2	26,4	4.367,3	2.641,0
Préstamos		5.512,6	7.779,5		1.683,7	201,5	1.213,2	2.932,3
de los cuales, a largo plazo		5.180,4	5.222,5		809,4	69,3	1.038,1	.
Acciones y otras participaciones			11.798,5	2.910,1	6.018,1	582,5	5,4	4.590,3
Acciones cotizadas			3.946,7	661,7	226,2	216,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.851,9	1.083,5	1.085,9	365,7	5,4	.
Participaciones en fondos de inversión				1.164,8	4.706,0			.
Reservas técnicas de seguro		33,1	329,1	58,1	0,6	5.295,0	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		649,5	2.586,8	2.500,5	111,4	265,5	355,9	497,0
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-1.243,8	10.994,0	-8.618,0	249,3	267,3	-212,1	-3.924,3	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		51,0	135,4	210,7	-23,2	43,6	37,8	160,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,4	148,1	2,0	-0,2	-5,3	87,1
Valores distintos de acciones, corto plazo			-1,3	-32,4	12,0	0,2	30,9	-4,8
Valores distintos de acciones, largo plazo			4,0	11,4	52,0	0,1	16,3	-4,5
Préstamos		45,8	102,5		4,5	-3,0	-7,3	41,4
de los cuales, a largo plazo		48,2	98,7		15,2	0,5	-9,6	.
Acciones y otras participaciones			44,0	18,5	-83,3	2,2	0,0	9,0
Acciones cotizadas			-0,2	14,0	0,7	0,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			44,2	12,6	20,2	2,1	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				-8,2	-104,2			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,2	0,9	0,0	56,8	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		5,2	-14,4	64,3	-10,4	-12,4	3,2	32,2
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-18,2	5,7	-19,5	40,6	-16,8	25,7	-54,1	18,2
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		7,8	-763,6	66,5	-298,9	-67,7	151,8	148,5
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	244,8	0,6	0,0	0,0	103,6
Valores distintos de acciones, corto plazo			0,2	7,9	-0,6	0,0	1,4	18,9
Valores distintos de acciones, largo plazo			1,8	43,5	-0,1	-0,5	101,8	37,6
Préstamos		-0,6	18,9		24,7	0,9	17,1	54,5
de los cuales, a largo plazo		0,1	14,3		12,9	0,1	17,1	.
Acciones y otras participaciones			-801,8	-110,3	-315,0	-17,1	-0,3	-82,3
Acciones cotizadas			-530,1	-66,5	-50,9	-3,2	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			-271,7	-46,1	-64,6	-13,9	-0,3	.
Participaciones en fondos de inversión				2,4	-199,5			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	-68,1	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		8,4	17,3	-119,5	-8,5	17,1	31,8	16,2
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-28,6	-439,4	488,8	104,1	32,4	-16,1	-198,3	38,0
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		6.254,0	22.614,3	23.274,5	9.531,0	6.349,5	7.050,0	13.950,3
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			25,3	14.708,9	34,5	2,2	233,8	2.894,5
Valores distintos de acciones, corto plazo			293,1	386,8	122,5	0,5	711,3	291,1
Valores distintos de acciones, largo plazo			435,3	2.856,2	1.948,1	26,0	4.485,4	2.674,1
Préstamos		5.557,8	7.900,8		1.713,0	199,3	1.222,9	3.028,1
de los cuales, a largo plazo		5.228,7	5.335,4		837,5	69,9	1.045,5	.
Acciones y otras participaciones			11.040,7	2.818,3	5.619,8	567,6	5,1	4.517,0
Acciones cotizadas			3.416,3	609,2	176,0	213,0	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.624,3	1.050,0	1.041,4	353,9	5,1	.
Participaciones en fondos de inversión				1.159,0	4.402,4			.
Reservas técnicas de seguro		33,1	329,3	59,0	0,6	5.283,8	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		663,1	2.589,8	2.445,3	92,5	270,2	390,8	545,5
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-1.290,7	10.560,2	-8.148,7	394,0	282,9	-202,4	-4.176,7	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2004	2005	2006	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.777,3	3.891,5	4.050,2	4.178,6	4.231,3	4.280,6	4.332,1	4.377,9
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	122,9	130,0	129,2	135,2	136,8	137,2	137,4	138,1
Consumo de capital fijo	1.124,0	1.177,8	1.234,9	1.284,5	1.299,4	1.310,7	1.322,7	1.335,3
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta¹⁾</i>	1.990,3	2.061,3	2.173,9	2.274,3	2.301,1	2.321,4	2.349,8	2.357,2
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	2.367,3	2.610,3	3.018,4	3.396,6	3.519,0	3.609,9	3.708,9	3.792,5
Intereses	1.250,2	1.343,5	1.635,0	1.902,7	1.999,8	2.078,7	2.150,8	2.221,8
Otra renta de la propiedad	1.117,1	1.266,8	1.383,4	1.493,9	1.519,2	1.531,2	1.558,1	1.570,7
<i>Renta nacional neta¹⁾</i>	6.692,8	6.938,0	7.288,1	7.562,5	7.649,8	7.712,0	7.773,3	7.818,0
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	883,8	933,3	1.024,6	1.085,3	1.109,0	1.124,8	1.135,1	1.135,8
Cotizaciones sociales	1.430,0	1.472,4	1.534,7	1.576,8	1.593,6	1.610,5	1.627,2	1.644,4
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.455,4	1.499,2	1.549,5	1.579,1	1.594,9	1.606,5	1.619,7	1.636,8
Otras transferencias corrientes	684,7	707,1	714,9	732,6	742,2	751,9	758,8	761,4
Primas netas de seguros no vida	178,0	178,3	177,4	181,4	182,7	183,0	184,3	184,7
Derechos de seguros no vida	178,7	179,3	177,5	181,2	182,1	182,4	183,9	184,5
Otras	328,0	349,5	360,0	370,0	377,4	386,5	390,5	392,2
<i>Renta disponible neta¹⁾</i>	6.617,0	6.851,2	7.196,9	7.471,6	7.557,0	7.614,1	7.674,3	7.721,7
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.084,4	6.327,2	6.591,2	6.767,6	6.839,6	6.907,4	6.981,7	7.053,2
Gasto en consumo individual	5.438,2	5.666,1	5.912,5	6.070,9	6.135,8	6.197,4	6.262,3	6.324,5
Gasto en consumo colectivo	646,2	661,1	678,7	696,7	703,8	710,0	719,5	728,7
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	58,0	60,4	59,0	58,0	59,4	60,5	63,4	65,6
<i>Ahorro neto¹⁾</i>	532,8	524,3	606,0	704,2	717,6	706,9	692,8	668,7
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.613,4	1.704,2	1.855,4	1.952,5	1.988,0	2.009,7	2.037,3	2.056,5
Formación bruta de capital fijo	1.602,0	1.697,9	1.842,5	1.942,1	1.967,8	1.985,7	2.009,4	2.023,0
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	11,5	6,3	12,9	10,4	20,1	24,0	27,9	33,5
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-1,1	-0,1	0,5	-0,1	0,2	0,3	0,6	0,6
Transferencias de capital	174,5	180,8	173,8	177,3	166,4	166,6	170,1	163,6
Impuestos sobre el capital	29,9	24,4	22,5	23,8	23,8	23,4	23,6	23,9
Otras transferencias de capital	144,7	156,4	151,2	153,6	142,5	143,2	146,4	139,7
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)¹⁾</i>	60,5	11,2	-0,3	51,3	43,1	23,8	-4,7	-36,4

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para 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	2004	2005	2006	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.014,4	7.260,6	7.588,3	7.872,5	7.968,5	8.049,9	8.141,9	8.208,5
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	797,5	841,3	910,2	946,6	953,9	955,4	952,7	951,5
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	7.811,9	8.101,9	8.498,5	8.819,2	8.922,4	9.005,4	9.094,6	9.159,9
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta	1.990,3	2.061,3	2.173,9	2.274,3	2.301,1	2.321,4	2.349,8	2.357,2
Remuneración de los asalariados	3.784,8	3.897,9	4.057,0	4.185,5	4.238,2	4.287,8	4.339,3	4.385,1
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	935,0	983,8	1.050,4	1.088,9	1.097,3	1.097,7	1.095,2	1.094,9
Renta de la propiedad	2.350,2	2.605,1	3.025,1	3.410,5	3.532,2	3.614,9	3.697,8	3.773,2
Intereses	1.216,8	1.315,9	1.609,1	1.872,1	1.964,5	2.035,2	2.099,2	2.162,1
Otra renta de la propiedad	1.133,4	1.289,3	1.416,1	1.538,5	1.567,7	1.579,8	1.598,6	1.611,1
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.692,8	6.938,0	7.288,1	7.562,5	7.649,8	7.712,0	7.773,3	7.818,0
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	886,8	937,1	1.029,6	1.092,9	1.116,6	1.132,1	1.142,8	1.143,2
Cotizaciones sociales	1.429,1	1.471,7	1.533,9	1.575,9	1.592,8	1.609,6	1.626,3	1.643,6
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.447,8	1.491,4	1.541,3	1.569,9	1.585,6	1.597,1	1.610,2	1.627,3
Otras transferencias corrientes	614,2	625,2	627,8	644,1	651,8	656,9	662,6	668,1
Primas netas de seguros no vida	178,7	179,3	177,5	181,2	182,1	182,4	183,9	184,5
Derechos de seguros no vida	175,9	177,0	174,7	178,8	179,8	180,2	181,4	181,9
Otras	259,6	268,9	275,5	284,1	289,9	294,3	297,2	301,7
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.617,0	6.851,2	7.196,9	7.471,6	7.557,0	7.614,1	7.674,3	7.721,7
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	58,2	60,7	59,3	58,2	59,6	60,7	63,6	65,8
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	532,8	524,3	606,0	704,2	717,6	706,9	692,8	668,7
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.124,0	1.177,8	1.234,9	1.284,5	1.299,4	1.310,7	1.322,7	1.335,3
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	190,6	194,1	188,4	192,4	180,6	182,8	187,8	180,4
Impuestos sobre el capital	29,9	24,4	22,5	23,8	23,8	23,4	23,6	23,9
Otras transferencias de capital	160,7	169,7	165,9	168,6	156,8	159,4	164,2	156,4
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuente: BCE y Eurostat

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

3.3 Hogares

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

	2004	2005	2006	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.784,8	3.897,9	4.057,0	4.185,5	4.238,2	4.287,8	4.339,3	4.385,1
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.270,6	1.321,8	1.397,7	1.462,7	1.480,6	1.499,5	1.517,8	1.532,8
Intereses, recursos (+)	233,2	229,9	266,4	291,9	301,8	311,1	321,1	330,6
Intereses, empleos (-)	126,2	130,5	164,4	198,2	208,7	215,6	222,1	228,2
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	667,1	716,1	756,4	787,3	793,9	795,4	799,6	803,8
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,2	9,5	9,7	9,7	9,9	9,9	10,0	9,7
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	707,4	739,8	792,3	832,9	851,8	866,1	880,3	886,4
Cotizaciones sociales netas (-)	1.426,3	1.468,4	1.530,6	1.572,6	1.589,4	1.606,3	1.623,0	1.640,2
Prestaciones sociales netas (+)	1.442,9	1.486,2	1.535,9	1.564,3	1.580,0	1.591,5	1.604,6	1.621,7
Transferencias corrientes netas (+)	64,0	67,0	67,1	68,7	69,4	69,5	72,1	73,1
= Renta disponible bruta	5.193,5	5.370,8	5.583,5	5.747,1	5.804,2	5.857,0	5.919,1	5.982,6
Gasto en consumo final (-)	4.489,7	4.669,7	4.867,5	4.996,4	5.048,8	5.101,5	5.152,3	5.203,4
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	57,8	60,3	58,9	58,1	59,6	60,8	63,6	65,7
= Ahorro bruto	761,5	761,4	774,9	808,7	815,0	816,3	830,4	845,0
Consumo de capital fijo (-)	301,5	317,3	334,5	348,4	352,7	355,7	359,2	362,2
Transferencias de capital netas (+)	18,4	23,9	22,1	17,7	15,2	15,6	15,8	15,2
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	322,6	525,0	542,7	239,9	-36,0	-838,4	-1.240,6	-1.466,8
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	801,0	993,0	1.005,2	717,8	441,6	-362,2	-753,6	-968,9
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	519,9	552,0	607,2	638,5	640,9	642,4	643,1	640,7
Consumo de capital fijo (-)	301,5	317,3	334,5	348,4	352,7	355,7	359,2	362,2
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	214,2	206,3	307,6	395,0	417,6	439,4	415,9	424,0
Efectivo y depósitos	212,7	247,1	284,3	327,7	347,3	381,9	382,7	387,8
Participaciones en fondos del mercado monetario	-7,1	-20,2	0,9	42,5	40,0	34,1	10,5	14,3
Valores distintos de acciones ²⁾	8,6	-20,6	22,5	24,9	30,3	23,4	22,7	21,9
Activos a largo plazo	349,7	422,0	349,3	213,8	208,8	153,8	166,2	109,7
Depósitos	32,8	-4,8	0,2	-29,6	-28,6	-33,1	-30,7	-31,8
Valores distintos de acciones	64,2	3,1	85,6	17,4	35,7	50,6	82,2	73,5
Acciones y otras participaciones	0,0	130,8	-22,4	-40,6	-50,6	-104,2	-112,6	-147,7
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	-9,6	62,6	-2,2	26,9	23,8	-9,4	-3,8	-14,9
Participaciones en fondos de inversión	9,6	68,2	-20,1	-67,5	-74,4	-94,8	-108,8	-132,8
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	252,7	292,9	285,8	266,7	252,3	240,5	227,3	215,7
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	308,0	389,9	392,3	365,7	350,8	310,2	278,2	240,3
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	<i>277,8</i>	<i>358,5</i>	<i>348,3</i>	<i>303,2</i>	<i>283,2</i>	<i>251,2</i>	<i>199,2</i>	<i>183,9</i>
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	281,9	450,3	493,3	233,1	-69,4	-746,0	-1.096,5	-1.198,4
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	48,9	105,6	54,5	21,6	2,1	-76,1	-130,9	-182,5
Otros flujos netos (+)	-4,1	-35,9	-80,0	-70,0	-55,1	-110,0	-114,0	-159,9
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	801,0	993,0	1.005,2	717,8	441,6	-362,2	-753,6	-968,9
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.271,6	4.487,7	4.749,8	5.013,7	5.201,4	5.354,4	5.472,5	5.531,8
Efectivo y depósitos	3.925,7	4.175,5	4.455,9	4.652,6	4.843,4	4.934,1	5.050,7	5.100,9
Participaciones en fondos del mercado monetario	309,9	296,4	257,6	298,4	296,0	347,0	346,5	349,5
Valores distintos de acciones ²⁾	36,0	15,8	36,4	62,7	62,1	73,3	75,3	81,5
Activos a largo plazo	9.943,8	10.945,7	11.908,3	12.085,0	12.014,0	11.356,8	11.087,6	10.650,7
Depósitos	898,1	947,6	945,2	912,8	879,6	831,3	824,5	814,1
Valores distintos de acciones	1.219,1	1.198,6	1.312,6	1.301,6	1.347,8	1.368,2	1.368,1	1.315,6
Acciones y otras participaciones	3.976,5	4.550,9	5.061,6	5.077,4	4.943,2	4.329,8	4.050,4	3.694,6
Acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones	2.804,4	3.209,1	3.640,6	3.689,6	3.587,5	3.146,4	2.922,5	2.649,6
Participaciones en fondos de inversión	1.172,2	1.341,8	1.420,9	1.387,9	1.355,7	1.183,4	1.128,0	1.044,9
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	3.850,1	4.248,6	4.588,9	4.793,2	4.843,4	4.827,6	4.844,6	4.826,4
Otros activos netos (+)	99,7	55,6	18,1	9,1	-14,1	-47,0	-53,5	-64,5
Pasivos (-)								
Préstamos	4.285,3	4.691,9	5.091,2	5.329,3	5.413,2	5.450,4	5.512,6	5.557,8
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	<i>3.812,5</i>	<i>4.210,4</i>	<i>4.559,5</i>	<i>4.769,8</i>	<i>4.827,8</i>	<i>4.863,3</i>	<i>4.890,1</i>	<i>4.940,1</i>
= Riqueza financiera neta	10.029,9	10.797,1	11.585,1	11.778,4	11.788,2	11.213,9	10.994,0	10.560,2

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.4 Sociedades no financieras

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

	2004	2005	2006	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.015,8	4.155,7	4.354,7	4.531,1	4.587,4	4.632,6	4.684,8	4.720,1
Remuneración de los asalariados (-)	2.397,7	2.469,6	2.580,2	2.670,7	2.705,1	2.739,8	2.771,9	2.802,1
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	65,6	72,8	75,1	80,0	81,2	81,3	80,9	81,0
= Excedente bruto de explotación (+)	1.552,5	1.613,3	1.699,4	1.780,4	1.801,1	1.811,5	1.831,9	1.837,0
Consumo de capital fijo (-)	636,9	667,3	698,0	726,7	735,5	742,0	748,8	756,5
= Excedente neto de explotación (+)	915,6	946,0	1.001,5	1.053,6	1.065,6	1.069,4	1.083,1	1.080,5
Renta de la propiedad, recursos (+)	376,9	442,3	505,8	563,7	579,0	586,7	590,5	594,9
Intereses, recursos	125,1	136,1	158,3	177,6	184,7	189,6	193,9	195,8
Otra renta de la propiedad, recursos	251,9	306,1	347,5	386,1	394,3	397,1	396,7	399,1
Intereses y otras rentas, empleos (-)	226,3	236,3	278,5	317,4	331,4	345,2	357,2	368,7
= Renta empresarial neta (+)	1.066,3	1.152,0	1.228,8	1.299,9	1.313,2	1.310,9	1.316,4	1.306,7
Renta distribuida (-)	773,3	878,0	944,8	990,6	1.002,4	1.011,4	1.024,3	1.031,8
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	135,4	148,6	187,5	204,5	208,9	209,7	206,9	201,3
Cotizaciones sociales, recursos (+)	73,5	72,7	77,1	69,0	66,8	66,0	66,6	67,0
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,4	60,6	62,5	64,0	64,4	64,5	64,3	64,0
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	59,8	61,4	64,2	56,0	54,9	54,5	55,9	55,6
= Ahorro neto	110,9	76,1	46,9	53,9	49,3	36,8	31,6	20,9
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	218,1	244,2	293,8	321,7	343,0	353,2	366,6	376,3
Formación bruta de capital fijo (+)	847,9	903,5	975,5	1.035,8	1.055,9	1.069,5	1.086,7	1.099,1
Consumo de capital fijo (-)	636,9	667,3	698,0	726,7	735,5	742,0	748,8	756,5
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	7,1	7,9	16,3	12,6	22,5	25,7	28,8	33,7
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	103,8	128,2	148,9	171,8	167,6	160,7	120,6	100,2
Efectivo y depósitos	89,2	113,7	144,0	158,4	149,1	122,4	110,3	87,6
Participaciones en fondos del mercado monetario	16,1	8,3	2,6	-7,7	-18,1	-10,0	-9,3	7,1
Valores distintos de acciones ¹⁾	-1,5	6,2	2,3	21,1	36,6	48,3	19,7	5,5
Activos a largo plazo	193,8	379,7	412,0	476,8	462,5	513,8	485,2	495,2
Depósitos	-4,5	29,2	28,6	28,6	23,4	-3,0	-21,7	10,9
Valores distintos de acciones	-50,6	-33,4	-20,3	-51,7	-70,0	-84,5	-111,2	-72,5
Acciones y otras participaciones	189,0	242,2	229,6	289,6	322,8	390,3	402,6	385,1
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	59,9	141,7	174,0	210,4	186,3	211,0	215,5	171,7
Otros activos netos (+)	67,7	84,9	196,6	204,3	179,4	110,9	35,6	-22,6
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	204,8	439,3	703,3	770,1	783,5	782,0	696,3	665,0
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	164,8	264,5	449,8	522,4	559,5	593,7	562,8	517,2
de la cual, valores distintos de acciones	9,7	14,3	38,5	29,9	35,3	37,0	11,8	31,3
Acciones y otras participaciones	202,0	260,8	229,9	273,8	253,6	251,4	210,3	189,4
Acciones cotizadas	11,7	101,5	38,7	82,0	41,8	21,4	-13,1	-28,9
Acciones no cotizadas y otras participaciones	190,3	159,3	191,1	191,8	211,8	230,0	223,4	218,2
Transferencias netas de capital, recursos (-)	65,7	60,7	71,2	74,6	66,8	69,2	73,3	76,6
= Ahorro neto	110,9	76,1	46,9	53,9	49,3	36,8	31,6	20,9
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.379,7	1.510,1	1.652,2	1.753,9	1.821,3	1.838,4	1.845,6	1.862,4
Efectivo y depósitos	1.102,9	1.221,8	1.357,5	1.430,4	1.501,2	1.486,0	1.514,0	1.529,7
Participaciones en fondos del mercado monetario	164,1	176,5	184,9	186,6	162,0	183,0	183,2	183,6
Valores distintos de acciones ¹⁾	112,7	111,8	109,9	136,9	158,1	169,4	148,5	149,1
Activos a largo plazo	7.577,4	8.591,9	9.838,6	10.461,0	10.549,9	9.919,4	9.723,5	9.525,4
Depósitos	159,6	198,9	227,2	275,0	269,7	259,8	254,1	286,6
Valores distintos de acciones	323,7	279,3	273,1	206,0	201,8	186,8	166,6	162,7
Acciones y otras participaciones	5.398,0	6.270,7	7.316,1	7.795,1	7.848,3	7.182,5	6.957,4	6.690,4
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	1.696,2	1.843,0	2.022,1	2.185,0	2.230,1	2.290,2	2.345,5	2.385,8
Otros activos netos (+)	296,1	363,1	469,4	557,0	582,0	552,1	493,3	513,2
Pasivos								
Deuda	6.524,1	7.013,8	7.713,8	8.286,7	8.483,0	8.650,7	8.832,3	8.958,5
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	3.160,8	3.433,0	3.872,5	4.247,9	4.407,4	4.548,1	4.670,7	4.763,0
de la cual, valores distintos de acciones	649,6	672,7	689,6	710,4	715,0	720,8	723,7	728,4
Acciones y otras participaciones	9.583,9	10.929,7	12.718,8	13.614,6	13.631,8	12.251,9	11.798,5	11.040,7
Acciones cotizadas	2.992,4	3.689,1	4.457,7	4.939,0	4.960,3	4.184,4	3.946,7	3.416,3
Acciones no cotizadas y otras participaciones	6.591,6	7.240,5	8.261,1	8.675,6	8.671,5	8.067,5	7.851,9	7.624,3

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)

	2004	2005	2006	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	39,4	25,6	53,7	51,5	47,9	64,4	78,4	93,7
Efectivo y depósitos	13,2	7,2	12,4	8,8	7,8	32,6	34,3	32,5
Participaciones en fondos del mercado monetario	2,7	-0,5	3,5	1,6	3,1	15,8	14,2	20,5
Valores distintos de acciones ¹⁾	23,5	18,9	37,8	41,0	37,0	16,0	29,9	40,6
Activos a largo plazo	223,6	293,5	321,1	263,6	236,1	228,9	187,4	176,2
Depósitos	36,8	16,9	76,9	67,2	53,3	30,0	17,1	0,6
Valores distintos de acciones	133,3	131,9	129,5	150,7	128,2	108,9	93,9	97,1
Préstamos	7,3	-4,1	1,6	-21,7	-17,6	16,4	16,6	20,5
Acciones cotizadas	12,7	30,7	0,0	2,6	-0,6	4,0	1,5	-2,2
Acciones no cotizadas y otras participaciones	2,6	30,9	29,2	23,8	23,6	42,4	39,1	44,8
Participaciones en fondos de inversión	30,9	87,2	83,9	41,0	49,1	27,2	19,1	15,4
Otros activos netos (+)	12,7	18,3	22,8	30,5	5,4	4,1	6,5	13,2
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	-1,7	-0,4	5,2	3,0	1,1	1,1	2,0	2,2
Préstamos	4,7	17,4	40,2	22,2	7,2	32,3	11,9	4,0
Acciones y otras participaciones	12,3	13,8	10,7	9,2	1,5	1,7	4,1	3,3
Reservas técnicas de seguro	262,6	334,3	332,4	324,9	305,5	287,5	273,3	258,6
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	231,0	292,1	282,7	277,2	267,3	255,8	241,3	226,1
Reservas para primas y para siniestros	31,7	42,2	49,7	47,6	38,2	31,6	32,0	32,5
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-2,2	-27,8	9,1	-13,7	-25,9	-25,1	-19,1	15,0
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	110,7	190,7	178,8	123,2	-4,5	-217,2	-325,8	-390,8
Otros activos netos	142,4	68,5	-35,2	-98,8	-54,4	-6,7	-6,8	-11,9
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	21,3	118,4	47,3	14,9	-21,0	-92,1	-152,9	-133,3
Reservas técnicas de seguro	83,7	137,9	52,7	24,7	15,2	-61,5	-117,0	-171,6
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	63,9	147,0	56,0	25,0	1,3	-74,1	-128,5	-180,8
Reservas para primas y para siniestros	19,8	-9,1	-3,3	-0,3	13,9	12,6	11,5	9,3
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	148,1	2,9	43,6	-15,2	-53,2	-70,3	-62,7	-97,8
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	403,1	433,4	488,0	522,2	530,7	570,4	590,1	612,7
Efectivo y depósitos	133,6	142,7	154,6	154,0	163,2	190,9	180,0	189,1
Participaciones en fondos del mercado monetario	74,4	75,6	81,5	82,9	82,4	95,4	94,8	98,0
Valores distintos de acciones ¹⁾	195,1	215,1	251,9	285,3	285,0	284,1	315,4	325,6
Activos a largo plazo	4.092,9	4.614,6	5.050,3	5.252,7	5.233,0	5.121,2	5.077,8	5.037,0
Depósitos	500,8	520,9	597,9	647,1	647,8	646,5	650,4	646,1
Valores distintos de acciones	1.617,9	1.776,8	1.848,7	1.927,3	1.934,6	1.970,0	1.966,8	2.017,1
Préstamos	348,3	353,1	350,4	332,7	327,6	354,2	353,1	355,4
Acciones cotizadas	587,2	653,3	732,4	768,7	737,0	637,7	613,2	559,6
Acciones no cotizadas y otras participaciones	349,6	403,2	474,3	484,0	497,1	479,2	466,2	457,1
Participaciones en fondos de inversión	689,2	907,2	1.046,6	1.092,9	1.088,8	1.033,8	1.028,1	1.001,5
Otros activos netos (+)	131,9	176,7	223,2	221,0	224,5	239,8	225,6	225,1
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	22,3	21,3	26,7	26,1	27,2	26,2	26,7	26,4
Préstamos	118,0	136,3	171,8	195,0	175,9	210,1	201,5	199,3
Acciones y otras participaciones	497,6	629,8	687,8	697,6	668,3	613,7	582,5	567,6
Reservas técnicas de seguro	4.086,9	4.559,2	4.944,3	5.196,7	5.265,0	5.267,5	5.295,0	5.283,8
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.454,5	3.893,5	4.232,3	4.451,9	4.500,9	4.492,3	4.512,6	4.497,2
Reservas para primas y para siniestros	632,5	665,6	712,0	744,8	764,0	775,1	782,4	786,6
= Riqueza financiera neta	-96,9	-121,8	-69,1	-119,6	-148,2	-186,1	-212,1	-202,4

Fuente: BCE.

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

MERCADOS FINANCIEROS

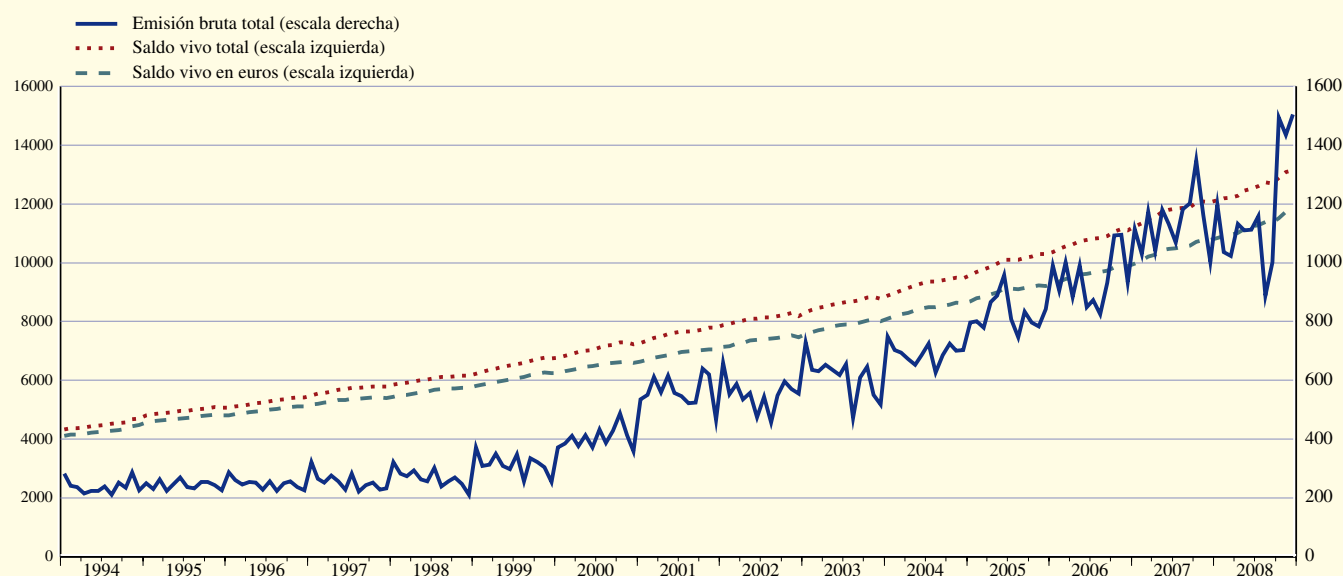
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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											Tasas crec. de 6 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Total											
2008 Ene	12.942,0	1.201,3	36,6	10.852,8	1.131,7	57,4	12.152,2	1.197,4	67,0	8,5	28,3	7,5
Feb	13.024,2	1.027,0	82,6	10.924,9	968,4	72,6	12.209,3	1.036,6	76,0	8,0	45,4	6,9
Mar	13.129,6	1.073,2	104,4	10.971,4	968,7	45,3	12.229,4	1.024,4	43,5	7,1	19,8	6,1
Abr	13.179,5	1.160,4	49,9	11.036,7	1.068,8	65,2	12.307,9	1.133,4	77,0	7,1	57,8	5,0
May	13.358,5	1.126,5	177,9	11.176,2	1.036,7	138,4	12.471,0	1.110,6	153,2	6,7	98,1	5,8
Jun	13.493,1	1.154,7	135,0	11.249,7	1.039,4	74,0	12.540,8	1.111,9	80,3	6,8	87,1	5,6
Jul	13.505,1	1.137,7	10,6	11.306,7	1.072,1	55,2	12.615,8	1.159,2	74,6	7,1	96,8	6,8
Ago	13.632,0	879,8	124,0	11.415,7	815,2	106,2	12.747,3	888,9	112,0	7,8	163,1	8,7
Sep	13.636,1	1.021,9	2,5	11.384,4	930,3	-32,7	12.708,6	1.001,5	-42,0	7,1	-13,2	8,2
Oct	13.733,6	1.454,0	97,4	11.534,8	1.417,0	150,1	12.906,9	1.494,6	144,9	7,0	103,0	8,9
Nov	13.951,6	1.422,1	218,4	11.761,9	1.369,7	227,8	13.099,6	1.437,2	213,4	8,1	199,3	10,5
Dic	14.136,9	1.535,2	188,9	11.914,2	1.447,3	156,2	13.171,4	1.524,7	142,4	9,5	274,1	13,6
2009 Ene	.	.	.	12.054,2	1.448,9	136,6	13.372,7	1.528,0	145,6	10,1	103,4	13,6
	A largo plazo											
2008 Ene	11.649,7	195,2	0,7	9.684,2	166,9	-5,3	10.792,4	190,8	0,0	6,7	14,6	5,1
Feb	11.696,1	182,8	46,8	9.732,7	163,3	48,9	10.830,6	187,8	51,4	6,1	29,0	4,7
Mar	11.731,4	180,1	34,5	9.757,6	145,2	23,9	10.831,7	160,6	21,2	5,3	11,6	4,5
Abr	11.818,3	258,6	86,9	9.820,8	207,5	63,2	10.905,1	225,2	68,3	5,5	64,0	4,4
May	11.972,6	290,6	153,6	9.935,3	234,9	113,8	11.030,1	257,4	122,9	5,1	69,2	4,9
Jun	12.086,6	283,6	114,2	10.022,5	230,1	87,5	11.116,6	253,3	94,9	5,2	67,9	4,8
Jul	12.113,0	206,9	24,9	10.054,3	176,8	29,9	11.155,6	195,0	35,5	5,4	60,5	5,7
Ago	12.203,4	159,0	88,3	10.133,4	132,7	77,1	11.255,9	148,1	78,3	6,1	134,3	7,7
Sep	12.193,2	183,5	-9,4	10.112,3	145,5	-20,3	11.240,4	158,5	-30,8	5,7	-16,8	7,1
Oct	12.217,1	198,5	24,6	10.147,7	182,3	36,0	11.332,6	194,9	30,3	5,3	22,4	6,3
Nov	12.392,2	275,3	174,2	10.323,1	253,8	174,8	11.487,9	262,4	165,5	6,3	145,5	7,7
Dic	12.570,2	361,0	179,4	10.494,2	327,0	172,7	11.581,1	338,5	151,8	7,3	180,2	9,7
2009 Ene	.	.	.	10.584,1	274,8	89,0	11.715,5	298,3	89,4	8,1	111,7	10,6

CI6 Saldo vivo y emisión bruta total 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) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo de las tasas de crecimiento. 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											
2007	12.085	5.061	1.510	654	4.534	327	1.138	841	59	109	116	12
2008	13.171	5.279	1.941	696	4.916	340	1.177	818	74	99	162	24
2008 I	12.229	5.104	1.524	659	4.625	317	1.086	787	38	92	150	19
II	12.541	5.244	1.629	670	4.677	320	1.119	786	69	102	140	20
III	12.709	5.281	1.697	680	4.726	324	1.017	691	54	97	147	27
IV	13.171	5.279	1.941	696	4.916	340	1.486	1.006	136	107	209	28
2008 Oct	12.907	5.321	1.736	687	4.833	330	1.495	1.019	96	112	242	25
Nov	13.100	5.339	1.809	691	4.930	332	1.437	966	125	97	224	25
Dic	13.171	5.279	1.941	696	4.916	340	1.525	1.032	186	111	162	34
2009 Ene	13.373	5.353	1.969	710	5.004	337	1.528	1.017	82	105	269	56
	A corto plazo											
2007	1.288	788	36	100	345	18	946	755	18	101	64	9
2008	1.590	823	61	115	566	25	962	723	26	92	101	19
2008 I	1.398	820	49	111	407	11	906	701	21	88	83	14
II	1.424	835	51	111	415	11	873	666	21	92	77	17
III	1.468	826	62	111	457	13	849	615	25	92	94	24
IV	1.590	823	61	115	566	25	1.220	911	38	95	152	23
2008 Oct	1.574	827	64	113	554	17	1.300	933	54	105	190	18
Nov	1.612	843	61	115	575	17	1.175	885	35	89	146	20
Dic	1.590	823	61	115	566	25	1.186	916	27	92	120	30
2009 Ene	1.657	863	38	108	630	19	1.230	905	18	82	178	47
	Total a largo plazo ²⁾											
2007	10.797	4.273	1.473	553	4.189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11.581	4.436	1.880	580	4.350	315	214	94	48	8	60	4
2008 I	10.832	4.284	1.475	548	4.219	306	180	86	17	4	67	5
II	11.117	4.409	1.577	559	4.262	309	245	121	48	10	64	3
III	11.240	4.455	1.635	570	4.270	311	167	76	29	5	53	3
IV	11.581	4.436	1.880	580	4.350	315	265	94	48	11	57	5
2008 Oct	11.333	4.494	1.672	575	4.279	313	195	86	43	7	53	7
Nov	11.488	4.496	1.748	575	4.355	314	262	81	91	8	77	5
Dic	11.581	4.436	1.880	580	4.350	315	338	116	159	19	42	3
2009 Ene	11.716	4.490	1.931	602	4.375	318	298	111	64	23	91	9
	Del cual: a tipo fijo											
2007	7.338	2.277	594	420	3.797	250	108	44	10	5	45	3
2008	7.615	2.338	636	444	3.947	250	119	48	9	6	53	3
2008 I	7.317	2.273	587	412	3.798	246	110	43	4	3	56	3
II	7.484	2.361	605	424	3.846	248	145	66	11	9	56	2
III	7.542	2.385	619	432	3.859	248	101	42	7	3	47	2
IV	7.615	2.338	636	444	3.947	250	120	42	13	10	53	2
2008 Oct	7.577	2.407	621	437	3.863	249	96	38	2	6	47	4
Nov	7.647	2.398	629	439	3.933	248	131	33	17	8	72	1
Dic	7.615	2.338	636	444	3.947	250	132	54	20	16	40	3
2009 Ene	7.715	2.361	664	466	3.974	251	213	75	27	23	82	6
	Del cual: a tipo variable											
2007	3.004	1.621	861	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3.477	1.723	1.215	126	349	64	81	36	38	1	4	1
2008 I	3.043	1.633	866	124	359	60	53	32	12	1	7	2
II	3.176	1.682	947	125	362	60	88	46	36	1	4	1
III	3.225	1.697	989	129	348	61	52	24	21	2	4	1
IV	3.477	1.723	1.215	126	349	64	129	39	83	1	3	2
2008 Oct	3.282	1.716	1.023	129	351	63	88	42	39	1	3	3
Nov	3.362	1.726	1.090	128	354	64	116	36	73	1	3	3
Dic	3.477	1.723	1.215	126	349	64	182	41	138	2	2	1
2009 Ene	3.497	1.723	1.240	125	343	66	61	19	36	0	3	3

Fuente: BCE.

1) Medias o datos mensuales de las operaciones realizadas en este período.

2) 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

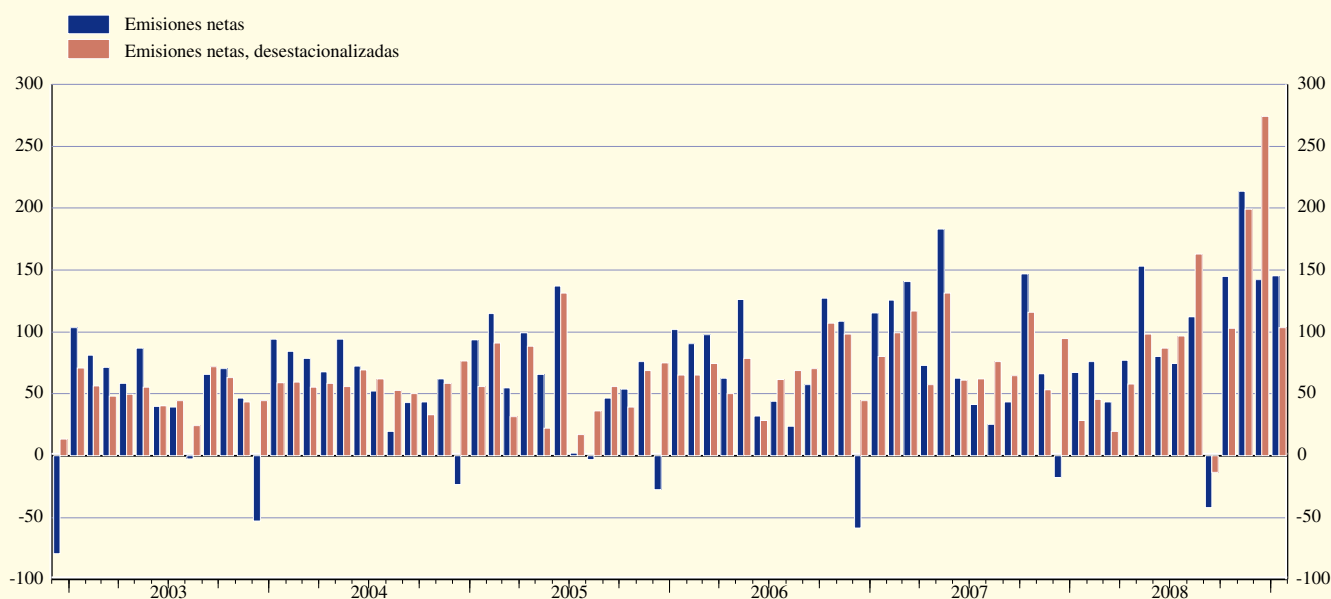
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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												
2007	83,8	40,8	27,8	4,2	9,9	1,2	84,4	41,4	27,3	4,3	10,2	1,2
2008	95,2	23,0	35,9	3,8	31,4	1,1	96,6	23,1	35,2	3,9	33,4	1,1
2008 I	62,2	23,8	7,0	2,8	31,7	-3,1	31,2	4,6	16,6	2,2	11,2	-3,4
II	103,5	46,0	34,9	4,8	16,9	0,9	81,0	47,9	30,8	0,7	1,1	0,6
III	48,2	11,2	19,9	1,8	14,1	1,2	82,2	19,1	33,2	5,1	22,4	2,4
IV	166,9	10,9	82,0	5,8	62,9	5,3	192,1	20,9	60,1	7,6	98,7	4,8
2008 Oct	144,9	13,3	27,0	1,3	97,8	5,6	103,0	-23,5	12,0	-4,0	113,9	4,5
Nov	213,4	35,1	74,6	4,9	97,0	1,9	199,3	41,5	64,9	5,6	88,4	-1,2
Dic	142,4	-15,7	144,5	11,2	-6,1	8,5	274,1	44,6	103,4	21,4	93,7	11,0
2009 Ene	145,6	40,5	18,2	9,1	80,9	-3,2	103,4	9,8	51,5	6,2	40,6	-4,8
A largo plazo												
2007	62,0	24,0	27,2	2,4	7,8	0,7	61,6	24,1	26,7	2,4	7,8	0,7
2008	65,8	16,0	33,9	2,4	12,9	0,5	65,2	16,1	33,2	2,4	12,9	0,5
2008 I	24,2	11,8	2,8	-0,8	11,1	-0,7	18,4	2,7	12,3	1,6	2,5	-0,8
II	95,4	42,4	34,0	4,0	14,1	0,9	67,0	36,1	30,0	0,4	-0,2	0,7
III	27,7	7,6	16,5	2,4	0,7	0,5	59,3	15,4	29,1	4,0	9,2	1,6
IV	115,8	2,0	82,3	4,3	25,9	1,5	116,0	10,1	61,4	3,7	40,3	0,5
2008 Oct	30,3	2,1	25,1	-0,7	2,0	1,8	22,4	-5,4	7,6	-2,4	21,8	0,8
Nov	165,5	9,0	77,3	2,3	75,5	1,3	145,5	13,4	68,9	1,4	63,4	-1,7
Dic	151,8	-5,2	144,4	11,2	0,1	1,3	180,2	22,4	107,8	12,2	35,5	2,3
2009 Ene	89,4	9,2	41,5	16,7	19,2	2,9	111,7	9,8	73,4	20,6	5,2	2,7

C17 Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes, valores nominales)



Fuente: BCE.

1) Medias o datos mensuales de las operaciones realizadas en este período.

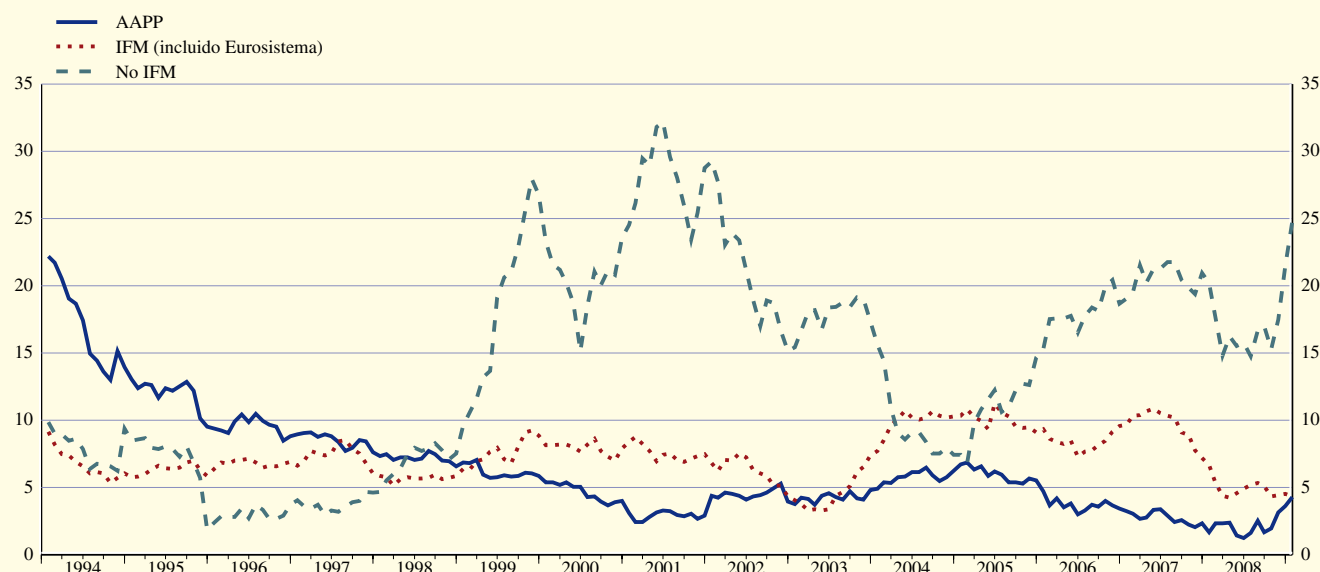
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2008 Ene	8,5	10,1	26,8	9,4	2,3	3,0	7,5	9,9	23,9	4,2	0,9	4,3
Feb	8,0	8,8	23,9	9,2	3,0	2,1	6,9	7,6	21,9	7,2	2,2	0,4
Mar	7,1	7,9	20,2	7,4	2,8	1,1	6,1	5,8	22,4	6,6	2,1	-1,0
Abr	7,1	7,4	22,2	6,1	3,0	0,3	5,0	4,2	19,0	4,2	2,5	-3,3
May	6,7	7,9	21,2	6,2	1,7	1,9	5,8	6,4	19,9	4,1	1,6	-0,9
Jun	6,8	8,3	23,1	3,4	1,4	2,1	5,6	6,3	20,2	2,6	1,6	-5,2
Jul	7,1	8,5	22,0	2,6	2,0	3,3	6,8	7,3	20,2	1,0	3,1	2,2
Ago	7,8	8,3	24,5	4,8	3,0	3,4	8,7	9,1	27,1	2,6	3,7	6,6
Sep	7,1	6,9	24,4	5,9	2,6	2,3	8,2	8,0	26,7	5,3	3,1	5,8
Oct	7,0	5,3	21,6	4,2	4,9	2,8	8,9	6,3	24,4	4,1	7,4	9,5
Nov	8,1	5,6	24,6	4,1	6,7	2,8	10,5	4,8	29,5	4,2	11,9	6,7
Dic	9,5	5,5	28,5	7,0	8,3	3,9	13,6	4,6	37,3	11,7	16,3	14,1
2009 Ene	10,1	5,2	30,5	6,7	9,5	5,3	13,6	3,2	41,8	12,7	16,8	8,5
A largo plazo												
2008 Ene	6,7	6,6	26,5	6,3	1,6	2,2	5,1	4,2	22,6	3,9	1,0	3,1
Feb	6,1	5,3	22,6	6,2	2,4	1,9	4,7	3,0	18,8	4,6	2,3	0,9
Mar	5,3	4,4	19,0	4,8	2,4	0,9	4,5	2,9	19,2	3,9	1,9	0,0
Abr	5,5	4,2	21,1	4,7	2,5	0,4	4,4	2,7	17,7	4,2	2,2	-1,9
May	5,1	4,6	19,9	5,1	1,4	1,8	4,9	4,5	18,4	4,3	1,4	0,5
Jun	5,2	4,9	21,5	2,2	1,2	1,9	4,8	5,5	18,4	2,2	0,3	-0,1
Jul	5,4	5,2	20,0	2,1	1,5	3,1	5,7	6,2	17,5	0,3	2,0	3,0
Ago	6,1	5,3	22,3	3,0	2,4	3,5	7,7	7,7	25,8	1,4	2,5	6,2
Sep	5,7	5,1	22,2	4,4	1,6	2,2	7,1	7,3	25,4	4,9	1,3	4,6
Oct	5,3	4,3	19,9	3,7	2,0	1,4	6,3	5,9	22,0	3,0	1,8	5,0
Nov	6,3	4,4	23,2	3,1	3,3	1,3	7,7	4,3	28,1	1,9	5,2	2,2
Dic	7,3	4,5	27,6	5,3	3,7	2,0	9,7	3,5	37,4	8,5	7,1	4,1
2009 Ene	8,1	4,3	31,2	7,9	4,3	3,3	10,6	2,4	46,7	16,1	6,7	3,4

C18 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) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo de las tasas de crecimiento. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

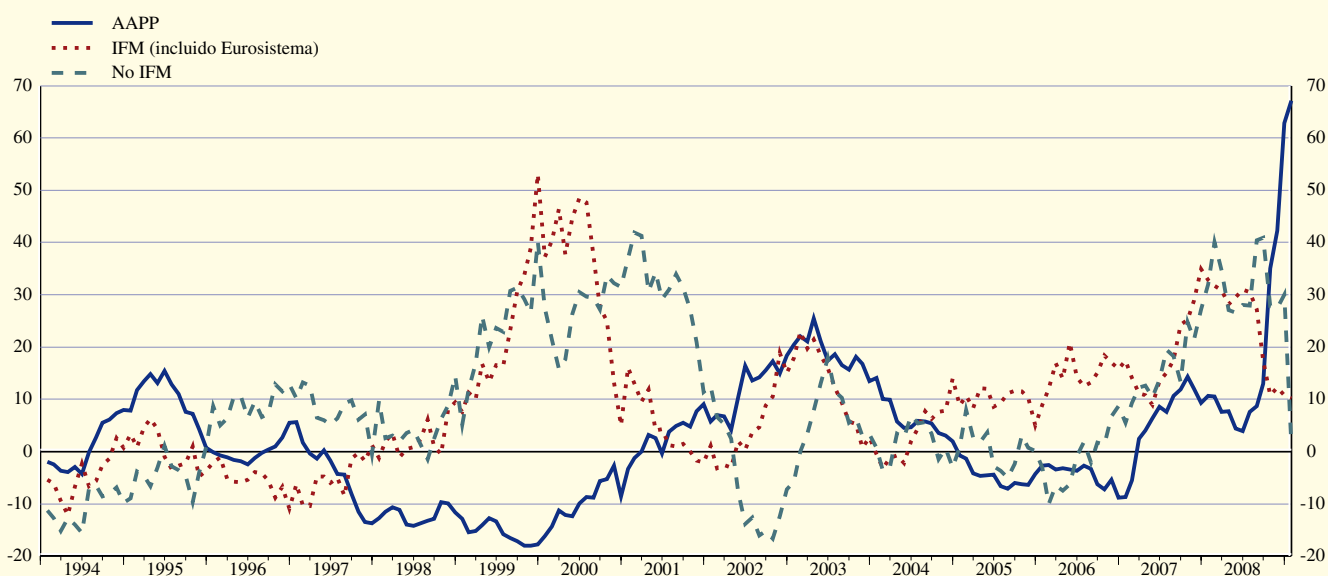
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(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												
2007	5,2	7,2	17,1	3,9	2,5	6,6	15,8	11,1	37,8	18,4	3,8	-1,8
2008	3,1	4,9	5,7	4,1	1,6	1,4	12,9	5,4	34,5	7,2	6,4	3,2
2008 I	3,3	5,4	8,2	4,7	1,3	3,3	14,1	6,0	37,4	12,9	11,0	-3,2
II	2,7	4,3	5,0	4,0	1,3	1,4	12,0	5,0	32,3	8,7	7,2	0,4
III	3,1	5,6	5,0	3,3	1,4	2,0	12,4	5,3	33,3	3,4	6,0	6,0
IV	3,2	4,5	4,9	4,3	2,4	-0,8	13,2	5,6	35,1	4,5	1,8	10,2
2008 Ago	3,4	5,6	4,3	3,5	1,9	2,4	13,7	5,7	35,5	3,8	9,0	7,0
Sep	3,1	5,5	5,7	5,0	1,1	0,8	12,3	5,1	34,4	4,7	2,3	7,4
Oct	2,8	4,6	3,5	3,8	1,7	-0,7	11,8	5,3	31,4	5,2	1,3	9,2
Nov	3,3	4,1	4,9	3,2	3,0	-1,7	13,7	5,9	35,8	4,8	2,0	12,1
Dic	4,1	3,9	6,8	6,6	3,8	-0,4	15,6	6,0	41,3	2,0	2,0	10,9
2009 Ene	5,3	4,1	10,9	10,5	5,0	1,2	15,6	5,2	45,1	0,4	-1,9	10,0
En euros												
2007	4,6	6,4	13,7	2,2	2,7	6,7	15,1	10,3	35,5	18,2	3,9	-2,4
2008	2,9	4,8	6,1	2,0	1,8	1,3	14,4	6,4	36,1	7,3	6,7	2,0
2008 I	3,0	5,0	6,9	3,2	1,5	3,5	14,6	5,9	37,7	12,1	11,4	-4,0
II	2,4	4,0	4,4	1,9	1,5	1,4	13,1	5,6	33,5	8,5	7,6	-1,2
III	3,0	5,5	6,0	0,9	1,6	1,8	14,3	6,7	35,3	4,0	6,4	4,6
IV	3,4	4,7	7,2	2,0	2,6	-1,2	15,5	7,6	37,8	5,2	2,0	9,2
2008 Ago	3,3	5,5	5,9	1,0	2,2	2,1	15,6	7,1	37,7	4,6	9,4	5,6
Sep	3,0	5,6	7,4	2,9	1,4	0,4	14,4	6,9	36,7	5,5	2,6	6,3
Oct	2,8	4,7	5,4	1,8	1,9	-1,2	13,9	7,0	33,9	6,1	1,5	8,2
Nov	3,5	4,3	7,5	1,0	3,2	-2,3	16,1	8,0	38,7	5,5	2,2	11,3
Dic	4,4	4,7	9,8	3,6	4,1	-1,0	18,3	8,5	44,0	2,3	2,1	9,7
2009 Ene	5,8	5,2	13,8	7,7	5,2	0,6	18,6	8,0	48,0	0,7	-1,8	9,2

C19 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) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo de las tasas de crecimiento.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro¹⁾

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

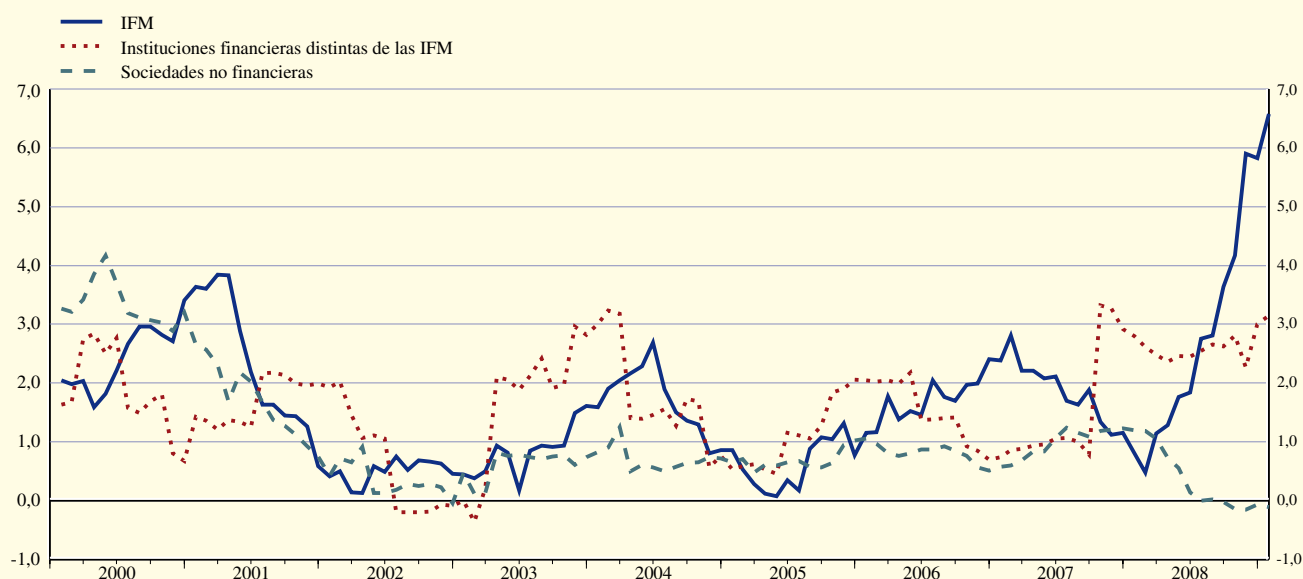
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento inter- anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 Ene	6.374,2	103,9	0,9	1.125,2	2,4	646,3	0,7	4.602,7	0,6
Feb	6.288,4	104,0	1,0	1.094,6	2,8	637,9	0,9	4.555,9	0,6
Mar	6.514,7	104,1	1,0	1.113,2	2,2	649,3	0,9	4.752,1	0,7
Abr	6.765,0	104,3	1,1	1.170,5	2,2	675,6	0,9	4.919,0	0,8
May	7.044,7	104,4	1,1	1.176,3	2,1	688,9	1,0	5.179,5	0,8
Jun	6.966,3	104,7	1,3	1.130,4	2,1	677,2	1,1	5.158,7	1,1
Jul	6.735,9	104,8	1,3	1.101,6	1,7	608,9	1,1	5.025,4	1,2
Ago	6.622,6	104,8	1,2	1.062,0	1,6	583,8	1,0	4.976,8	1,2
Sep	6.686,6	104,8	1,2	1.050,6	1,9	597,3	0,8	5.038,7	1,1
Oct	6.941,4	105,1	1,4	1.074,6	1,3	629,3	3,3	5.237,5	1,2
Nov	6.627,1	105,2	1,4	1.034,6	1,1	579,2	3,3	5.013,3	1,2
Dic	6.584,0	105,2	1,4	1.019,0	1,2	579,0	2,9	4.985,9	1,2
2008 Ene	5.761,5	105,3	1,3	889,8	0,8	497,4	2,8	4.374,4	1,2
Feb	5.815,9	105,3	1,2	860,1	0,5	492,4	2,6	4.463,4	1,2
Mar	5.562,3	105,3	1,2	860,5	1,1	501,3	2,5	4.200,5	1,1
Abr	5.743,0	105,3	1,0	837,2	1,3	519,4	2,4	4.386,4	0,7
May	5.723,8	105,3	0,9	771,0	1,8	497,1	2,5	4.455,7	0,6
Jun	5.075,4	105,3	0,6	665,3	1,8	435,8	2,4	3.974,4	0,1
Jul	4.967,1	105,5	0,6	691,6	2,8	428,2	2,5	3.847,3	0,0
Ago	4.993,7	105,5	0,6	665,5	2,8	438,4	2,7	3.889,8	0,0
Sep	4.424,6	105,6	0,7	612,2	3,6	382,2	2,6	3.430,2	0,0
Oct	3.738,6	105,8	0,7	451,9	4,2	280,3	2,8	3.006,4	-0,1
Nov	3.478,2	106,1	0,9	394,5	5,9	265,3	2,3	2.818,3	-0,2
Dic	3.477,3	106,3	1,0	377,0	5,8	269,2	3,0	2.831,1	-0,1
2009 Ene	3.281,1	106,4	1,0	344,6	6,6	240,0	3,1	2.696,5	-0,1

C20 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro¹⁾

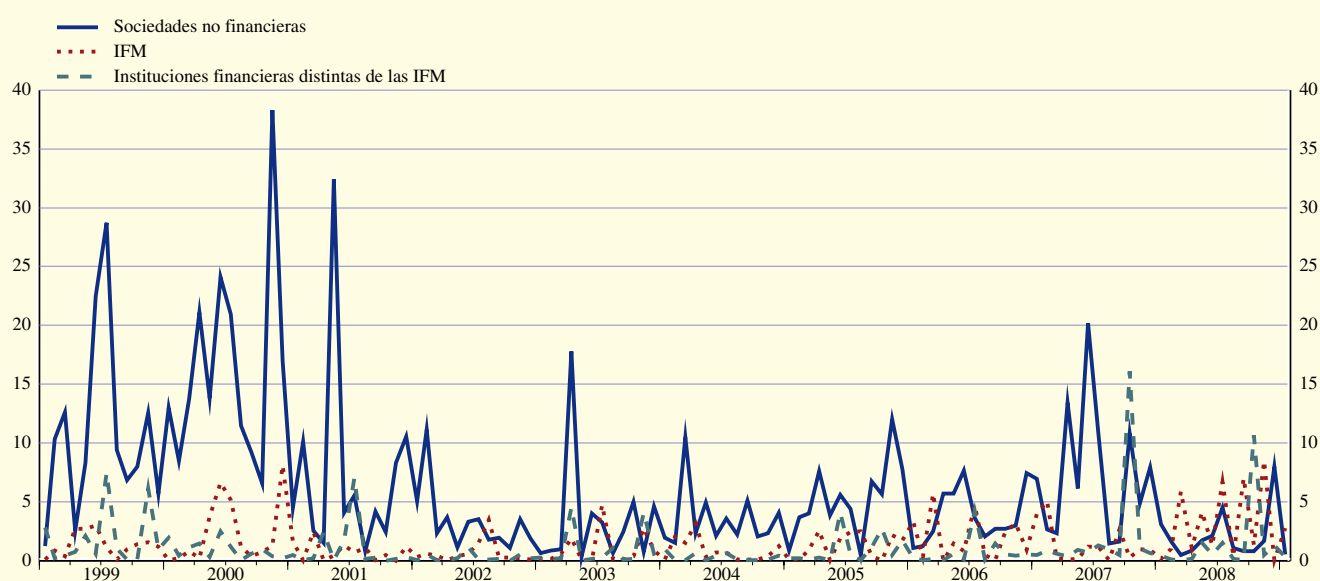
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2007 Ene	11,4	3,9	7,4	4,0	0,1	3,8	0,4	0,0	0,4	7,0	3,8	3,2
Feb	8,6	2,0	6,5	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,7	2,0	0,7
Mar	3,1	1,7	1,4	0,2	0,0	0,2	0,6	0,3	0,3	2,3	1,4	1,0
Abr	13,9	0,4	13,4	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,0	0,3	13,4	0,2	13,2
May	7,2	2,0	5,2	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	6,1	2,0	4,1
Jun	22,0	1,6	20,4	1,2	0,0	1,1	0,7	0,0	0,7	20,2	1,6	18,6
Jul	13,3	1,8	11,5	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	10,9	1,5	9,3
Ago	2,5	6,6	-4,2	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	1,5	5,1	-3,6
Sep	4,7	2,5	2,2	2,6	0,0	2,6	0,4	0,3	0,1	1,6	2,1	-0,5
Oct	27,2	8,0	19,1	0,2	3,2	-3,0	16,1	0,5	15,6	10,8	4,3	6,5
Nov	6,8	3,3	3,5	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	4,9	2,0	2,9
Dic	9,5	4,6	4,9	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	7,9	2,5	5,5
2008 Ene	3,6	1,4	2,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,2	3,1	0,7	2,4
Feb	2,8	1,9	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,6	1,6	0,1
Mar	6,4	6,0	0,3	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,4	5,6	-5,1
Abr	2,0	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7
May	7,3	6,0	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
Jun	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
Jul	12,7	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,6
Ago	1,5	3,0	-1,4	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,1	3,0	-1,9
Sep	7,8	2,8	5,0	7,0	0,0	7,0	0,0	0,1	-0,1	0,8	2,7	-1,9
Oct	12,8	0,6	12,2	1,4	0,0	1,4	10,7	0,0	10,7	0,8	0,6	0,1
Nov	10,6	2,9	7,7	8,4	0,5	8,0	0,5	2,1	-1,6	1,7	0,3	1,4
Dic	9,3	2,5	6,8	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,2	8,0	2,5	5,6
2009 Ene	3,6	0,5	3,1	2,8	0,0	2,8	0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,1

C21 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

(mm de euros; operaciones realizadas en el mes; valores de mercado)



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.

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 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
2008 Feb	1,21	4,10	4,18	3,22	2,65	3,77	2,01	4,07	4,18	4,36	3,93
Mar	1,22	4,14	3,97	3,08	2,69	3,78	2,03	4,20	4,23	4,07	3,96
Abr	1,22	4,28	4,16	3,14	2,72	3,81	2,05	4,27	4,56	4,64	4,00
May	1,23	4,32	4,27	3,17	2,73	3,84	2,07	4,26	4,68	4,48	4,03
Jun	1,24	4,43	4,62	3,28	2,74	3,88	2,06	4,28	4,72	4,01	4,11
Jul	1,26	4,61	4,83	3,37	2,81	3,94	2,14	4,46	5,06	4,57	4,26
Ago	1,29	4,59	4,84	3,45	2,87	3,98	2,17	4,46	5,34	4,55	4,30
Sep	1,32	4,65	4,85	3,35	2,97	4,01	2,20	4,52	5,19	4,69	4,27
Oct	1,34	4,77	4,85	3,56	3,01	4,12	2,20	4,25	5,12	4,55	3,66
Nov	1,29	4,26	4,67	3,71	3,02	4,20	1,98	3,53	4,58	4,09	3,19
Dic	1,16	3,75	4,35	3,69	2,95	4,17	1,62	2,87	4,24	4,09	2,63
2009 Ene	1,02	3,28	3,91	3,53	2,88	4,08	1,28	2,24	3,83	3,73	2,05

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
2008 Feb	10,45	8,55	7,24	8,44	8,70	5,26	4,97	5,02	5,11	5,35	5,55	5,87	5,55
Mar	10,52	8,42	7,05	8,42	8,56	5,20	4,89	4,96	5,11	5,28	5,65	5,79	5,46
Abr	10,53	8,33	7,02	8,46	8,55	5,23	4,91	4,95	5,12	5,29	5,83	5,80	5,45
May	10,57	8,69	7,01	8,44	8,63	5,34	4,96	4,98	5,13	5,36	5,99	5,87	5,59
Jun	10,63	8,61	6,93	8,44	8,57	5,48	5,11	5,08	5,20	5,46	6,03	6,12	5,67
Jul	10,66	8,82	7,15	8,58	8,80	5,67	5,27	5,22	5,34	5,62	6,08	6,21	5,82
Ago	10,77	8,85	7,22	8,69	8,95	5,77	5,37	5,29	5,26	5,69	6,05	6,28	5,70
Sep	10,80	8,77	7,20	8,70	8,85	5,80	5,43	5,28	5,37	5,71	6,24	6,36	5,77
Oct	10,83	8,88	7,22	8,70	8,92	5,84	5,39	5,28	5,37	5,69	6,37	6,26	5,80
Nov	10,78	8,98	7,17	8,69	8,92	5,62	5,34	5,23	5,28	5,58	5,84	6,15	5,75
Dic	10,45	8,22	7,06	8,39	8,50	5,09	5,06	5,10	5,13	5,30	4,97	5,75	5,29
2009 Ene	10,13	8,30	7,02	8,61	8,65	4,39	4,80	4,93	5,03	4,89	4,42	5,43	5,21

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
2008 Feb	6,56	5,84	5,86	5,24	5,04	5,43	5,14
Mar	6,56	5,91	5,77	5,23	5,19	5,44	5,34
Abr	6,54	6,03	5,77	5,20	5,30	5,42	5,39
May	6,57	6,10	5,93	5,25	5,27	5,70	5,38
Jun	6,67	6,16	6,09	5,43	5,35	5,68	5,52
Jul	6,74	6,26	6,29	5,53	5,45	5,82	5,55
Ago	6,77	6,27	6,34	5,49	5,45	5,60	5,56
Sep	6,92	6,34	6,37	5,64	5,62	5,84	5,63
Oct	6,89	6,52	6,35	5,57	5,59	5,75	5,07
Nov	6,67	6,04	6,10	5,41	4,86	5,02	4,96
Dic	6,26	5,38	5,78	5,32	4,29	4,50	4,76
2009 Ene	5,72	4,73	5,45	5,21	3,51	3,96	4,58

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 han asignado 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 relativo al sector hogares.

4) La tasa anual equivalente cubre el coste total de un préstamo. El coste total comprende un componente de tipo de interés y un componente de comisiones (relacionadas con la operación del préstamo), que se derivan de los costes de información, de preparación de documentos, avales, etc.

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 (en porcentaje; saldos vivos 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
2008 Feb	1,21	3,99	3,11	2,65	3,77	2,01	4,23	4,24	3,97
Mar	1,22	4,01	3,07	2,69	3,78	2,03	4,29	4,23	3,96
Abr	1,22	4,07	3,07	2,72	3,81	2,05	4,37	4,29	3,91
May	1,23	4,13	3,06	2,73	3,84	2,07	4,43	4,26	4,04
Jun	1,24	4,20	3,08	2,74	3,88	2,06	4,47	4,31	4,12
Jul	1,26	4,31	3,07	2,81	3,94	2,14	4,59	4,39	4,24
Ago	1,29	4,38	3,09	2,87	3,98	2,17	4,65	4,38	4,23
Sep	1,32	4,45	3,11	2,97	4,01	2,20	4,73	4,44	4,32
Oct	1,34	4,54	3,08	3,01	4,12	2,20	4,68	4,45	4,06
Nov	1,29	4,51	3,12	3,02	4,20	1,98	4,44	4,40	3,95
Dic	1,16	4,40	3,07	2,95	4,17	1,62	4,01	4,30	3,56
2009 Ene	1,02	4,15	3,10	2,88	4,08	1,28	3,49	4,03	3,04

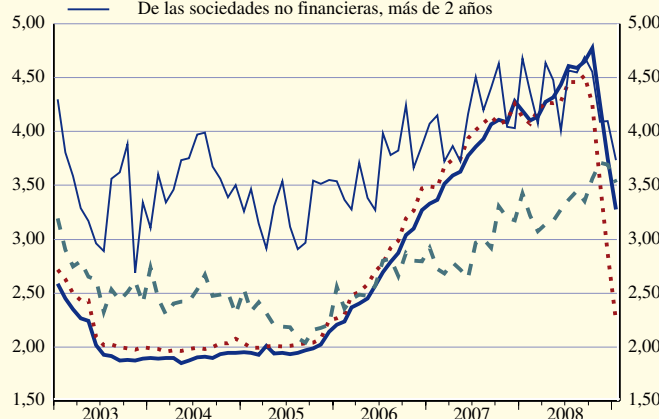
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	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
2008 Feb	5,60	4,82	5,03	9,05	7,21	6,26	5,99	5,52	5,30
Mar	5,61	4,80	5,02	9,06	7,19	6,25	5,99	5,51	5,27
Abr	5,59	4,85	5,03	9,07	7,22	6,28	6,04	5,54	5,29
May	5,62	4,85	5,05	9,08	7,22	6,27	6,09	5,59	5,32
Jun	5,68	4,89	5,07	9,11	7,29	6,35	6,18	5,68	5,39
Jul	5,72	4,93	5,11	9,19	7,34	6,37	6,25	5,76	5,44
Ago	5,78	4,95	5,11	9,26	7,38	6,41	6,28	5,79	5,46
Sep	5,77	5,03	5,14	9,38	7,47	6,47	6,40	5,90	5,54
Oct	5,78	5,06	5,17	9,45	7,48	6,48	6,43	5,99	5,58
Nov	5,71	5,01	5,16	9,24	7,48	6,47	6,17	5,81	5,51
Dic	5,50	4,89	5,08	9,01	7,38	6,38	5,72	5,42	5,27
2009 Ene	5,23	4,75	4,96	8,72	7,16	6,23	5,11	4,89	4,89

C22 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

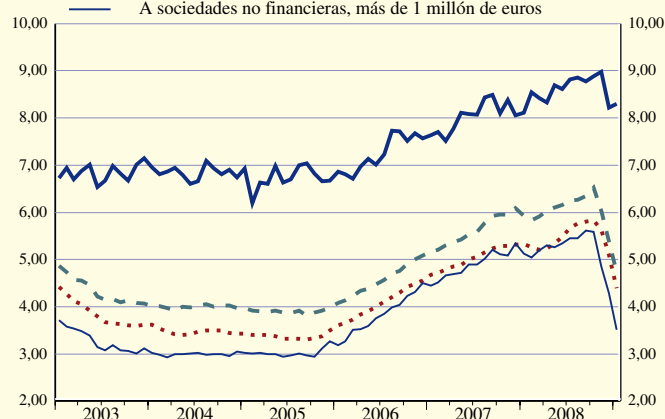
- De los hogares, hasta 1 año
- De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- De los hogares, más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



C23 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.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

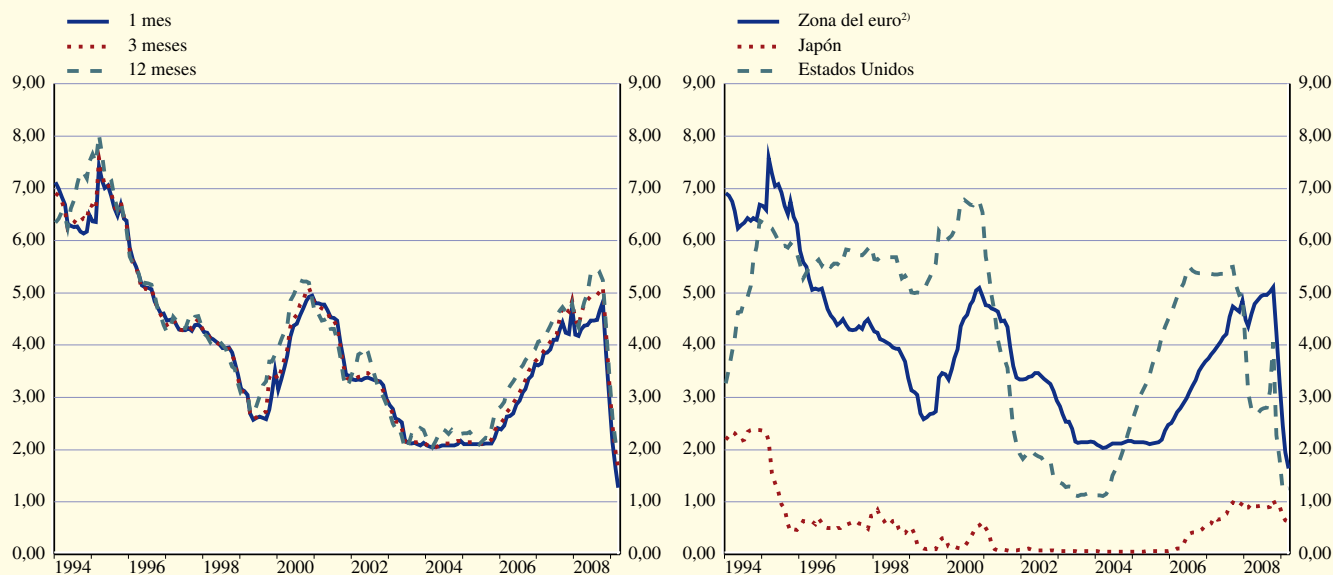
	Zona del euro ^{1,2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,20	0,30
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
2008 I	4,05	4,23	4,48	4,48	4,48	3,29	0,92
II	4,00	4,41	4,86	4,93	5,05	2,75	0,92
III	4,25	4,54	4,98	5,18	5,37	2,91	0,90
IV	3,17	3,92	4,24	4,31	4,38	2,77	0,96
2009 I	1,37	1,67	2,01	2,11	2,22	1,24	0,67
2008 Mar	4,09	4,30	4,60	4,59	4,59	2,78	0,97
Abr	3,99	4,37	4,78	4,80	4,82	2,79	0,92
May	4,01	4,39	4,86	4,90	4,99	2,69	0,92
Jun	4,01	4,47	4,94	5,09	5,36	2,77	0,92
Jul	4,19	4,47	4,96	5,15	5,39	2,79	0,92
Ago	4,30	4,49	4,97	5,16	5,32	2,81	0,89
Sep	4,27	4,66	5,02	5,22	5,38	3,12	0,91
Oct	3,82	4,83	5,11	5,18	5,25	4,06	1,04
Nov	3,15	3,84	4,24	4,29	4,35	2,28	0,91
Dic	2,49	2,99	3,29	3,37	3,45	1,83	0,92
2009 Ene	1,81	2,14	2,46	2,54	2,62	1,21	0,73
Feb	1,26	1,63	1,94	2,03	2,14	1,24	0,64
Mar	1,06	1,27	1,64	1,77	1,91	1,27	0,62

C24 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro²⁾

(mensuales; en porcentaje)

C25 Tipos a tres meses del mercado monetario

(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. Véanse las Notas Generales, para más información.

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.

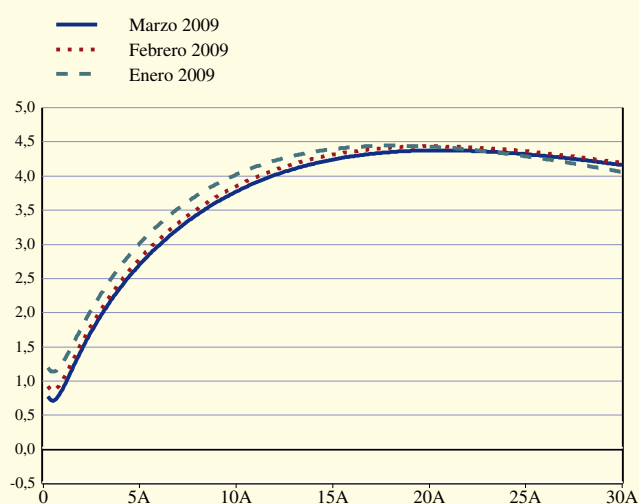
4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro¹⁾

(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
2006 Dic	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007 Ene	3,54	3,84	3,92	3,96	4,00	4,06	0,53	0,15	4,01	3,97	4,05	4,25
Feb	3,63	3,79	3,80	3,81	3,85	3,92	0,29	0,12	3,85	3,77	3,90	4,13
Mar	3,70	3,92	3,95	3,93	3,96	4,02	0,33	0,08	4,03	3,93	3,97	4,25
Abr	3,81	4,01	4,06	4,06	4,08	4,13	0,32	0,07	4,14	4,08	4,08	4,33
May	3,86	4,21	4,31	4,32	4,33	4,37	0,51	0,06	4,44	4,37	4,33	4,51
Jun	3,90	4,26	4,38	4,43	4,46	4,51	0,61	0,13	4,51	4,48	4,49	4,68
Jul	3,98	4,23	4,28	4,28	4,30	4,36	0,38	0,08	4,36	4,28	4,32	4,53
Ago	3,86	3,98	4,03	4,12	4,20	4,32	0,47	0,29	4,07	4,09	4,32	4,67
Sep	3,80	3,96	4,03	4,15	4,25	4,38	0,57	0,35	4,08	4,13	4,39	4,75
Oct	3,87	4,01	4,06	4,10	4,17	4,29	0,42	0,23	4,11	4,08	4,25	4,63
Nov	3,86	3,84	3,82	3,91	4,03	4,21	0,35	0,39	3,81	3,80	4,19	4,76
Dic	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 Ene	3,81	3,55	3,42	3,59	3,79	4,05	0,24	0,62	3,32	3,34	4,08	4,80
Feb	3,83	3,42	3,20	3,43	3,72	4,06	0,23	0,86	3,04	3,03	4,16	4,99
Mar	3,87	3,70	3,60	3,70	3,87	4,13	0,26	0,54	3,53	3,49	4,10	4,91
Abr	3,90	3,89	3,86	3,95	4,10	4,32	0,42	0,46	3,86	3,81	4,29	4,95
May	3,88	4,20	4,28	4,27	4,35	4,52	0,64	0,24	4,41	4,29	4,40	5,03
Jun	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
Jul	4,20	4,31	4,31	4,31	4,39	4,53	0,33	0,21	4,36	4,27	4,46	4,93
Ago	4,24	4,20	4,13	4,11	4,19	4,34	0,10	0,21	4,13	4,02	4,26	4,82
Sep	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
Oct	2,52	2,86	2,68	3,58	3,95	4,25	1,74	1,58	2,27	2,99	4,80	4,97
Nov	2,00	2,10	2,38	3,16	3,49	3,77	1,78	1,40	2,33	2,97	4,16	4,48
Dic	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 Ene	1,19	1,27	1,79	3,02	3,53	4,02	2,83	2,24	1,70	2,85	4,53	5,26
Feb	0,93	1,01	1,56	2,79	3,31	3,85	2,93	2,30	1,48	2,64	4,32	5,25
Mar	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19

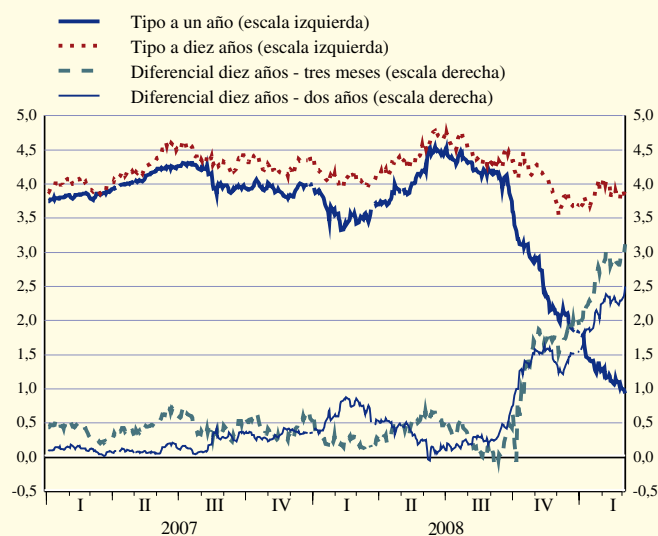
C26 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)



C27 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro

(datos diarios; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)



Fuente: BCE, los datos utilizados han sido proporcionados por EuroMTS y las calificaciones crediticias por 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.

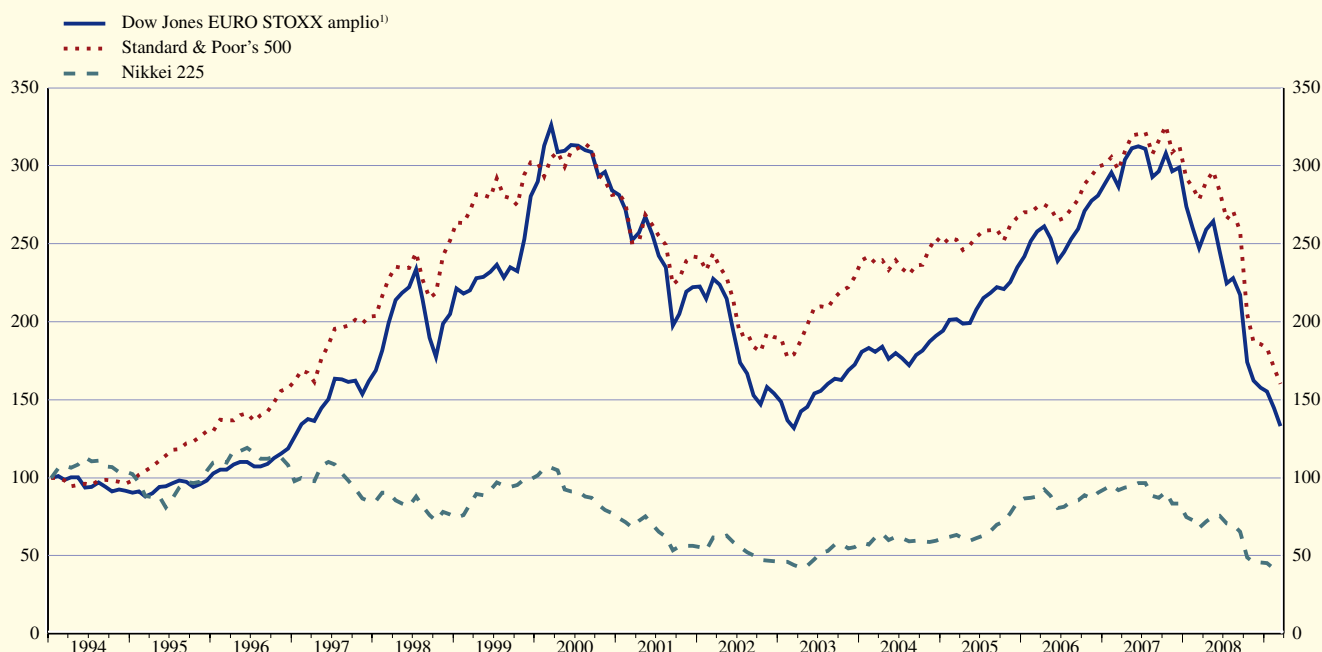
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
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
2008 I	361,8	3.809,4	520,9	194,0	327,1	412,0	318,1	413,3	339,2	573,3	490,1	454,4	1.351,7	13.372,6
II	355,9	3.705,6	576,2	185,0	317,8	442,8	313,7	408,2	306,5	557,1	437,7	427,1	1.371,7	13.818,3
III	309,7	3.278,8	506,0	162,2	282,2	382,8	260,5	345,7	285,6	494,8	412,4	407,4	1.252,7	12.758,7
IV	228,7	2.497,7	320,7	136,5	236,9	287,6	169,3	238,1	200,0	384,7	387,0	358,1	910,9	8.700,4
2009 I	200,2	2.166,4	293,6	131,6	207,9	272,5	126,3	223,0	175,7	340,6	367,2	345,7	810,1	7.968,8
2008 Mar	342,9	3.587,3	511,4	184,7	317,6	395,2	300,8	394,7	308,9	540,2	444,9	414,1	1.317,5	12.586,6
Abr	359,6	3.768,1	553,9	189,3	324,6	423,2	326,5	406,2	312,8	550,2	449,3	429,6	1.370,5	13.382,1
May	367,1	3.812,8	588,9	189,2	328,2	462,5	325,8	424,3	313,2	567,2	447,5	436,3	1.402,0	14.000,2
Jun	340,2	3.527,8	586,2	176,1	299,6	442,6	287,6	393,5	292,8	553,8	415,3	414,7	1.341,3	14.084,6
Jul	311,9	3.298,7	529,0	158,2	272,7	401,5	260,0	348,6	281,7	513,7	412,7	418,1	1.257,6	13.153,0
Ago	316,1	3.346,0	513,7	167,1	287,0	388,1	266,0	356,6	304,4	504,4	411,2	403,0	1.281,5	12.989,4
Sep	301,3	3.193,7	474,6	161,8	287,4	358,2	255,8	332,2	271,8	465,8	413,2	400,6	1.220,0	12.126,2
Oct	241,5	2.627,3	342,1	135,6	249,1	287,9	195,0	245,1	212,8	392,4	378,2	363,7	968,8	9.080,5
Nov	225,0	2.452,9	315,2	136,2	237,6	294,8	159,0	229,5	197,7	393,6	386,0	361,7	883,3	8.502,7
Dic	219,0	2.407,0	304,0	137,8	224,2	281,0	152,5	238,7	189,4	369,2	396,6	349,4	877,2	8.492,1
2009 Ene	215,5	2.344,9	309,7	136,8	220,8	280,5	143,4	236,4	188,1	376,5	384,1	364,8	866,6	8.402,5
Feb	200,4	2.159,8	299,2	132,7	208,0	280,9	123,3	226,1	175,7	341,0	361,7	354,1	806,3	7.707,3
Mar	184,6	1.993,9	272,5	125,3	194,9	256,9	111,8	206,8	163,5	304,2	355,2	319,1	757,1	7.772,8

C28 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 consumo¹⁾

	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	Total, excl. alimentos no elaborados y energía										
% del total ³⁾	100,0	100,0	83,0	58,6	41,4	100,0	11,9	7,5	29,7	9,6	41,4	89,3	10,7
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,3	3,0
2007 IV	105,7	2,9	2,3	3,2	2,5	1,0	2,6	1,3	0,2	2,9	0,6	3,0	1,9
2008 I	106,4	3,4	2,5	3,9	2,6	1,0	2,1	0,7	0,2	3,4	0,7	3,5	2,5
II	108,1	3,6	2,5	4,5	2,4	1,1	1,1	1,0	0,2	6,0	0,6	3,7	2,8
III	108,4	3,8	2,5	4,7	2,6	0,7	0,9	0,9	0,2	2,1	0,7	3,9	3,3
IV	108,2	2,3	2,2	2,1	2,6	-0,6	0,2	0,4	0,3	-8,7	0,6	2,1	3,4
2008 Oct	108,6	3,2	2,4	3,5	2,6	-0,1	0,1	0,4	0,1	-2,9	0,2	3,1	3,4
Nov	108,0	2,1	2,2	1,8	2,6	-0,4	0,0	-0,1	0,0	-4,9	0,2	2,0	3,4
Dic	107,9	1,6	2,1	0,9	2,6	-0,4	0,0	0,2	0,0	-4,7	0,2	1,4	3,4
2009 Ene	107,0	1,1	1,8	0,2	2,4	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,9	2,9
Feb	107,4	1,2	1,7	0,3	2,4	0,2	-0,1	0,5	0,1	0,5	0,2	1,0	2,9
Mar ⁴⁾	.	0,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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⁾	19,3	11,9	7,5	39,3	29,7	9,6	10,1	6,0	6,3	3,2	14,9	6,8
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2007 IV	3,9	4,5	3,1	2,8	1,0	8,1	2,7	2,0	2,6	-2,1	3,0	3,2
2008 I	5,2	6,4	3,5	3,2	0,8	10,7	2,5	1,9	3,1	-2,5	3,2	3,2
II	5,7	6,9	3,7	3,9	0,8	13,6	2,3	1,9	3,6	-1,8	3,0	2,2
III	5,6	6,7	3,9	4,2	0,7	15,1	2,3	1,9	4,4	-2,4	3,4	2,3
IV	3,8	4,3	3,0	1,2	0,9	2,1	2,2	1,9	4,5	-2,0	3,3	2,2
2008 Sep	5,2	6,2	3,6	4,0	0,9	13,5	2,3	1,9	4,5	-2,6	3,3	2,3
Oct	4,4	5,1	3,4	3,1	1,0	9,6	2,3	1,9	4,6	-2,2	3,3	2,3
Nov	3,7	4,2	2,8	0,8	0,9	0,7	2,2	1,8	4,4	-2,1	3,4	2,2
Dic	3,3	3,5	2,8	-0,3	0,8	-3,7	2,2	1,8	4,5	-1,8	3,2	2,1
2009 Ene	2,7	2,7	2,6	-1,0	0,5	-5,3	2,0	1,7	3,9	-1,9	3,1	2,2
Feb	2,5	2,0	3,3	-0,7	0,7	-4,9	2,0	1,8	3,9	-1,4	3,0	2,1

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://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.
- En el año 2009.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales que abarcan normalmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre el precio 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 residenciales¹⁾

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ²⁾	Precios de los inmuebles residenciales ³⁾
	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 ⁴⁾	100,0	100,0	83,2	75,3	30,0	20,3	24,9	3,0	21,9	24,7		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	100,0	4,1	3,3	1,8	2,9	1,2	1,1	1,4	0,9	13,9	2,8	7,6
2006	105,1	5,1	3,5	2,8	4,6	1,6	1,7	1,6	1,5	12,8	4,1	6,5
2007	107,9	2,7	3,1	3,2	4,6	2,2	2,3	2,2	2,2	1,2	4,0	4,4
2008	114,3	5,9	4,8	3,5	4,1	2,1	3,9	2,7	4,1	13,5	-	.
2007 IV	109,9	4,1	4,7	3,3	3,8	1,9	3,8	2,6	4,1	6,7	3,3	3,9 ⁵⁾
2008 I	111,9	5,3	5,5	3,6	4,0	1,6	4,7	2,9	5,0	11,0	3,1	-
II	114,7	6,8	6,4	3,8	4,1	1,9	4,9	2,7	5,2	16,6	4,0	2,7 ⁵⁾
III	117,1	8,2	6,7	4,3	5,7	2,3	4,2	2,6	4,4	20,7	5,5	-
IV	113,6	3,3	0,7	2,4	2,7	2,4	2,0	2,6	1,9	6,0	.	.
2008 Ago	116,9	8,2	6,7	4,3	5,6	2,4	4,2	2,5	4,5	20,6	-	-
Sep	116,7	7,6	5,8	4,1	5,7	2,3	3,7	2,6	3,9	18,4	-	-
Oct	115,7	6,0	3,5	3,3	4,3	2,7	2,8	2,6	2,9	13,8	-	-
Nov	113,3	2,9	0,3	2,3	2,6	2,6	1,9	2,6	1,8	4,3	-	-
Dic	111,7	1,2	-1,7	1,4	1,2	2,0	1,3	2,5	1,1	0,1	-	-
2009 Ene	110,5	-0,6	-2,9	-0,1	-1,3	1,8	0,2	2,0	-0,1	-2,7	-	-

3. Precios de las materias primas y deflatores del producto interior bruto¹⁾

	Precios del petróleo ⁶⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Deflatores del PIB							
		Ponderados ⁷⁾ por las importaciones			Ponderados ⁸⁾ por el destino			Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna				Expor- taciones ⁹⁾	Impor- taciones ⁹⁾
		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	44,3	55,7								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2005	44,6	11,9	0,9	17,9	9,0	2,5	14,4	111,6	2,0	2,3	2,1	2,4	2,5	2,4	3,3
2006	52,9	27,5	5,8	37,6	24,4	5,9	38,1	113,8	2,0	2,4	2,2	2,1	3,0	2,7	3,9
2007	52,8	7,5	14,3	5,0	5,1	9,4	2,7	116,4	2,3	2,2	2,2	1,7	2,7	1,5	1,3
2008	65,9	2,0	18,1	-4,3	-1,7	9,6	-8,5	119,0	2,2	2,8	2,9	2,7	2,4	2,1	3,6
2008 I	64,2	8,4	36,4	-1,3	7,2	31,6	-5,8	117,9	2,1	2,9	3,0	2,4	2,3	2,3	4,3
II	78,5	2,5	32,4	-7,5	-0,3	20,3	-11,1	118,8	2,2	3,2	3,3	3,4	2,4	2,3	4,6
III	77,6	6,7	16,2	2,8	0,5	4,3	-1,9	119,4	2,2	3,2	3,5	2,7	2,9	2,9	5,3
IV	43,5	-10,2	-8,0	-11,2	-14,6	-13,0	-15,8	120,0	2,4	2,1	2,0	2,3	2,0	1,0	0,2
2009 I	35,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 Oct	55,2	-6,4	-5,0	-7,0	-11,8	-12,6	-11,1	-	-	-	-	-	-	-	-
Nov	43,1	-7,0	-4,4	-8,3	-10,7	-7,4	-13,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Dic	32,1	-17,3	-14,4	-18,7	-21,5	-18,7	-23,7	-	-	-	-	-	-	-	-
2009 Ene	34,3	-21,2	-10,8	-26,0	-22,4	-13,6	-28,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Feb	34,6	-24,2	-17,5	-27,4	-26,3	-21,0	-30,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Mar	36,5	.	.	.	.	.	.	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 7 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 8-15 del cuadro 3 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream (columna 1 del cuadro 3 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 2-7 del cuadro 3 de la sección 5.1).

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.

3) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

4) En el año 2005.

5) Los datos trimestrales para el segundo (cuarto) trimestre se refieren a las medidas semestrales de la primera (segunda) mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales sólo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semianuales es menor que la de los datos anuales.

6) Brent (para entrega en un mes).

7) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.

8) 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 la dirección del BCE en Internet).

9) Los deflatores de las importaciones y la exportaciones se refieren a bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

4. Costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad del trabajo¹⁾

(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 ²⁾								
2005	109,0	1,2	8,7	-1,1	2,9	1,4	2,0	2,0
2006	110,0	0,9	3,2	-0,6	3,4	0,1	2,5	2,1
2007	111,8	1,7	1,0	-0,5	4,0	1,4	2,8	2,1
2008	115,4	3,2	.	.	.	.	.	.
2007 IV	113,0	2,5	0,7	0,0	4,1	2,8	3,3	2,8
2008 I	113,5	2,5	-0,3	1,1	1,3	2,5	3,5	3,1
II	114,8	2,9	-2,2	1,6	1,3	3,3	2,5	4,5
III	115,7	3,4	-1,5	4,3	1,7	4,9	3,0	2,8
IV	117,9	4,3	.	.	.	.	.	.
Remuneración por asalariado								
2005	112,3	2,0	2,4	1,8	2,0	2,1	2,4	1,9
2006	114,8	2,2	3,4	3,5	3,5	1,4	2,3	1,5
2007	117,7	2,5	2,7	2,9	2,9	2,2	2,4	2,4
2008	121,5	3,2	.	.	.	.	.	.
2007 IV	119,2	3,0	2,5	3,2	3,2	2,3	2,7	3,3
2008 I	120,1	3,1	2,6	3,5	3,7	2,5	2,4	3,4
II	121,1	3,2	2,2	2,7	4,6	2,4	2,1	4,4
III	121,9	3,5	2,7	3,2	5,2	4,1	2,6	3,3
IV	122,8	3,0	.	.	.	.	.	.
Productividad del trabajo ³⁾								
2005	103,1	0,8	-5,8	2,9	-0,8	0,7	0,3	-0,1
2006	104,4	1,3	0,2	4,2	0,1	1,4	-0,1	-0,6
2007	105,3	0,8	1,7	3,4	-1,0	0,7	-0,4	0,3
2008	105,3	0,0	.	.	.	.	.	.
2007 IV	105,5	0,4	1,8	3,2	-0,8	-0,5	-0,6	0,5
2008 I	105,8	0,6	2,9	2,4	2,4	0,0	-1,1	0,4
II	105,5	0,3	4,4	1,1	3,3	-0,8	-0,4	-0,1
III	105,4	0,0	4,3	-1,0	3,4	-0,8	-0,4	0,5
IV	104,1	-1,3	.	.	.	.	.	.

5. Costes laborales por hora^{1), 4)}

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁵⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁶⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	116,5	2,4	2,5	2,2	2,4	2,1	2,5	2,1
2006	119,4	2,5	2,6	2,1	3,4	1,6	2,1	2,3
2007	122,5	2,7	2,8	2,3	2,6	3,1	2,6	2,1
2008	126,8	3,5	3,6	3,4	4,1	4,6	3,1	3,2
2007 IV	123,8	3,0	3,2	2,3	3,1	4,0	2,8	2,1
2008 I	124,8	3,5	3,7	3,1	4,3	4,2	3,0	2,8
II	125,9	2,6	2,7	2,4	2,7	4,0	2,4	2,9
III	127,4	4,2	4,2	4,3	3,8	5,0	4,3	3,4
IV	128,9	3,8	3,9	3,6	5,4	5,1	2,6	3,6

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1 y columna 7 del cuadro 5 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5 de la sección 5.1).

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por el valor añadido (en términos reales) por ocupado.

3) Valor añadido (en términos reales) por ocupado.

4) 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 las estimaciones de los datos de los componentes no concuerdan con el total.

5) Datos experimentales. Para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

6) En el año 2000.

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto¹⁾

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ²⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ³⁾	Total	Exportaciones ²⁾	Importaciones ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)									
2005	8.143,8	8.022,7	4.668,4	1.664,9	1.684,2	5,2	121,1	3.113,3	2.992,2
2006	8.558,4	8.455,5	4.871,9	1.732,5	1.837,0	14,2	102,8	3.473,1	3.370,3
2007	8.995,5	8.856,8	5.062,4	1.800,6	1.969,8	24,0	138,7	3.740,4	3.601,6
2008	9.269,2	9.177,4	5.240,6	1.887,9	2.022,0	27,0	91,7	3.883,9	3.792,2
2007 IV	2.279,4	2.247,6	1.288,3	456,9	501,8	0,7	31,8	956,4	924,6
2008 I	2.309,8	2.277,6	1.299,8	461,7	511,5	4,6	32,2	982,3	950,1
II	2.323,3	2.292,2	1.308,8	473,0	509,9	0,5	31,1	988,6	957,5
III	2.329,6	2.315,9	1.321,6	474,9	510,8	8,6	13,7	996,3	982,6
IV	2.306,4	2.291,7	1.310,3	478,3	489,9	13,3	14,7	916,7	902,0
en porcentaje del PIB									
2008	100,0	99,0	56,5	20,4	21,8	0,3	1,0	-	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ⁴⁾									
tasas de variación intertrimestral									
2007 IV	0,4	0,1	0,3	0,2	0,9	-	-	0,8	0,1
2008 I	0,7	0,5	0,1	0,5	1,2	-	-	1,6	1,2
II	-0,2	-0,4	-0,3	0,9	-1,2	-	-	-0,1	-0,5
III	-0,2	0,3	0,2	0,8	-0,6	-	-	-0,1	1,3
IV	-1,5	-0,7	-0,3	0,1	-3,7	-	-	-6,4	-4,7
tasas de variación interanual									
2005	1,7	1,9	1,8	1,5	3,3	-	-	5,0	5,7
2006	2,9	2,8	2,0	1,9	5,6	-	-	8,4	8,3
2007	2,7	2,4	1,6	2,2	4,4	-	-	6,0	5,4
2008	0,8	0,8	0,5	2,0	0,0	-	-	1,4	1,4
2007 IV	2,2	2,0	1,4	2,1	3,2	-	-	4,2	3,7
2008 I	2,2	1,6	1,5	1,4	3,2	-	-	5,4	4,1
II	1,5	0,9	0,6	2,1	1,8	-	-	4,1	2,8
III	0,6	0,5	0,3	2,3	0,2	-	-	2,2	2,1
IV	-1,3	-0,2	-0,3	2,3	-4,3	-	-	-5,2	-2,8
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales									
2007 IV	0,4	0,1	0,2	0,0	0,2	-0,3	0,3	-	-
2008 I	0,7	0,5	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	-	-
II	-0,2	-0,4	-0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,1	-	-
III	-0,2	0,3	0,1	0,2	-0,1	0,2	-0,6	-	-
IV	-1,5	-0,7	-0,2	0,0	-0,8	0,3	-0,8	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales									
2005	1,7	1,9	1,0	0,3	0,7	-0,2	-0,1	-	-
2006	2,9	2,7	1,1	0,4	1,2	0,1	0,2	-	-
2007	2,7	2,4	0,9	0,4	0,9	0,1	0,3	-	-
2008	0,8	0,8	0,3	0,4	0,0	0,1	0,0	-	-
2007 IV	2,2	2,0	0,8	0,4	0,7	0,1	0,2	-	-
2008 I	2,2	1,6	0,9	0,3	0,7	-0,3	0,6	-	-
II	1,5	0,9	0,4	0,4	0,4	-0,3	0,6	-	-
III	0,6	0,5	0,2	0,5	0,1	-0,1	0,1	-	-
IV	-1,3	-0,2	-0,2	0,5	-1,0	0,5	-1,1	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no son totalmente homogéneos con el cuadro 7.1.2 y 7.3.1.

3) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

4) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad¹⁾

	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)								
2005	7.299,0	144,1	1.482,4	441,6	1.539,8	2.021,8	1.669,3	844,9
2006	7.643,9	141,6	1.557,8	478,9	1.603,5	2.137,7	1.724,4	914,5
2007	8.037,5	151,6	1.642,7	517,5	1.668,7	2.260,7	1.796,3	958,0
2008	8.316,5	153,9	1.663,9	547,1	1.717,9	2.366,9	1.866,8	952,7
2007 IV	2.041,6	39,2	416,3	132,6	422,3	575,3	455,9	237,9
2008 I	2.068,5	39,6	423,4	136,9	427,8	582,8	458,0	241,3
II	2.085,5	38,9	424,5	137,0	428,2	590,0	466,9	237,8
III	2.090,6	38,5	419,0	137,8	432,0	595,7	467,7	239,0
IV	2.071,8	36,9	397,0	135,3	430,0	598,4	474,3	234,6
en porcentaje del valor añadido								
2008	100,0	1,9	20,0	6,6	20,7	28,5	22,4	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ²⁾								
tasas de variación intertrimestral								
2007 IV	0,5	1,3	0,6	0,9	0,3	0,7	0,4	-0,7
2008 I	0,6	1,9	0,3	2,6	0,6	0,7	0,1	1,6
II	-0,1	0,0	-0,7	-1,8	-0,5	0,5	0,4	-1,2
III	-0,3	-0,4	-1,4	-1,3	-0,2	0,1	0,5	0,1
IV	-1,5	0,0	-5,4	-1,8	-1,4	-0,4	0,5	-1,5
tasas de variación interanual								
2005	1,7	-6,4	1,8	1,8	1,4	2,8	1,4	1,8
2006	2,9	-1,8	3,9	2,8	3,1	3,7	1,3	3,3
2007	2,9	0,4	3,7	3,0	2,7	3,7	1,7	0,7
2008	0,9	2,1	-0,8	0,7	0,5	2,1	1,4	0,0
2007 IV	2,5	0,4	3,4	1,4	1,8	3,4	1,8	-0,7
2008 I	2,4	1,6	2,8	2,8	2,4	2,9	1,3	0,5
II	1,6	2,4	1,2	1,6	0,9	2,6	1,3	0,4
III	0,7	2,8	-1,2	0,4	0,2	1,9	1,5	-0,2
IV	-1,3	1,5	-7,1	-2,3	-1,5	0,9	1,6	-1,0
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales								
2007 IV	0,5	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2008 I	0,6	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-
II	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-
III	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
IV	-1,5	0,0	-1,1	-0,1	-0,3	-0,1	0,1	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales								
2005	1,7	-0,1	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	-
2006	2,9	0,0	0,8	0,2	0,7	1,0	0,3	-
2007	2,9	0,0	0,8	0,2	0,6	1,0	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,6	0,3	-
2007 IV	2,5	0,0	0,7	0,1	0,4	1,0	0,4	-
2008 I	2,4	0,0	0,6	0,2	0,5	0,8	0,3	-
II	1,6	0,0	0,3	0,1	0,2	0,7	0,3	-
III	0,7	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,5	0,3	-
IV	-1,3	0,0	-1,5	-0,1	-0,3	0,2	0,4	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial¹⁾

	Total	Industria, excluida construcción										Construcción
		Total [índice (d.) 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 ²⁾	100,0	75,0	75,0	67,4	66,8	27,6	21,6	17,6	2,6	15,0	8,2	25,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	4,1	104,3	4,3	4,7	4,3	4,9	5,9	3,0	4,7	2,9	0,3	3,7
2007	3,4	108,3	3,9	4,2	3,7	3,8	6,7	2,6	1,8	2,8	-1,0	1,9
2008	-2,2	106,4	-1,8	-1,9	-2,4	-3,3	-0,4	-1,6	-5,2	-0,9	-0,2	-4,2
2008 I	2,2	111,2	2,7	2,6	1,6	1,8	5,1	0,9	-1,0	1,2	3,5	0,0
II	0,0	108,7	1,0	1,0	0,7	0,2	3,4	-0,9	-1,9	-0,7	1,0	-3,8
III	-2,2	106,0	-1,5	-1,5	-2,1	-1,8	-0,7	-2,1	-6,8	-1,4	-0,4	-4,7
IV	-8,7	99,6	-9,0	-9,3	-9,5	-13,5	-8,8	-4,0	-10,9	-2,7	-4,4	-7,8
2008 Ago	-1,4	106,8	-0,9	-0,8	-1,6	0,0	0,6	-3,2	-6,3	-2,9	-0,2	-3,5
Sep	-3,2	104,5	-2,4	-2,5	-3,0	-3,7	-1,5	-2,4	-7,4	-1,6	-0,5	-6,2
Oct	-5,8	102,4	-5,9	-6,0	-6,1	-8,0	-5,8	-3,6	-8,2	-2,6	-3,2	-5,6
Nov	-8,3	99,6	-9,1	-9,3	-9,5	-12,6	-8,9	-4,7	-11,5	-3,3	-5,3	-5,6
Dic	-12,4	96,8	-12,4	-13,2	-13,4	-21,4	-11,9	-3,9	-13,7	-2,1	-4,6	-12,8
2009 Ene	-15,6	93,7	-17,4	-19,1	.	-24,4	-21,6	-6,9	-17,7	-5,1	-2,9	-9,3
	tasas de variación intermensual (d.)											
2008 Ago	-0,1	-	0,1	0,2	0,4	0,1	1,4	-0,4	0,6	-0,5	1,1	-0,5
Sep	-1,8	-	-2,1	-2,4	-2,2	-3,5	-2,9	-0,9	-2,4	-0,5	-0,5	-1,3
Oct	-1,5	-	-2,1	-2,2	-1,9	-3,1	-2,6	-0,3	-1,1	0,1	-1,3	-0,2
Nov	-2,6	-	-2,7	-2,8	-2,8	-4,0	-3,3	-0,8	-3,7	-0,5	-2,3	-1,3
Dic	-3,1	-	-2,8	-3,2	-3,1	-6,6	-2,6	-0,2	-2,6	0,1	0,5	-2,7
2009 Ene	-1,9	-	-3,2	-3,7	.	-2,5	-6,0	-1,1	-2,2	-1,0	-1,5	1,4

4. Nuevos pedidos, cifra de negocios, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles¹⁾

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor, excluido combustible para vehículos de motor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ³⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ⁴⁾	Total
	Total [índice (d.) 2005=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2005=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios					
								Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar				
% del total ²⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,3	56,7	10,1	13,6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006	110,3	10,0	119,6	7,8	2,9	108,5	2,0	0,8	3,0	2,6	4,6	978	3,3
2007	119,3	8,4	127,0	6,3	2,4	109,5	1,2	-0,1	2,1	3,2	1,5	970	-0,9
2008	112,7	-5,1	128,7	1,7	1,7	108,0	-1,0	-1,3	-0,7	-2,1	-2,6	892	-8,0
2008 I	122,0	3,3	132,6	4,4	3,2	103,4	0,8	0,9	0,8	-0,9	-1,4	949	-1,3
II	118,8	0,1	132,5	6,3	2,0	102,3	-1,2	-1,8	-0,8	-2,2	-2,2	907	-4,8
III	115,3	-1,4	130,6	3,9	2,3	102,3	-1,2	-1,7	-0,8	-1,5	-3,4	891	-8,8
IV	94,8	-21,8	119,2	-7,4	-0,4	101,3	-2,1	-2,4	-1,9	-3,6	-3,3	821	-18,5
2008 Sep	111,6	-1,5	128,2	6,7	2,5	102,4	-0,9	-1,8	-0,2	-1,0	-3,0	867	-11,4
Oct	103,8	-14,9	124,8	-2,8	0,6	101,4	-2,0	-2,1	-2,1	-2,9	-4,0	839	-14,4
Nov	94,0	-27,0	120,3	-11,8	-0,6	101,2	-2,5	-2,7	-2,2	-3,5	-4,5	810	-18,2
Dic	86,5	-23,8	112,6	-7,7	-1,1	101,3	-1,8	-2,3	-1,5	-4,1	-1,8	814	-23,2
2009 Ene	83,6	-34,1	.	.	.	101,0	-2,1	-2,2	-2,2	.	.	779	-20,5
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	841	-12,7
	tasas de variación intermensual (d.)												
2008 Oct	-	-7,0	-	-2,7	-1,0	-	-0,9	-0,8	-1,0	-3,1	-0,6	-	-3,2
Nov	-	-9,4	-	-3,6	-0,3	-	-0,2	-0,6	0,0	-0,8	-1,1	-	-3,5
Dic	-	-8,0	-	-6,4	-0,5	-	0,0	-0,1	-0,1	-0,6	1,2	-	0,5
2009 Ene	-	-3,4	-	.	.	-	-0,3	-0,7	0,1	.	.	-	-4,3
Feb	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	8,0

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 del cuadro 4 de la sección 5.2 (cálculos del BCE basados en datos de AEFA, Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) En el año 2005.

3) Incluye las industrias manufactureras que basan su producción principalmente en pedidos y que representan el 60,1% del total de las manufacturas en el año 2005.

4) 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

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Indicador de confianza de los consumidores					
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ³⁾	Total ⁴⁾	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
2005	98,2	-7	-16	11	6	81,1	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,8	2	0	6	13	83,1	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,9	4	5	5	13	84,1	-5	-2	-4	4	-8
2008	91,1	-9	-15	11	-2	81,9	-18	-10	-25	23	-14
2008 I	101,4	1	-1	7	10	83,8	-12	-7	-17	11	-12
II	97,5	-3	-6	9	7	83,3	-15	-10	-22	13	-14
III	89,9	-10	-15	12	-2	82,2	-19	-12	-28	22	-15
IV	75,8	-25	-36	18	-22	78,3	-26	-11	-34	44	-15
2009 I	65,7	-36	-56	20	-31	.	-32	-11	-41	62	-14
2008 Oct	81,6	-18	-26	15	-13	81,5	-24	-12	-33	34	-15
Nov	76,8	-25	-36	17	-22	-	-25	-11	-32	43	-15
Dic	68,9	-33	-47	22	-30	-	-30	-11	-39	55	-14
2009 Ene	67,2	-33	-49	20	-31	75,0	-31	-11	-38	58	-15
Feb	65,3	-36	-57	20	-32	-	-33	-12	-41	62	-15
Mar	64,6	-38	-61	21	-32	-	-34	-11	-44	66	-13

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁴⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁴⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2008	-14	-20	-7	-7	-6	16	1	2	-5	4	7
2008 I	-7	-13	-1	0	3	16	12	10	4	12	15
II	-10	-17	-3	-3	-1	16	7	8	3	9	13
III	-14	-21	-7	-9	-9	17	-1	1	-7	3	6
IV	-23	-31	-16	-15	-16	17	-13	-12	-20	-9	-6
2009 I	-31	-37	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18
2008 Oct	-20	-26	-13	-13	-14	17	-9	-7	-13	-4	-3
Nov	-23	-31	-15	-13	-11	15	-12	-12	-21	-8	-7
Dic	-27	-35	-19	-20	-23	19	-18	-17	-27	-15	-10
2009 Ene	-30	-35	-26	-20	-21	20	-18	-22	-32	-19	-15
Feb	-32	-37	-26	-19	-21	17	-20	-24	-33	-19	-19
Mar	-32	-38	-26	-18	-21	10	-22	-25	-34	-23	-19

Fuente: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%, el de confianza de los servicios del 30%, el de confianza de los consumidores del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2008.
- 3) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		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	85,0	15,0	3,9	17,2	7,8	25,5	15,7	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	141,863	1,0	1,1	0,4	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,5	1,5
2006	144,179	1,6	1,8	0,7	-1,9	-0,3	2,7	1,7	3,8	1,8
2007	146,830	1,8	2,0	0,9	-1,3	0,3	4,1	1,9	4,0	1,4
2008	148,027	0,8	1,0	-0,2	.	.	.	.	.	.
2007 IV	147,605	1,7	1,9	0,6	-1,6	0,1	2,4	2,3	3,9	1,4
2008 I	148,137	1,5	1,7	0,7	-1,1	0,3	0,4	2,4	4,0	0,8
II	148,262	1,1	1,4	-0,1	-1,9	0,1	-1,6	1,6	3,1	1,4
III	148,082	0,6	0,9	-0,9	-1,5	-0,1	-2,8	1,0	2,3	1,0
IV	147,628	0,0	0,1	-0,6	.	.	.	.	.	.
tasas de variación intertrimestral (d.)										
2007 IV	0,392	0,3	0,4	-0,7	-0,3	0,1	0,0	0,2	0,8	0,3
2008 I	0,532	0,4	0,3	0,5	0,6	0,2	0,1	0,5	1,1	-0,1
II	0,125	0,1	0,2	-0,3	-1,3	-0,1	-1,5	0,2	0,3	0,6
III	-0,180	-0,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,4	-1,5	0,1	0,1	0,1
IV	-0,454	-0,3	-0,3	-0,6	.	.	.	.	.	.

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		78,2		21,8		49,2		50,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	13,718	9,0	10,675	7,9	3,044	17,5	6,925	8,1	6,794	10,0
2006	12,875	8,3	10,053	7,3	2,822	16,4	6,397	7,5	6,478	9,4
2007	11,650	7,5	9,113	6,6	2,537	14,9	5,734	6,7	5,916	8,5
2008	11,891	7,5	9,281	6,6	2,611	15,3	6,007	6,9	5,884	8,3
2007 IV	11,445	7,3	8,929	6,4	2,515	14,7	5,653	6,5	5,791	8,2
2008 I	11,376	7,2	8,886	6,4	2,491	14,6	5,609	6,5	5,767	8,2
II	11,640	7,4	9,082	6,5	2,558	15,0	5,810	6,7	5,830	8,3
III	11,938	7,6	9,319	6,6	2,619	15,5	6,071	7,0	5,867	8,3
IV	12,611	8,0	9,836	7,0	2,775	16,3	6,537	7,5	6,074	8,5
2008 Sep	12,087	7,7	9,440	6,7	2,647	15,6	6,176	7,1	5,911	8,3
Oct	12,381	7,8	9,652	6,8	2,728	16,1	6,387	7,3	5,994	8,4
Nov	12,609	8,0	9,834	7,0	2,775	16,3	6,538	7,5	6,071	8,5
Dic	12,843	8,1	10,020	7,1	2,822	16,6	6,686	7,7	6,157	8,6
2009 Ene	13,167	8,3	10,290	7,3	2,877	16,9	6,899	7,9	6,268	8,8
Feb	13,486	8,5	10,528	7,4	2,958	17,3	7,106	8,1	6,379	8,9

Fuente: Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-16. Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

2) En el año 2007.

3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.

FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(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	Empleados		Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital		
		Hogares	Empresas											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,5	46,2	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,5	12,3	9,2	2,7	13,6	0,5	15,6	8,1	4,7	2,2	0,2	0,3	41,7
2002	45,2	44,9	11,8	9,1	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	8,8	2,3	13,5	0,4	15,8	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,2
2004	44,6	44,1	11,3	8,5	2,5	13,5	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	44,9	44,4	11,6	8,6	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,0
2006	45,5	45,1	12,1	8,8	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,6
2007	45,6	45,3	12,5	9,0	3,2	13,8	0,3	15,2	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,8

2. Zona del euro - empleos

	Total	Empleos corrientes								Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios ³⁾
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Pagadas por inst. de la UE	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,1	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2000	46,5	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,7	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,6
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	47,8	44,0	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	44,2	10,5	4,9	3,3	25,4	22,6	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,0	3,0	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,4
2006	46,8	42,9	10,2	5,0	2,9	24,8	22,1	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,2	42,4	10,0	5,0	3,0	24,4	21,7	1,6	0,4	3,9	2,5	1,3	0,0	43,3

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
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,6	19,9	10,6	4,8	4,9	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,5	3,9	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	2,0	19,8	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	8,1	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	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	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	5,2	1,9	2,2	8,1	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3
2007	-0,6	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,3	20,1	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,2

4. Países de la zona del euro - déficit (-)/superávit (+)⁵⁾

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2004	-0,2	-3,8	1,4	-7,5	-0,3	-3,6	-3,5	-4,1	-1,2	-4,7	-1,7	-4,4	-3,4	-2,2	-2,3	2,4
2005	-2,6	-3,3	1,7	-5,1	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	-0,1	-2,8	-0,3	-1,5	-6,1	-1,4	-2,8	2,9
2006	0,3	-1,5	3,0	-2,8	2,0	-2,4	-3,4	-1,2	1,3	-2,3	0,6	-1,5	-3,9	-1,2	-3,5	4,1
2007	-0,3	-0,2	0,2	-3,5	2,2	-2,7	-1,6	3,5	3,2	-1,8	0,3	-0,4	-2,6	0,5	-1,9	5,3

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-15. Los recursos, los empleos y los 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 (P.3) 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 Deuda¹⁾

(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
1998	72,9	2,8	15,2	5,3	49,6	52,5	26,5	14,5	11,4	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,3	50,5	48,8	25,4	13,8	9,7	23,2
2000	69,3	2,7	13,1	3,7	49,7	44,2	22,0	12,4	9,7	25,1
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,1	42,0	20,6	11,1	10,3	26,2
2002	68,1	2,7	11,8	4,5	49,0	40,1	19,4	10,7	10,1	27,9
2003	69,2	2,1	12,4	5,0	49,7	39,4	19,5	11,2	8,7	29,8
2004	69,6	2,2	12,0	5,0	50,5	37,5	18,4	10,8	8,2	32,1
2005	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3	35,4	17,2	11,2	7,0	34,8
2006	68,5	2,5	11,4	4,1	50,4	33,8	17,6	9,4	6,8	34,7
2007	66,3	2,2	10,8	4,3	49,0	32,6	17,0	8,7	6,9	33,7

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 ⁵⁾	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	72,9	61,2	6,1	5,2	0,3	8,2	64,7	8,0	15,5	26,3	31,0	71,1	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	7,0	13,6	27,8	30,7	70,0	2,0
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,8	6,3	13,4	27,8	28,1	67,5	1,8
2001	68,2	57,1	6,1	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,7	1,5
2002	68,1	56,7	6,3	4,7	0,4	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,3
2003	69,2	57,0	6,5	5,0	0,6	7,8	61,4	5,1	14,9	26,0	28,3	68,3	0,9
2004	69,6	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,8	14,9	26,2	28,5	68,7	0,9
2005	70,2	57,7	6,7	5,2	0,5	7,9	62,3	4,7	14,9	25,6	29,7	69,2	1,0
2006	68,5	56,0	6,5	5,4	0,5	7,5	61,0	4,5	14,5	24,1	29,9	67,8	0,7
2007	66,3	54,2	6,3	5,3	0,6	7,5	58,8	4,2	14,2	22,6	29,5	65,8	0,5

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
2004	94,3	65,6	29,4	98,6	46,2	64,9	103,8	70,2	6,3	72,1	52,4	64,8	58,3	27,2	41,4	44,1
2005	92,1	67,8	27,3	98,8	43,0	66,4	105,9	69,1	6,1	69,9	51,8	63,7	63,6	27,0	34,2	41,3
2006	87,8	67,6	24,7	95,9	39,6	63,6	106,9	64,6	6,6	63,8	47,4	62,0	64,7	26,7	30,4	39,2
2007	83,9	65,1	24,8	94,8	36,2	63,9	104,1	59,5	7,0	62,2	45,7	59,5	63,6	23,4	29,4	35,1

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- Los datos se refieren al Euro-15. 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.
- Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(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⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,6	-0,2	-0,2	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,8	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,7	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,8	3,9
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,1	1,2	-1,3	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,9	0,4	0,3	-0,2	0,7

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁽⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ⁽¹⁰⁾
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ⁽¹¹⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,0	0,4	0,3	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,8	-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	0,0	-0,3	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	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,2	0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,6	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-15 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.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 2001.
- 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 trimestrales¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
			Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad		Impuestos sobre el capital	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 III	43,5	43,1	11,2	12,8	15,5	1,9	0,7	0,4	0,3	39,7
IV	49,0	48,4	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,0
2003 I	41,9	41,4	9,8	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,4
II	46,0	44,6	12,0	12,9	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,7
III	42,6	42,1	10,8	12,5	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,0
IV	49,3	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 I	41,3	40,9	9,6	12,8	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
II	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	1,0	0,8	0,6	41,0
III	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,6	0,5	0,3	39,0
IV	49,1	48,1	13,0	14,3	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,9
2005 I	42,0	41,5	9,9	13,0	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
II	44,6	44,0	11,8	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,4
III	43,3	42,6	11,0	12,9	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,4
IV	49,2	48,4	13,4	14,3	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 I	42,4	41,9	10,2	13,3	15,1	1,7	0,8	0,5	0,3	38,9
II	45,7	45,2	12,4	13,6	15,1	2,0	1,3	0,5	0,3	41,4
III	43,6	43,2	11,5	12,9	15,2	1,9	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	49,5	48,9	14,1	14,3	15,9	2,9	0,8	0,6	0,3	44,6
2007 I	42,2	41,8	10,3	13,4	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
II	46,2	45,8	13,0	13,6	15,0	2,0	1,4	0,4	0,3	41,9
III	43,8	43,3	12,1	12,8	15,0	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
IV	49,7	49,2	14,5	14,2	15,8	2,9	0,9	0,5	0,3	44,8
2008 I	42,3	41,9	10,6	13,0	14,9	1,7	0,8	0,4	0,2	38,7
II	45,5	45,1	12,9	13,0	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	41,2
III	43,2	42,8	11,8	12,4	15,1	1,9	0,8	0,4	0,3	39,6

2. Zona del euro - empleos y déficit/superávit, datos trimestrales

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subven- ciones	Inversión	Transf. de capital			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002 III IV	46,9 50,8	43,2 46,4	10,1 11,1	4,7 5,6	3,5 3,3	24,9 26,4	21,4 22,7	1,4 1,6	3,7 4,4	2,5 2,8	1,2 1,6	-3,4 -1,8	0,1 1,6
	46,8 47,1 47,1 51,2	43,3 43,6 43,4 46,3	10,3 10,4 10,3 11,0	4,6 4,7 4,8 5,6	3,5 3,4 3,3 3,1	25,0 25,1 25,1 26,5	21,5 21,7 21,6 22,9	1,3 1,3 1,3 1,5	3,5 3,5 3,7 4,8	1,9 2,3 2,5 3,3	1,6 1,2 1,2 1,6	-5,0 -1,1 -4,5 -1,9	-1,5 2,3 -1,2 1,2
2004 I II III IV	46,4 46,6 46,1 50,9	43,0 43,2 42,7 45,7	10,3 10,4 10,0 11,0	4,6 4,8 4,7 5,7	3,2 3,3 3,1 2,9	25,0 24,8 24,9 26,1	21,4 21,4 21,5 22,6	1,2 1,3 1,3 1,4	3,4 3,4 3,4 5,2	1,9 2,3 2,4 3,1	1,5 1,1 1,0 2,1	-5,1 -1,6 -3,4 -1,8	-1,9 1,6 -0,3 1,1
	46,9 46,1 45,8 50,6	43,1 42,8 42,4 45,8	10,2 10,2 9,9 11,1	4,6 4,9 4,8 5,8	3,1 3,2 3,0 2,8	25,2 24,5 24,7 26,1	21,4 21,3 21,3 22,5	1,2 1,1 1,2 1,3	3,7 3,4 3,4 4,8	1,9 2,3 2,5 3,1	1,8 1,1 1,0 1,6	-4,9 -1,5 -2,6 -1,4	-1,8 1,6 0,4 1,4
	45,3 45,5 45,4 50,4	42,2 42,3 42,0 45,1	10,0 10,2 9,8 10,7	4,6 4,9 4,7 5,8	2,9 3,1 2,9 2,7	24,7 24,1 24,5 25,9	21,1 21,1 21,1 22,3	1,1 1,1 1,2 1,3	3,1 3,2 3,4 5,3	1,9 2,3 2,5 3,2	1,2 0,9 1,0 2,2	-2,9 0,2 -1,7 -0,9	0,0 3,3 1,2 1,8
	44,4 44,8 45,1 50,2	41,3 41,6 41,4 45,1	9,8 9,9 9,6 10,7	4,6 4,8 4,7 5,7	3,0 3,2 3,0 2,8	23,9 23,7 24,0 25,9	20,5 20,7 20,8 22,1	1,1 1,1 1,2 1,4	3,1 3,2 3,7 5,1	2,0 2,3 2,5 3,3	1,2 0,8 1,2 1,8	-2,2 1,4 -1,3 -0,5	0,7 4,6 1,7 2,3
2008 I II III	44,5 45,1 45,6	41,3 41,8 42,1	9,8 10,1 9,7	4,6 4,9 4,9	2,9 3,1 3,1	24,1 23,7 24,3	20,5 20,6 21,1	1,2 1,1 1,2	3,2 3,3 3,5	2,0 2,4 2,5	1,1 1,0 1,0	-2,2 0,4 -2,4	0,7 3,5 0,8

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-15. Los 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 deuda¹⁾ (en porcentaje del PIB)

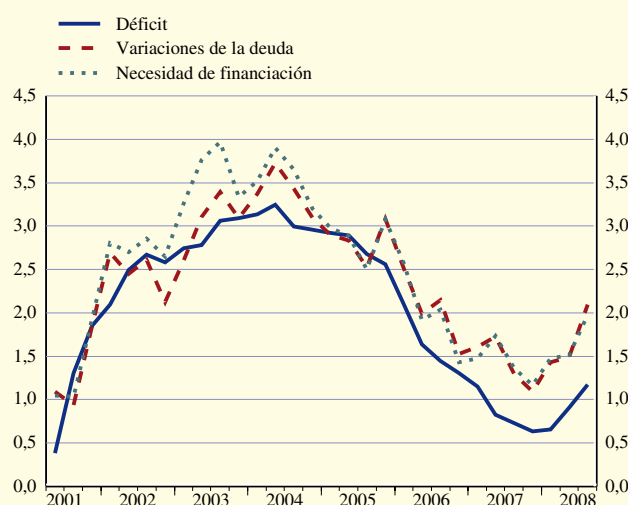
1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero²⁾

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2005 IV	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3
2006 I	70,5	2,5	11,7	4,9	51,3
II	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
III	70,1	2,5	11,6	4,7	51,2
IV	68,5	2,5	11,4	4,1	50,4
2007 I	68,8	2,4	11,5	4,8	50,1
II	68,9	2,2	11,2	5,1	50,4
III	68,0	2,1	11,1	5,2	49,6
IV	66,3	2,2	10,8	4,3	49,0
2008 I	67,2	2,2	11,1	5,0	49,0
II	67,5	2,1	11,0	5,0	49,3
III	67,5	2,1	10,9	5,6	48,9

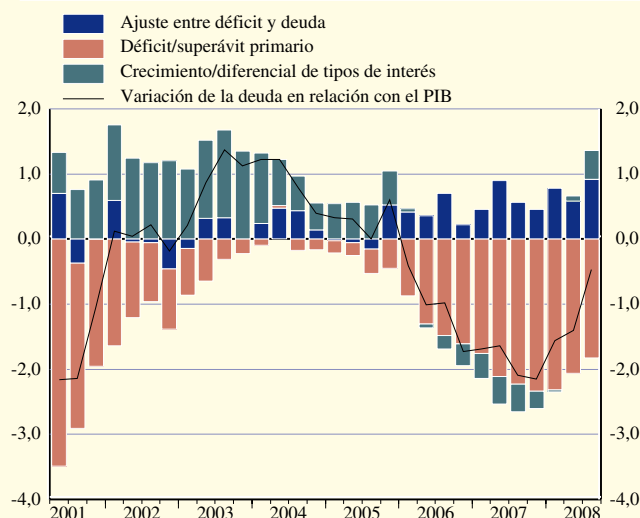
2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Deficit (-)/ 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
2005 IV	-0,6	-1,4	-2,0	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	-1,5	-0,6
2006 I	4,8	-2,9	1,9	1,2	1,0	0,1	0,6	-0,5	-0,4	1,0	5,1
II	3,3	0,2	3,5	3,2	2,5	0,0	0,4	0,2	0,6	-0,3	2,6
III	1,2	-1,7	-0,5	-0,8	-0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,1	1,0
IV	-2,8	-0,9	-3,7	-2,2	-1,4	-0,6	-0,2	-0,2	-0,1	-1,4	-2,7
2007 I	4,9	-2,2	2,7	2,1	1,0	0,1	0,6	0,3	-0,2	0,8	5,1
II	3,6	1,4	5,1	4,8	4,1	0,0	0,5	0,2	0,1	0,2	3,6
III	-0,4	-1,3	-1,8	-1,6	-2,1	0,2	0,4	0,0	0,0	-0,2	-0,4
IV	-3,4	-0,5	-3,9	-2,9	-2,2	-0,1	-0,6	0,0	-0,1	-0,9	-3,3
2008 I	6,1	-2,2	3,9	2,2	1,9	0,0	0,1	0,3	0,0	1,7	6,2
II	3,8	0,4	4,1	2,4	2,0	0,2	0,1	0,0	0,1	1,7	3,7
III	2,0	-2,4	-0,4	-0,7	-1,6	0,1	0,2	0,6	0,5	-0,1	1,5

C29 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda (suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



C30 Deuda según los criterios Maastricht (tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-15.

2) 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

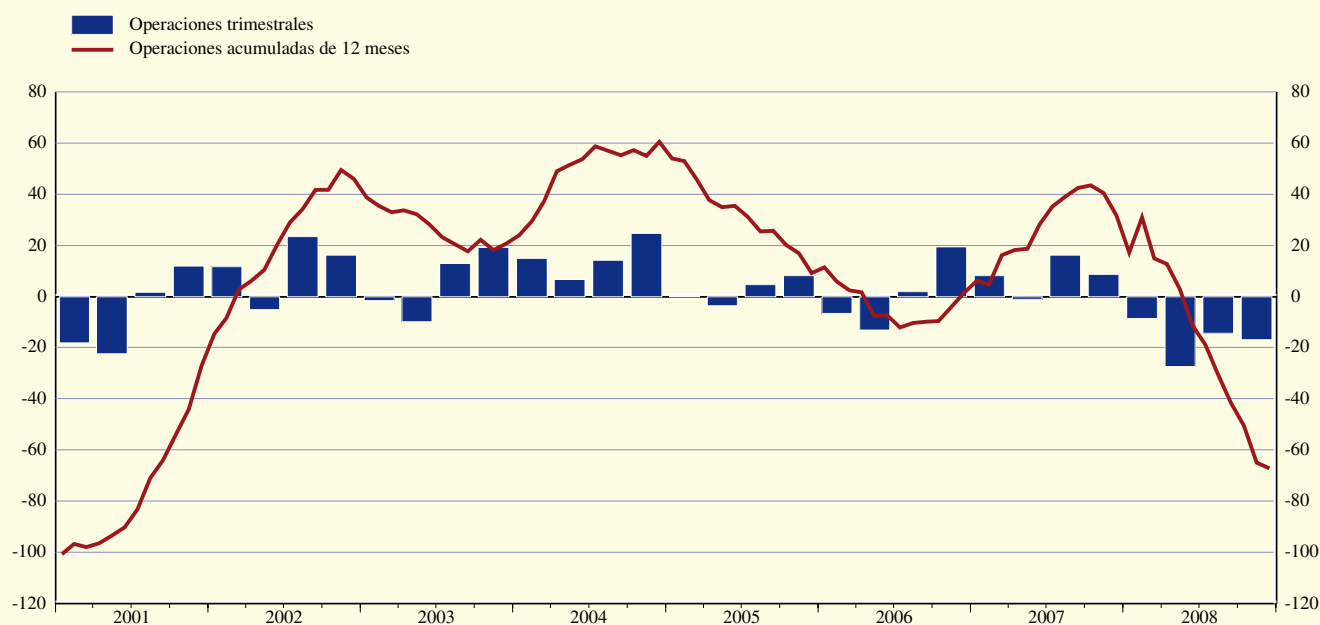
7.1 Resumen de la balanza de pagos¹⁾

(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
2006	1,4	14,2	44,6	21,5	-78,9	9,3	10,6	141,6	-152,4	292,7	2,9	-0,6	-0,9	-152,3
2007	31,7	52,8	53,8	9,4	-84,3	14,0	45,7	33,0	-88,5	135,6	-53,8	44,8	-5,1	-78,8
2008	-67,3	-4,2	51,2	-22,0	-92,3	13,7	-53,6	212,6	-281,4	409,2	-12,3	102,1	-4,9	-159,1
2007 IV	8,7	8,8	11,4	8,9	-20,5	5,3	13,9	-73,1	25,7	-74,1	-19,1	-10,2	4,7	59,1
2008 I	-8,5	-1,3	12,1	7,8	-27,1	6,2	-2,3	0,5	-105,4	73,6	-21,2	58,5	-5,1	1,9
II	-27,5	6,3	14,3	-30,9	-17,3	3,2	-24,3	89,2	-51,5	42,9	-8,7	106,5	0,0	-64,9
III	-14,4	-8,0	15,4	1,9	-23,6	1,9	-12,5	36,9	-42,4	110,5	-8,5	-24,2	1,6	-24,4
IV	-16,8	-1,2	9,4	-0,8	-24,3	2,4	-14,4	86,0	-82,1	182,2	26,2	-38,8	-1,5	-71,6
2008 Ene	-15,1	-8,0	3,6	0,0	-10,7	2,6	-12,5	8,1	-64,2	58,7	-27,0	47,0	-6,4	4,4
Feb	10,9	5,9	4,6	4,8	-4,4	2,4	13,3	-21,8	-18,5	0,7	2,5	-11,1	4,5	8,5
Mar	-4,3	0,8	4,0	3,0	-12,1	1,2	-3,1	14,2	-22,7	14,2	3,3	22,5	-3,2	-11,0
Abr	-5,4	6,0	3,7	-7,1	-8,0	0,7	-4,6	28,1	-23,8	-13,9	-2,9	72,0	-3,3	-23,4
May	-22,9	-1,5	4,4	-20,3	-5,4	1,9	-21,0	43,7	-8,4	13,0	-10,4	46,7	2,7	-22,7
Jun	0,7	1,9	6,1	-3,4	-3,9	0,6	1,3	17,5	-19,3	43,8	4,6	-12,2	0,5	-18,8
Jul	0,2	1,5	5,5	1,1	-7,9	0,9	1,1	31,7	-12,1	25,8	0,1	20,2	-2,3	-32,8
Ago	-10,0	-7,6	4,9	0,2	-7,6	0,5	-9,5	-7,5	-8,9	11,5	-8,6	-3,8	2,3	17,0
Sep	-4,6	-2,0	5,0	0,6	-8,1	0,5	-4,1	12,8	-21,4	73,2	0,0	-40,6	1,6	-8,7
Oct	-4,8	2,6	3,6	0,0	-11,1	0,0	-4,8	73,7	-13,8	120,5	25,5	-49,8	-8,6	-68,9
Nov	-12,7	-4,4	2,5	-1,4	-9,3	1,5	-11,2	5,4	-52,4	50,5	-1,8	9,7	-0,7	5,8
Dic	0,7	0,6	3,4	0,6	-3,8	0,9	1,6	6,9	-15,9	11,1	2,5	1,4	7,8	-8,5
2009 Ene	-18,2	-9,1	2,6	-2,0	-9,8	0,5	-17,7	54,2	-19,5	-3,3	5,9	65,7	5,4	-36,4
operaciones acumuladas de 12 meses														
2009 Ene	-70,4	-5,2	50,2	-23,9	-91,4	11,6	-58,8	258,7	-236,7	347,1	20,6	120,8	6,9	-199,9

C31 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

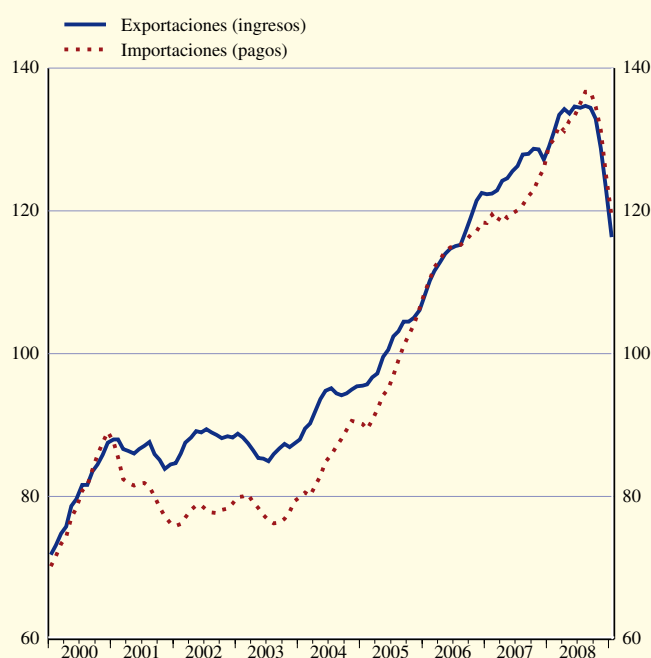
(mm de euros; operaciones)

1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente													Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes					
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		Ingresos	Pagos	
											Remesas trabajad.	Remesas trabajad.			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2006	2.429,0	2.427,6	1,4	1.396,6	1.382,4	440,2	395,6	502,4	480,8	89,8	5,4	168,8	17,3	23,9	14,6
2007	2.692,0	2.660,3	31,7	1.511,4	1.458,6	489,9	436,0	600,7	591,3	90,0	6,4	174,3	20,4	26,0	12,0
2008	2.778,4	2.845,6	-67,3	1.583,0	1.587,2	502,0	450,8	604,9	627,0	88,5	-	180,8	-	26,6	12,9
2007 IV	704,6	696,0	8,7	395,3	386,5	126,6	115,3	155,7	146,7	27,0	1,6	47,4	5,6	8,8	3,5
2008 I	687,0	695,5	-8,5	390,4	391,7	116,4	104,2	153,5	145,8	26,7	1,6	53,9	5,1	9,0	2,8
II	712,4	739,9	-27,5	407,7	401,3	125,5	111,2	156,9	187,8	22,2	1,5	39,5	5,2	7,3	4,1
III	701,6	716,0	-14,4	402,5	410,5	136,1	120,7	149,2	147,3	13,9	1,8	37,5	5,3	4,9	3,0
IV	677,4	694,2	-16,8	382,5	383,6	124,0	114,6	145,3	146,1	25,6	-	49,9	-	5,4	3,0
2008 Nov	214,7	227,4	-12,7	123,3	127,7	38,5	36,0	47,8	49,2	5,1	.	14,5	.	2,2	0,7
Dic	221,8	221,2	0,7	115,1	114,5	41,5	38,1	49,5	48,9	15,8	.	19,6	.	2,4	1,4
2009 Ene	180,0	198,2	-18,2	99,5	108,6	35,1	32,5	39,7	41,7	5,7	.	15,5	.	1,7	1,2
	Datos desestacionalizados														
2007 IV	683,1	688,6	-5,5	381,7	377,8	125,8	112,2	153,0	154,4	22,5	.	44,2	.	.	.
2008 I	706,4	715,3	-8,8	400,4	395,8	127,4	110,7	157,2	159,7	21,5	.	49,1	.	.	.
II	705,1	714,0	-8,9	403,8	399,8	125,3	113,6	152,3	156,1	23,6	.	44,4	.	.	.
III	700,0	721,0	-21,0	403,5	410,1	125,5	113,9	152,8	157,1	18,3	.	39,8	.	.	.
IV	657,3	687,3	-29,9	369,5	375,3	123,1	111,5	143,4	153,7	21,3	.	46,8	.	.	.
2008 Ago	234,1	242,7	-8,7	134,3	138,2	42,9	38,1	51,3	53,5	5,6	.	12,9	.	.	.
Sep	232,1	239,6	-7,5	132,9	134,9	42,1	39,0	50,4	52,2	6,6	.	13,4	.	.	.
Oct	229,2	235,8	-6,6	131,5	130,9	41,9	38,3	49,4	51,5	6,4	.	15,0	.	.	.
Nov	220,7	236,5	-15,7	122,0	128,2	41,5	38,1	50,9	54,8	6,3	.	15,3	.	.	.
Dic	207,4	215,0	-7,6	116,0	116,1	39,8	35,0	43,1	47,4	8,5	.	16,5	.	.	.
2009 Ene	199,6	212,2	-12,7	111,0	113,3	39,6	35,0	43,6	47,8	5,3	.	16,1	.	.	.

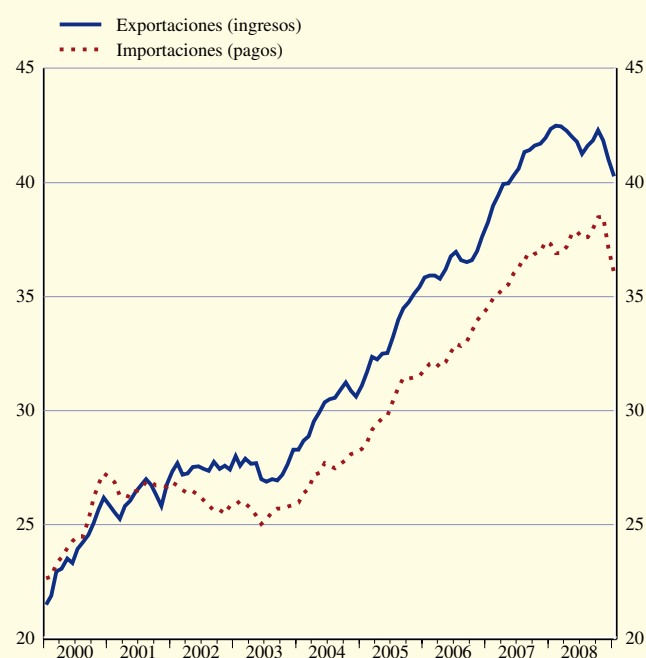
C32 Bienes

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



C33 Servicios

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas (operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones				Valores dist. de acc.		Acciones y participaciones		Valores dist. de acc.		Ingresos	Pagos
					Ingresos		Pagos		Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
					Beneficios reinvertidos		Beneficios reinvertidos									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	16,8	9,4	369,6	376,9	146,1	39,9	106,7	-13,1	16,0	16,8	31,5	70,2	82,4	80,9	93,7	102,2
2006	17,5	9,9	484,9	471,0	184,0	43,7	108,9	34,8	20,5	20,1	39,6	99,6	103,6	90,9	137,2	151,5
2007	18,2	10,4	582,6	580,9	209,0	80,4	128,2	35,0	25,9	23,4	45,5	116,5	118,7	114,4	183,5	198,4
2007 III	4,5	3,2	144,1	138,2	49,2	23,8	29,0	14,6	6,1	5,5	11,0	24,1	30,1	28,5	47,7	51,1
IV	4,8	2,7	150,9	144,0	52,5	16,2	30,9	5,4	7,3	6,4	9,2	20,7	32,0	32,4	49,9	53,6
2008 I	4,8	2,0	148,8	143,8	53,3	25,7	30,2	14,3	6,8	6,1	9,6	21,0	31,4	33,4	47,8	53,2
II	4,5	2,6	152,4	185,2	54,3	16,4	35,7	6,3	7,4	6,7	14,3	58,1	29,8	31,6	46,6	53,0
III	4,5	3,1	144,7	144,2	50,3	22,1	31,0	14,9	6,9	5,8	10,1	23,8	31,4	31,4	46,0	52,2

3. Desagregación geográfica (operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de 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									
IV 2007 a III 2008	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Ingresos																
Cuenta corriente	2.805,6	1.040,1	60,9	87,3	538,9	294,2	58,9	40,5	38,3	85,9	33,0	56,6	101,9	185,4	411,5	812,5
Bienes	1.595,8	569,5	37,0	56,6	242,5	233,4	0,0	21,9	18,7	65,8	24,9	33,7	78,5	90,8	195,3	496,6
Servicios	504,6	176,7	12,4	13,6	116,0	29,2	5,6	6,9	6,8	15,3	6,1	10,9	13,8	49,1	80,8	138,4
Renta	615,3	228,6	10,7	15,6	167,1	28,4	6,8	11,5	12,0	4,5	1,9	11,7	9,3	39,3	128,9	167,7
Rentas de la inversión	596,8	221,6	10,6	15,4	164,9	27,6	3,0	11,4	11,9	4,4	1,9	11,6	9,2	32,5	127,4	164,8
Tranferencias corrientes	89,8	65,3	0,8	1,5	13,3	3,3	46,5	0,2	0,8	0,3	0,1	0,4	0,3	6,3	6,5	9,7
Cuenta de capital	30,0	26,3	0,0	0,1	0,8	0,2	25,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	1,7	1,4
Pagos																
Cuenta corriente	2.847,4	928,7	48,5	85,6	461,1	231,3	102,2	-	30,5	-	-	101,7	-	178,0	374,6	-
Bienes	1.590,0	448,2	29,9	53,0	181,1	184,2	0,0	27,7	13,8	175,2	20,5	56,5	115,3	78,5	142,1	512,2
Servicios	451,4	138,9	9,2	10,7	88,2	30,6	0,2	5,2	6,8	10,8	4,5	7,9	9,7	38,2	91,0	138,4
Renta	627,6	230,1	8,5	20,6	180,1	11,8	9,0	-	8,1	-	-	36,8	-	55,5	135,9	-
Rentas de la inversión	617,2	223,9	8,4	20,5	178,7	7,3	9,0	-	8,0	-	-	36,7	-	55,0	135,0	-
Tranferencias corrientes	178,3	111,5	0,8	1,4	11,7	4,7	93,0	1,4	1,9	2,3	0,7	0,5	0,6	5,7	5,6	48,1
Cuenta de capital	13,5	2,5	0,0	0,1	1,2	0,3	0,8	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,3	7,4
Neto																
Cuenta corriente	-41,8	111,4	12,4	1,6	77,9	62,8	-43,3	-	7,7	-	-	-45,1	-	7,5	36,9	-
Bienes	5,9	121,3	7,1	3,6	61,5	49,2	0,0	-5,9	5,0	-109,3	4,4	-22,8	-36,7	12,3	53,1	-15,5
Servicios	53,2	37,8	3,2	2,9	27,8	-1,5	5,4	1,7	0,0	4,5	1,6	3,0	4,1	10,9	-10,2	0,0
Renta	-12,3	-1,5	2,2	-5,0	-13,0	16,6	-2,3	-	3,8	-	-	-25,2	-	-16,2	-6,9	-
Rentas de la inversión	-20,4	-2,3	2,2	-5,1	-13,7	20,3	-6,1	-	3,9	-	-	-25,1	-	-22,5	-7,5	-
Tranferencias corrientes	-88,5	-46,2	0,0	0,1	1,6	-1,4	-46,5	-1,2	-1,1	-2,0	-0,6	-0,1	-0,3	0,5	0,9	-38,4
Cuenta de capital	16,5	23,8	0,0	0,0	-0,4	-0,1	24,3	-0,1	-1,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	0,4	-6,0

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)														
2004	8.602,5	9.518,4	-915,9	109,5	121,2	-11,7	2.268,7	2.235,4	3.045,0	4.080,2	-37,4	3.045,2	3.202,9	281,0
2005	10.785,2	11.605,3	-820,2	132,3	142,4	-10,1	2.790,8	2.444,3	3.887,5	5.109,1	-21,4	3.805,8	4.052,0	322,5
2006	12.258,8	13.306,1	-1.047,3	143,3	155,5	-12,2	3.131,7	2.728,7	4.371,5	5.866,5	-20,8	4.448,7	4.711,0	327,7
2007	13.750,6	14.915,4	-1.164,9	152,9	165,9	-13,0	3.526,1	3.091,6	4.653,8	6.340,0	-10,2	5.233,5	5.483,9	347,4
2008 II	13.672,9	14.835,8	-1.162,9	148,9	161,6	-12,7	3.636,2	3.097,5	4.432,8	6.044,0	-4,2	5.254,2	5.694,2	353,9
2008 III	13.947,9	15.148,1	-1.200,1	150,8	163,8	-13,0	3.749,2	3.135,3	4.301,4	6.066,6	24,7	5.501,7	5.946,1	370,9
Variaciones de los saldos vivos														
2004	740,8	888,6	-147,8	9,4	11,3	-1,9	99,2	151,2	389,4	494,0	-17,3	295,4	243,4	-25,7
2005	2.182,7	2.086,9	95,7	26,8	25,6	1,2	522,1	209,0	842,5	1.028,9	16,0	760,6	849,1	41,5
2006	1.473,6	1.700,8	-227,1	17,2	19,9	-2,7	340,9	284,3	484,0	757,4	0,6	642,9	659,0	5,2
2007	1.491,8	1.609,3	-117,5	16,6	17,9	-1,3	394,4	362,9	282,3	473,5	10,6	784,7	772,9	19,7
2008 II	-32,2	-10,6	-21,6	-1,4	-0,5	-0,9	40,4	15,5	80,3	-35,7	-12,3	-138,1	9,5	-2,5
2008 III	275,0	312,3	-37,2	12,0	13,6	-1,6	113,1	37,8	-131,4	22,5	28,9	247,5	252,0	17,0
Operaciones														
2005	1.329,2	1.339,4	-10,2	16,3	16,4	-0,1	358,4	152,4	416,2	543,3	17,3	554,9	643,7	-17,7
2006	1.681,8	1.823,4	-141,6	19,7	21,3	-1,7	412,1	259,7	531,9	824,5	-2,9	739,8	739,2	0,9
2007	1.868,6	1.901,7	-33,0	20,8	21,1	-0,4	454,3	365,8	442,0	577,6	53,8	913,4	958,3	5,1
2008	345,6	558,3	-212,6	3,7	6,0	-2,3	332,4	51,0	-33,6	375,6	12,3	29,7	131,7	4,9
2008 II	75,3	164,5	-89,2	3,2	7,0	-3,8	40,3	-11,2	129,8	172,7	8,7	-103,5	3,0	0,0
2008 III	123,4	160,4	-36,9	5,4	7,0	-1,6	78,2	35,8	-64,2	46,3	8,5	102,5	78,3	-1,6
2008 IV	-385,3	-299,3	-86,0	-16,3	-12,6	-3,6	63,5	-18,6	-168,9	13,3	-26,2	-255,2	-294,0	1,5
2008 Sep	45,2	57,9	-12,8	.	.	.	37,3	15,8	-88,1	-14,9	0,0	97,6	57,0	-1,6
2008 Oct	-89,4	-15,7	-73,7	.	.	.	15,8	2,0	-130,9	-10,4	-25,5	42,5	-7,3	8,6
2008 Nov	-53,1	-47,8	-5,4	.	.	.	36,1	-16,2	-1,3	49,3	1,8	-90,4	-80,8	0,7
2008 Dic	-242,8	-235,8	-6,9	.	.	.	11,6	-4,3	-36,7	-25,6	-2,5	-207,3	-205,9	-7,8
2009 Ene	-12,9	41,2	-54,2	.	.	.	31,1	11,6	19,5	16,1	-5,9	-52,2	13,5	-5,4
Otros flujos														
2004	-76,9	97,0	-173,9	-1,0	1,2	-2,2	-69,8	61,8	43,6	76,2	-25,8	-11,7	-41,0	-13,3
2005	853,5	747,5	105,9	10,5	9,2	1,3	163,7	56,5	426,3	485,6	-1,4	205,7	205,4	59,2
2006	-208,2	-122,7	-85,5	-2,4	-1,4	-1,0	-71,2	24,6	-47,9	-67,1	3,4	-96,9	-80,2	4,3
2007	-376,9	-292,3	-84,5	-4,2	-3,3	-0,9	-59,9	-2,9	-159,6	-104,1	-43,2	-128,7	-185,3	14,6
Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio														
2004	-168,8	-96,4	-72,4	-2,1	-1,2	-0,9	-36,0	7,4	-62,3	-50,2	.	-61,2	-53,5	-9,4
2005	369,3	214,4	154,9	4,5	2,6	1,9	86,9	-18,2	136,8	118,1	.	126,9	114,5	18,7
2006	-321,6	-207,9	-113,8	-3,8	-2,4	-1,3	-70,7	11,7	-131,1	-118,0	.	-104,6	-101,5	-15,3
2007	-501,5	-244,1	-257,4	-5,6	-2,7	-2,9	-109,9	27,1	-194,5	-124,1	.	-182,2	-147,1	-14,9
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2004	102,1	218,6	-116,5	1,3	2,8	-1,5	30,7	25,0	100,3	193,6	-25,8	.	.	-3,1
2005	288,1	327,5	-39,4	3,5	4,0	-0,5	60,7	48,6	186,6	278,9	-1,4	.	.	42,1
2006	296,5	309,6	-13,0	3,5	3,6	-0,2	61,1	39,4	215,6	270,1	3,4	.	.	16,3
2007	169,8	-63,9	233,7	1,9	-0,7	2,6	29,6	12,3	151,7	-76,2	-43,2	.	.	31,6
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2004	-10,3	-25,2	15,0	-0,1	-0,3	0,2	-64,5	29,4	5,6	-67,2	.	49,5	12,5	-0,8
2005	195,5	205,6	-10,2	2,4	2,5	-0,1	16,0	26,1	102,9	88,6	.	78,8	90,9	-2,2
2006	-182,7	-224,4	41,7	-2,1	-2,6	0,5	-61,7	-26,5	-132,5	-219,2	.	7,8	21,4	3,7
2007	-44,9	15,7	-60,6	-0,5	0,2	-0,7	20,3	-42,3	-116,8	96,2	.	53,5	-38,2	-1,9
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2004	10,3	9,1	-	.	.	.	7,8	4,2	12,8	11,5	.	11,1	9,5	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,8	.	17,6	19,5	-5,8
2006	15,7	15,8	-	.	.	.	14,9	10,6	13,9	16,3	.	19,5	18,3	0,2
2007	15,3	14,2	-	.	.	.	14,5	13,4	10,1	9,8	.	20,6	20,4	1,6
2008 II	9,9	10,0	-	.	.	.	12,1	8,2	7,6	7,0	.	9,9	14,8	1,4
2008 III	7,8	7,5	-	.	.	.	10,9	6,6	5,2	6,4	.	7,4	9,5	-0,4
2008 IV	2,5	3,8	.	.	.	.	9,5	1,6	-1,0	6,2	.	0,6	2,5	1,4

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

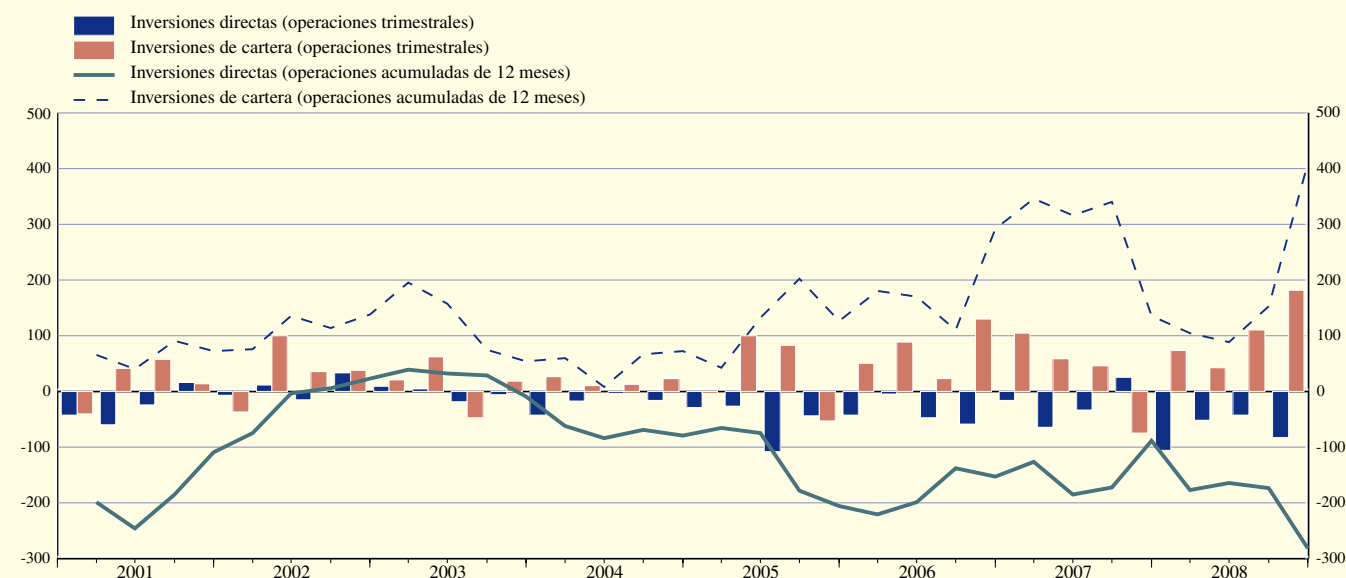
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual, saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones durante el período)

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)													
2006	3.131,7	2.540,4	217,4	2.323,0	591,3	2,2	589,1	2.728,7	2.091,9	65,5	2.026,4	636,8	9,7	627,1
2007	3.526,1	2.844,3	246,4	2.597,9	681,9	6,3	675,6	3.091,6	2.343,9	69,1	2.274,8	747,7	14,9	732,8
2008 II III	3.636,2	2.894,2	256,6	2.637,6	742,0	6,5	735,5	3.097,5	2.340,0	64,0	2.276,0	757,6	19,1	738,5
	3.749,2	2.984,5	257,9	2.726,7	764,7	6,7	758,1	3.135,3	2.354,9	65,4	2.289,5	780,4	18,2	762,2
	Operaciones													
2007	454,3	353,5	28,2	325,3	100,8	-0,6	101,5	365,8	251,3	4,6	246,7	114,5	1,4	113,1
2008	332,4	224,6	21,4	203,2	107,8	-0,2	108,0	51,0	54,5	-1,3	55,8	-3,5	2,0	-5,5
2008 II III IV	40,3	15,1	8,8	6,2	25,2	-1,9	27,1	-11,2	-8,1	-2,3	-5,8	-3,2	1,0	-4,2
	78,2	59,7	-5,7	65,4	18,5	-0,4	18,9	35,8	21,3	0,7	20,6	14,5	0,5	14,0
	63,5	36,4	8,5	27,9	27,1	-0,3	27,4	-18,6	2,7	0,3	2,4	-21,3	0,4	-21,7
2008 Sep Oct Nov Dic	37,3	21,0	4,9	16,1	16,3	-0,6	16,9	15,8	10,5	0,2	10,3	5,3	0,2	5,1
	15,8	13,6	3,0	10,6	2,2	0,0	2,2	2,0	3,7	-0,7	4,5	-1,8	0,2	-2,0
	36,1	16,3	3,1	13,2	19,8	0,2	19,6	-16,2	-5,4	0,5	-5,9	-10,8	0,2	-11,0
	11,6	6,5	2,4	4,1	5,1	-0,5	5,6	-4,3	4,4	0,6	3,8	-8,8	0,0	-8,7
2009 Ene	31,1	23,1	4,3	18,8	8,0	-0,5	8,5	11,6	6,7	0,6	6,1	5,0	0,2	4,8
	Tasa de crecimiento													
2006	14,9	14,4	22,2	13,7	17,0	-2,8	17,1	10,6	12,2	9,5	12,3	5,8	-1,0	5,9
2007	14,5	14,0	12,7	14,1	17,0	-90,3	17,3	13,4	12,0	7,4	12,2	18,0	8,7	18,2
2008 II III IV	12,1	10,9	13,8	10,7	17,0	5,5	17,1	8,2	7,0	1,5	7,2	12,2	16,9	12,1
	10,9	9,7	3,4	10,4	15,5	7,8	15,5	6,6	5,4	0,2	5,6	10,5	16,9	10,4
	9,5	8,0	8,8	7,9	15,8	-4,1	16,0	1,6	2,3	-2,0	2,5	-0,4	13,0	-0,7

C34 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones durante el periodo)

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			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2006	4.371,5	1.936,2	127,8	2,8	1.808,4	37,0	2.056,0	875,0	13,0	1.181,0	14,1	379,3	311,6	11,1	67,7	0,2
2007	4.653,8	1.984,7	145,2	2,4	1.839,5	44,6	2.231,5	937,4	15,5	1.294,0	16,9	437,7	350,6	33,9	87,1	0,5
2008 II	4.432,8	1.689,7	94,9	2,7	1.594,8	40,1	2.242,5	962,5	19,4	1.280,0	18,4	500,6	411,4	57,3	89,2	0,8
III	4.301,4	1.525,3	93,9	2,7	1.431,3	39,0	2.274,5	981,5	18,2	1.293,0	19,4	501,6	401,8	59,1	99,8	0,7
	Operaciones															
2007	442,0	81,1	36,2	-0,4	44,9	5,4	283,4	154,1	3,8	129,3	2,2	77,4	68,5	25,0	8,9	0,3
2008	-33,6	-130,5	-65,2	0,6	-65,3	-	93,9	39,0	10,6	54,9	-	2,9	22,6	23,8	-19,7	-
2008 II	129,8	31,3	-5,5	0,1	36,8	0,8	92,2	36,8	8,2	55,3	1,5	6,3	16,1	18,8	-9,8	0,1
III	-64,2	-50,9	-4,4	0,1	-46,5	0,6	16,7	-2,5	-1,2	19,2	1,1	-29,9	-33,4	-1,4	3,5	-0,2
IV	-168,9	-66,6	-14,3	0,4	-52,3	-	-54,6	-25,6	-0,5	-29,0	-	-47,6	-18,9	-0,3	-28,7	-
2008 Sep	-88,1	-30,8	-9,1	0,0	-21,7	-	-2,9	-7,4	-1,0	4,5	-	-54,4	-51,8	-0,4	-2,5	-
Oct	-130,9	-48,9	-11,6	0,0	-37,3	-	-30,9	-13,1	-0,2	-17,8	-	-51,0	-30,5	0,0	-20,6	-
Nov	-1,3	-2,6	2,5	0,3	-5,2	-	-2,0	-2,5	-0,1	0,5	-	3,4	3,2	-0,3	0,2	-
Dic	-36,7	-15,0	-5,3	0,1	-9,8	-	-21,7	-10,0	-0,2	-11,7	-	0,0	8,4	0,0	-8,4	-
2009 Ene	19,5	8,0	-0,3	0,0	8,2	-	9,7	3,9	-0,7	5,7	-	1,8	-0,5	1,0	2,3	-
	Tasa de crecimiento															
2006	13,9	9,0	17,5	0,9	8,4	22,1	17,3	24,1	15,8	12,9	9,4	21,4	22,2	220,7	20,5	-27,3
2007	10,1	4,1	29,2	-13,1	2,4	14,0	13,8	17,9	30,1	10,8	15,6	20,7	22,5	225,0	12,9	173,4
2008 II	7,6	1,5	-27,2	0,6	3,7	8,0	10,5	11,5	81,9	9,8	19,7	20,6	28,9	203,5	-10,2	-93,6
III	5,2	-2,4	-25,6	6,6	-0,7	4,5	9,8	10,4	61,6	9,4	21,6	16,2	21,9	135,5	-6,4	-94,8
IV	-1,0	-7,6	-44,6	26,3	-4,4	-	4,3	4,1	48,7	4,4	-	0,8	6,5	91,1	-22,2	-

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	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2006	5.866,5	2.910,8	657,6	2.253,2	2.656,9	953,8	1.705,5	1.019,2	298,8	125,7	173,2	138,0	
2007	6.340,0	3.103,1	754,7	2.348,3	2.917,3	1.128,0	1.789,3	1.113,4	319,6	153,4	166,1	142,5	
2008 II	6.044,0	2.661,9	738,0	1.923,9	3.016,3	1.094,1	1.922,2	1.166,1	365,9	171,4	194,5	171,0	
III	6.066,6	2.383,9	741,5	1.642,4	3.227,1	1.172,0	2.055,0	1.265,3	455,6	177,6	278,1	229,9	
Operaciones													
2007	577,6	96,1	76,1	19,6	445,6	232,5	213,1	152,0	35,9	37,7	-1,8	3,2	
2008	375,6	-65,7	76,2	-141,8	280,9	57,2	223,6	-	160,4	-44,3	204,7	-	
2008 II	172,7	-17,9	17,0	-34,9	169,8	68,0	101,7	43,9	20,9	2,2	18,6	10,7	
III	46,3	-92,6	-18,4	-74,3	69,8	11,9	57,9	56,5	69,1	-4,3	73,4	53,0	
IV	13,3	-1,0	4,4	-5,4	-38,3	-45,7	7,4	-	52,6	-46,2	98,8	-	
2008 Sep	-14,9	-88,7	-	-	29,2	-	-	-	44,6	-	-	-	
Oct	-10,4	-42,7	-	-	-22,9	-	-	-	55,2	-	-	-	
Nov	49,3	33,4	-	-	19,6	-	-	-	-3,8	-	-	-	
Dic	-25,6	8,3	-	-	-35,0	-	-	-	1,1	-	-	-	
2009 Ene	16,1	-43,8	-	-	30,5	-	-	-	29,4	-	-	-	
Tasa de crecimiento													
2006	16,3	12,2	17,3	10,7	23,1	26,0	21,4	15,1	0,9	18,8	-9,7	-12,1	
2007	9,8	3,3	11,3	0,9	16,8	24,6	12,5	15,0	11,8	30,5	0,3	3,8	
2008 II	7,0	0,1	11,4	-3,5	14,1	16,1	12,9	16,2	7,5	21,0	0,2	2,7	
III	6,4	-3,6	5,0	-6,6	14,1	12,5	15,0	18,1	24,8	17,6	33,2	27,9	
IV	6,2	-2,7	10,1	-6,9	9,8	5,2	12,6	-	48,0	-25,1	122,4	-	

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

5. Otras inversiones: activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Saldos vivos (posición internacional)															
2006	4.448,7	14,1	12,7	1,4	2.937,6	2.874,9	62,8	120,0	14,2	58,2	15,4	1.377,1	187,9	1.062,1	395,6
2007	5.233,5	39,1	37,7	1,4	3.342,5	3.271,4	71,1	107,1	12,7	48,1	13,5	1.744,8	191,1	1.387,7	441,7
2008 II	5.254,2	34,9	34,0	0,9	3.354,6	3.278,4	76,2	106,0	12,4	47,7	16,9	1.758,6	200,4	1.355,3	381,9
III	5.501,7	34,2	33,2	1,0	3.554,1	3.478,3	75,8	100,1	12,3	39,4	8,7	1.813,3	202,1	1.387,9	384,1
Operaciones															
2007	913,4	22,0	22,0	0,0	550,4	543,2	7,2	-7,6	-1,4	-7,1	-2,0	348,7	13,4	293,4	37,5
2008	29,7	-9,7	-	-	-36,0	-	-	-6,4	-	-	-5,9	81,8	-	-	-47,1
2008 II	-103,5	-9,3	-9,3	0,0	-102,5	-103,4	1,0	6,2	-0,4	5,9	5,6	2,1	10,7	-21,1	-48,2
III	102,5	-1,9	-1,9	0,0	81,4	81,4	0,0	-8,0	-0,1	-8,8	-8,3	31,0	4,4	6,8	-2,5
IV	-255,2	-7,6	-	-	-232,7	-	-	0,3	-	-	-2,0	-15,2	-	-	-5,4
2008 Sep	97,6	-0,2	-	-	72,2	-	-	1,9	-	-	1,1	23,8	-	-	3,5
Oct	42,5	-5,9	-	-	26,7	-	-	0,3	-	-	-2,8	21,4	-	-	14,9
Nov	-90,4	1,5	-	-	-89,6	-	-	7,3	-	-	8,1	-9,6	-	-	0,5
Dic	-207,3	-3,2	-	-	-169,8	-	-	-7,3	-	-	-7,2	-27,0	-	-	-20,8
2009 Ene	-52,2	-2,4	-	-	-51,3	-	-	13,4	-	-	11,3	-11,9	-	-	-5,8
Tasa de crecimiento															
2006	19,5	-37,6	-40,0	1,6	21,1	21,4	10,6	-5,5	-26,1	-4,4	24,4	20,1	3,4	24,6	8,6
2007	20,6	157,3	173,8	-1,7	18,8	19,0	11,3	-6,4	-9,8	-12,4	-13,1	25,2	7,3	27,4	9,5
2008 II	9,9	25,4	26,9	-1,1	7,5	7,5	6,3	-12,1	-9,9	-23,0	-34,1	16,3	12,2	15,8	-10,1
III	7,4	2,0	2,3	0,3	7,6	7,6	10,4	-5,2	-8,9	-13,6	-31,3	7,9	13,8	3,6	-12,3
IV	0,6	-28,2	-	-	-1,1	-	-	-6,0	-	-	-46,3	4,7	-	-	-10,7

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 internacional)															
2006	4.711,0	116,3	116,1	0,2	3.484,8	3.430,4	54,5	51,6	0,0	47,5	4,1	1.058,2	146,8	819,6	91,7
2007	5.483,9	201,7	201,4	0,2	3.938,7	3.871,7	67,0	51,8	0,0	46,6	5,2	1.291,7	158,4	1.024,1	109,3
2008 II	5.694,2	258,5	258,3	0,3	4.079,0	4.010,1	68,8	49,9	0,0	46,3	3,6	1.306,8	169,7	1.032,7	104,4
III	5.946,1	371,8	371,4	0,3	4.195,9	4.126,5	69,4	52,6	0,0	48,6	4,0	1.325,9	171,5	1.042,3	112,1
Operaciones															
2007	958,3	91,4	91,4	0,0	634,7	629,9	4,8	-1,2	0,0	-2,1	0,8	233,5	9,8	227,6	-3,9
2008	131,7	280,1	-	-	-194,8	-	-	8,8	-	-	-	37,6	-	-	-
2008 II	3,0	42,0	42,1	-0,1	-25,5	-23,4	-2,1	-1,0	0,0	-1,5	0,4	-12,5	6,1	-11,7	-6,9
III	78,3	107,8	107,7	0,1	-27,4	-30,4	3,0	2,0	0,0	2,0	0,1	-4,2	1,3	-8,2	2,8
IV	-294,0	110,7	-	-	-425,6	-	-	8,9	-	-	-	12,0	-	-	-
2008 Sep	57,0	107,1	-	-	-47,0	-	-	1,9	-	-	-	-5,1	-	-	-
Oct	-7,3	130,9	-	-	-179,5	-	-	6,8	-	-	-	34,5	-	-	-
Nov	-80,8	-31,5	-	-	-56,8	-	-	2,7	-	-	-	4,9	-	-	-
Dic	-205,9	11,4	-	-	-189,3	-	-	-0,6	-	-	-	-27,4	-	-	-
2009 Ene	13,5	-59,2	-	-	101,0	-	-	2,1	-	-	-	-30,4	-	-	-
Tasa de crecimiento															
2006	18,3	22,4	22,4	5,7	16,1	16,2	13,3	3,7	-24,1	4,3	-3,2	26,9	9,7	31,6	17,5
2007	20,4	79,2	79,4	-6,9	18,3	18,5	8,8	-2,3	29,1	-4,2	16,4	21,6	6,7	27,8	-2,3
2008 II	14,8	72,5	72,7	-6,3	11,7	11,9	3,1	-9,3	26,4	-7,2	-30,3	18,5	10,3	23,7	-8,8
III	9,5	126,0	126,2	10,3	7,2	7,2	5,9	-10,8	59,7	-8,0	-36,0	2,5	9,4	2,7	-7,6
IV	2,5	141,0	-	-	-4,9	-	-	16,7	-	-	-	2,9	-	-	-

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

7. Activos de reserva

	Activos de reserva													Pro memoria		
														Activos	Pasivos	
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos	Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	
		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
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
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
2007	347,4	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,5	0,0	44,1	-38,5
2008 I	356,3	208,4	353,060	4,3	3,4	140,1	6,6	26,8	105,9	0,5	89,8	15,6	0,9	0,1	36,7	-37,3
II	353,9	207,9	352,314	4,3	4,0	137,7	7,4	24,0	105,6	0,5	89,9	15,2	0,6	0,0	59,4	-59,2
III	370,9	216,8	350,634	4,6	4,0	145,4	11,6	18,2	117,8	0,5	100,0	17,2	-2,1	0,0	188,9	-185,3
2008 Dic	383,9	217,0	349,190	4,7	7,3	154,8	7,6	8,0	129,5	-	-	-	9,7	0,1	253,6	-245,4
2009 Ene	409,9	251,2	350,157	5,0	7,7	145,9	6,1	6,2	137,0	-	-	-	-3,4	0,1	213,4	-197,4
Feb	419,7	263,1	349,401	5,0	7,6	144,0	6,7	5,8	135,1	-	-	-	-3,7	0,1	171,2	-153,8
	Operaciones															
2006	0,9	-4,2	-	0,5	-5,2	9,8	-6,1	2,4	13,6	0,0	19,3	-5,7	0,0	0,0	-	-
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	4,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2008 II	0,0	-0,4	-	0,0	0,7	-0,2	0,7	-2,9	2,0	0,0	1,7	0,3	-0,1	-0,1	-	-
III	-1,6	-0,3	-	0,1	-0,2	-1,3	4,5	-7,7	1,7	0,0	1,8	-0,1	0,3	0,0	-	-
IV	1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Tasa de crecimiento															
2005	-5,8	-2,8	-	4,4	-44,7	-3,8	-2,0	-23,7	1,6	2,2	6,9	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,2	-2,4	-	11,6	-48,8	7,2	-48,4	10,6	13,1	0,0	28,4	-15,3	-73,2	-	-	-
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,2	6,3	15,0	6,2	5,7	1,1	18,5	-27,5	-59,1	-	-	-
2008 II	1,4	-1,4	-	-2,4	2,7	5,3	27,2	-3,6	6,4	165,8	17,3	-33,7	-47,9	-	-	-
III	-0,4	-1,3	-	-1,5	6,1	0,8	51,2	-36,7	6,1	81,6	16,6	-33,3	67,2	-	-	-
IV	1,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

8. Desagregación geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
	Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2007	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
Inversiones directas	434,6	-97,4	-4,0	-32,9	-277,8	217,6	-0,3	23,7	27,0	-11,0	112,6	-67,4	-37,4	-0,2	484,6
En el exterior	3.526,1	1.285,8	37,1	82,5	916,2	249,9	0,0	91,6	30,7	69,1	350,1	684,4	391,6	0,0	622,8
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.844,3	1.012,7	32,3	55,2	710,0	215,2	0,0	67,8	24,1	57,8	292,5	525,9	366,1	0,0	497,4
Otro capital	681,9	273,1	4,9	27,3	206,2	34,7	0,0	23,8	6,6	11,4	57,6	158,6	25,5	0,0	125,3
En la zona del euro	3.091,6	1.383,2	41,2	115,4	1.194,0	32,3	0,3	67,9	3,7	80,1	237,4	751,9	429,0	0,3	138,2
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.343,9	1.127,8	33,6	93,7	988,2	12,1	0,2	56,6	0,9	65,7	181,6	552,6	267,8	0,1	90,8
Otro capital	747,7	255,4	7,6	21,7	205,8	20,2	0,1	11,3	2,7	14,4	55,9	199,3	161,2	0,2	47,4
Inversiones de cartera	4.653,8	1.371,3	68,2	139,3	995,5	97,8	70,6	82,5	42,0	241,9	132,4	1.493,5	630,2	26,8	633,3
Acc. y participaciones	1.984,7	415,3	11,4	45,9	335,4	22,1	0,5	20,3	39,5	141,7	115,7	635,1	285,3	1,0	331,0
Valores distintos de acciones	2.669,2	956,0	56,8	93,4	660,1	75,6	70,1	62,3	2,5	100,2	16,6	858,4	344,9	25,9	302,4
Bonos y obligaciones	2.231,5	781,0	52,7	78,2	505,6	75,0	69,4	58,6	2,2	63,5	12,9	713,3	303,1	24,8	272,0
Instrum. mercado monetario	437,7	174,9	4,0	15,1	154,5	0,6	0,7	3,6	0,3	36,7	3,8	145,1	41,8	1,1	30,4
Otras inversiones	-250,4	-163,9	-155,4	-8,8	122,2	43,5	-165,5	-66,0	-45,3	-31,5	-54,9	-71,1	-91,2	-23,8	297,4
Activos	5.233,5	2.571,9	104,5	72,3	2.242,6	141,7	10,8	23,5	35,0	81,3	266,2	840,1	516,8	57,5	841,1
AAPP	107,1	21,6	0,8	0,1	10,3	1,2	9,2	0,0	1,8	0,2	0,1	3,1	1,4	38,3	40,7
IFM	3.381,6	1.916,2	86,7	52,1	1.663,5	113,0	0,8	15,0	15,3	45,0	157,5	411,6	353,5	18,7	448,8
Otros sectores	1.744,8	634,1	16,9	20,1	568,8	27,5	0,9	8,5	17,9	36,1	108,6	425,4	162,0	0,5	351,6
Pasivos	5.483,9	2.735,8	259,8	81,0	2.120,5	98,1	176,4	89,5	80,3	112,8	321,1	911,2	608,1	81,3	543,7
AAPP	51,8	28,9	0,0	0,3	2,4	0,0	26,2	0,0	0,0	0,5	0,8	6,3	0,3	11,9	3,0
IFM	4.140,4	2.142,4	249,6	58,4	1.660,0	72,6	101,9	81,5	62,2	89,0	247,6	525,1	523,7	66,8	402,1
Otros sectores	1.291,7	564,5	10,2	22,4	458,0	25,6	48,3	8,0	18,1	23,3	72,7	379,8	84,1	2,6	138,7
IV 2007 a III 2008	Operaciones acumuladas														
Inversiones directas	173,6	47,4	0,7	0,3	26,7	19,6	0,0	0,4	4,4	13,7	34,0	-12,7	34,2	0,0	52,3
En el exterior	370,2	77,0	2,9	9,2	38,1	26,8	0,0	5,8	4,1	13,8	44,8	59,0	80,2	0,0	85,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	268,1	52,4	2,1	6,5	28,9	14,9	0,0	4,6	3,8	6,0	34,3	44,8	69,6	0,0	52,6
Otro capital	102,0	24,6	0,8	2,7	9,2	11,9	0,0	1,2	0,3	7,8	10,6	14,2	10,6	0,0	32,8
En la zona del euro	196,5	29,6	2,2	8,8	11,3	7,2	0,0	5,4	-0,2	0,0	10,8	71,7	46,1	0,0	33,1
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	123,7	33,9	0,6	6,1	26,2	0,9	0,0	3,3	0,1	3,3	5,0	39,5	25,5	0,0	13,2
Otro capital	72,8	-4,3	1,6	2,7	-14,8	6,3	0,0	2,1	-0,4	-3,2	5,8	32,3	20,6	0,0	19,9
Inversiones de cartera: activos	234,6	107,4	2,8	7,5	83,7	9,9	3,5	17,8	5,8	17,0	-12,3	34,1	17,2	-1,0	48,5
Acc. y participaciones	-43,8	-17,0	-0,6	-4,3	-14,0	1,6	0,2	6,4	4,5	-26,5	-12,3	-17,3	20,4	-0,1	-2,0
Valores distintos de acciones	278,4	124,5	3,4	11,9	97,7	8,3	3,3	11,4	1,3	43,5	0,0	51,3	-3,3	-0,9	50,6
Bonos y obligaciones	209,9	94,0	2,3	4,2	78,8	7,0	1,6	12,4	0,5	11,6	1,2	53,2	-14,0	0,0	50,9
Instrum. mercado monetario	68,6	30,5	1,1	7,6	18,9	1,2	1,6	-1,0	0,8	31,9	-1,2	-1,9	10,7	-0,9	-0,4
Otras inversiones	-130,6	-169,2	30,9	2,2	-256,7	52,3	2,0	6,7	17,6	4,2	-79,1	-90,0	65,2	18,3	95,7
Activos	382,2	46,3	7,8	7,4	-37,8	62,6	6,2	2,7	8,4	26,9	-56,6	90,4	93,3	7,5	163,3
AAPP	-5,4	-2,2	-1,3	0,2	-2,0	-0,5	1,4	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,7	-4,1
IFM	253,1	8,0	9,0	6,9	-70,6	58,2	4,7	3,3	5,8	29,0	-57,9	93,1	67,0	6,8	98,0
Otros sectores	134,6	40,4	0,2	0,3	34,9	5,0	0,1	-0,5	2,7	-2,1	1,3	-2,8	26,3	0,0	69,4
Pasivos	512,8	215,5	-23,1	5,2	218,8	10,3	4,2	-3,9	-9,2	22,7	22,5	180,4	28,1	-10,8	67,6
AAPP	-6,2	-5,6	0,0	0,2	-2,7	0,0	-3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,1	0,4	-0,4
IFM	486,5	204,0	-23,6	2,0	218,3	4,8	2,4	-2,1	-10,4	24,0	26,3	180,8	11,0	-11,1	63,8
Otros sectores	32,6	17,0	0,5	2,9	3,2	5,5	4,9	-1,9	1,2	-1,3	-3,9	0,4	17,0	-0,1	4,2

Fuente: BCE.

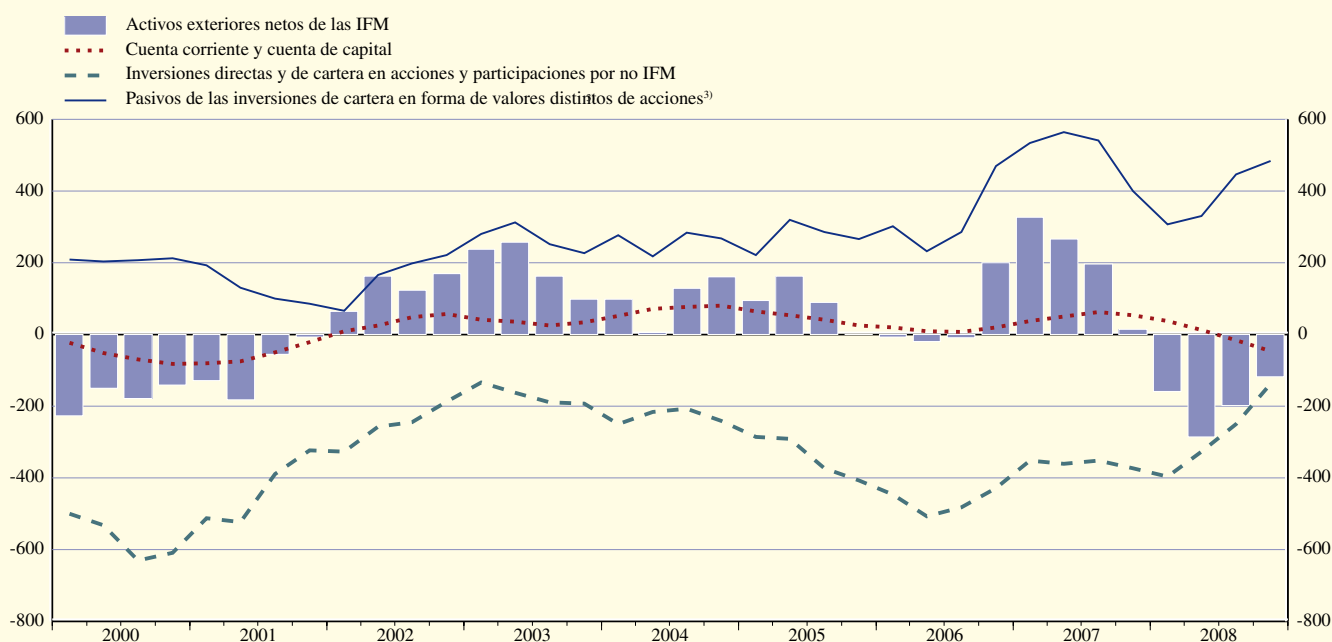
7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y partici- paciones ²⁾	Valores distintos de acciones ³⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	19,8	-381,6	264,2	-286,6	239,7	469,7	-225,9	223,7	3,2	-150,5	175,5	200,3
2007	53,4	-428,5	363,4	-184,1	50,3	399,5	-341,3	232,3	-54,1	-77,6	13,1	14,1
2008	-46,2	-311,7	48,4	30,5	-116,3	484,2	-76,1	46,9	-12,2	-158,6	-111,0	-118,2
2007 IV	17,3	-107,6	126,0	-19,4	-40,8	33,2	-39,2	0,3	-19,2	62,3	13,1	-6,6
2008 I	-0,9	-138,4	44,4	-21,3	4,4	75,3	-59,0	41,3	-21,2	2,3	-73,3	-84,7
II	-22,1	-33,2	-11,5	-82,2	-34,0	163,3	-8,4	-13,4	-8,6	-64,6	-114,7	-127,1
III	-10,8	-84,5	35,2	23,9	-88,6	174,1	-23,2	-2,1	-8,7	-24,3	-9,2	21,1
IV	-12,3	-55,6	-19,6	110,1	2,0	71,6	14,5	21,2	26,3	-71,9	86,2	72,5
2008 Ene	-12,1	-84,4	25,4	6,6	-10,1	52,8	3,5	27,1	-27,0	4,9	-13,2	-18,1
Feb	13,0	-34,1	18,8	-4,7	19,4	4,1	-35,7	-9,3	2,5	9,3	-16,8	-18,3
Mar	-1,8	-19,9	0,2	-23,2	-4,8	18,4	-26,8	23,5	3,3	-12,0	-43,2	-48,2
Abr	-4,4	12,4	-31,0	-20,1	-42,7	52,0	-5,5	-8,4	-2,8	-22,6	-73,0	-72,3
May	-20,1	-23,1	15,1	-42,9	-1,6	47,3	-2,9	-4,6	-10,3	-23,8	-67,0	-70,2
Jun	2,4	-22,5	4,5	-19,3	10,3	64,0	0,0	-0,4	4,6	-18,3	25,2	15,4
Jul	1,1	-35,7	10,6	6,2	-10,6	30,0	-2,2	12,4	0,1	-30,7	-18,7	-1,3
Ago	-8,6	-15,7	8,8	-2,2	-25,7	33,6	4,7	-11,3	-8,7	15,5	-9,5	-7,4
Sep	-3,3	-33,2	15,8	19,8	-52,3	110,4	-25,8	-3,2	-0,1	-9,1	19,0	29,8
Oct	-4,2	-12,7	1,6	75,8	-42,2	59,6	-21,9	41,4	25,4	-70,2	52,5	42,6
Nov	-10,4	-32,7	-16,6	4,6	12,2	48,0	2,2	7,7	-1,8	6,5	19,5	15,6
Dic	2,2	-10,1	-4,6	29,8	32,0	-36,0	34,2	-27,8	2,7	-8,3	14,2	14,4
2009 Ene	-17,7	-27,3	11,5	-16,2	-59,9	49,0	-1,5	-28,3	5,9	-36,4	-121,1	-118,5
	operaciones acumuladas de 12 meses											
2009 Ene	-51,8	-254,6	34,4	7,7	-166,0	480,4	-81,2	-8,4	20,7	-200,0	-218,9	-218,5

C35 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

2) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

3) Excluidos valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona del euro.

7.5 Comercio exterior de bienes

1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total				Pro memoria:		
				Bienes intermedios	Bienes de equipo		Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	En términos nominales (mm de euros; tasa de variación interanual para las columnas 1 y 2)												
2007	11,3	8,8	1.505,9	739,1	326,1	401,1	1.280,6	1.490,0	913,4	234,3	323,1	1.020,5	227,5
2008	3,9	7,3	1.561,7	768,5	333,0	409,5	1.306,9	1.592,9	1.010,2	228,1	327,1	1.022,5	287,1
2008 I	7,1	8,8	398,5	197,5	84,3	106,9	339,2	401,8	253,5	58,1	82,8	263,8	70,7
II	8,6	11,2	397,9	197,5	83,9	104,5	331,7	403,5	257,6	55,9	81,7	256,7	75,9
III	5,6	12,5	399,0	198,4	84,3	102,7	330,7	411,9	268,9	58,3	82,3	259,7	85,5
IV	-5,0	-2,5	366,3	175,1	80,6	95,4	305,3	375,7	230,3	55,9	80,3	242,3	55,0
2008 Ago	-2,5	6,2	130,9	65,2	26,7	33,6	109,0	135,2	88,7	19,2	27,1	86,3	28,4
Sep	9,3	15,6	133,6	65,5	29,0	34,4	110,2	136,6	88,3	19,1	27,6	86,1	26,0
Oct	0,1	3,2	129,4	63,2	28,0	33,4	107,8	132,2	83,6	18,6	27,2	83,7	23,0
Nov	-11,5	-5,3	119,8	57,2	25,7	31,3	99,1	124,7	76,4	18,9	26,7	81,0	17,4
Dic	-3,8	-6,0	117,1	54,8	26,8	30,7	98,4	118,7	70,3	18,4	26,4	77,6	14,6
2009 Ene	-24,1	-22,5	104,5	.	.	.	87,7	110,0	.	.	.	74,1	.
	En téminos reales (2000= 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)												
2007	8,8	7,3	144,7	141,7	153,2	144,8	142,0	129,3	123,4	143,5	141,7	134,7	107,7
2008	1,6	-0,5	146,8	142,1	156,0	146,2	143,5	128,2	121,5	141,0	140,8	133,4	105,9
2008 I	5,0	0,4	151,4	148,7	158,5	152,9	150,2	132,4	126,5	143,0	143,3	139,1	108,8
II	7,2	2,3	150,5	147,1	158,4	149,7	147,2	130,3	123,0	140,9	144,1	137,0	102,4
III	2,7	1,2	148,6	144,5	158,1	146,0	144,8	127,2	121,0	146,3	141,3	134,9	106,5
IV	-7,7	-5,8	136,5	128,0	148,9	136,2	131,7	122,7	115,4	133,8	134,4	122,5	105,8
2008 Ago	-4,8	-5,0	147,1	143,1	151,0	144,2	143,9	125,2	119,2	146,6	140,4	135,2	105,7
Sep	5,8	5,0	148,6	142,4	163,8	146,2	144,1	127,4	121,3	142,2	141,1	132,7	105,7
Oct	-2,8	-3,7	144,7	138,0	156,7	143,0	140,3	126,5	119,4	137,5	138,4	128,8	107,3
Nov	-14,1	-8,9	133,7	125,0	142,5	134,0	127,9	121,1	113,6	136,0	132,8	122,0	100,4
Dic	-6,0	-4,8	131,3	121,1	147,4	131,7	126,9	120,4	113,3	127,9	131,9	116,9	109,5
2009 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Precios²⁾

(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 memoria: Ind. manufacturera		Total (índice 2005 = 100)	Total				Pro memoria: Ind. manufacturera	
		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
2007	102,3	0,6	2,3	-0,3	0,9	2,6	0,6	105,9	0,2	2,4	-3,6	0,5	1,2	-0,3
2008	103,9	1,5	1,4	0,0	2,2	23,7	1,5	112,8	6,5	-0,1	-3,5	2,4	28,5	0,8
2008 II	104,1	1,5	0,6	-0,6	1,8	36,7	1,6	115,7	10,1	-1,4	-4,3	1,9	47,4	0,9
III	105,2	2,7	2,4	0,3	2,3	42,5	2,6	117,3	10,3	1,3	-3,6	2,3	43,3	1,9
IV	103,4	1,0	2,0	1,7	3,4	-11,6	0,9	107,4	-1,2	0,5	-1,6	3,7	-8,0	0,1
2008 Jul	105,1	2,6	2,0	-0,2	2,0	47,8	2,5	118,9	11,8	0,0	-3,6	1,9	51,1	2,0
Ago	105,1	2,5	2,3	0,2	2,4	43,0	2,5	117,3	11,0	1,3	-3,8	2,3	47,1	1,9
Sep	105,3	2,9	3,0	0,9	2,4	36,5	2,8	115,5	8,0	2,5	-3,2	2,5	31,6	2,0
Oct	104,7	2,4	3,0	1,7	3,5	11,2	2,2	111,5	3,3	1,5	-1,9	3,8	11,1	1,5
Nov	103,6	1,2	2,4	2,2	3,8	-16,7	1,0	107,7	-1,4	1,0	-1,2	4,4	-9,9	0,4
Dic	101,9	-0,5	0,6	1,2	2,9	-27,5	-0,6	103,0	-5,6	-1,2	-1,6	3,0	-24,0	-1,6

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en la sección 5.1 del cuadro 3, debido a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las operaciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, 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	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			Africa	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.)														
2007	1.505,9	34,2	55,6	230,1	214,8	67,8	82,4	41,5	196,1	296,8	60,5	34,3	87,5	61,6	137,5
2008	1.561,7	35,2	54,2	221,6	231,1	78,4	86,1	42,8	186,9	308,9	65,5	33,7	100,7	68,0	147,8
2007 III	381,6	8,7	14,3	58,7	54,7	17,4	20,7	10,3	49,4	75,2	15,6	8,5	22,1	15,4	34,8
IV	384,6	8,6	13,8	58,3	56,3	17,8	20,9	10,9	47,7	76,5	15,9	8,2	22,5	15,7	35,7
2008 I	398,5	8,9	14,0	57,2	58,9	19,9	21,3	12,2	49,6	79,5	16,9	8,7	24,1	16,3	36,5
II	397,9	9,1	14,5	58,2	59,5	20,0	22,0	11,3	47,3	77,9	16,9	8,5	24,9	16,5	36,7
III	399,0	9,1	14,1	56,4	60,0	20,7	21,8	10,8	46,3	76,8	16,0	8,3	26,5	17,8	38,7
IV	366,3	8,0	11,6	49,8	52,7	17,7	21,0	8,5	43,8	74,7	15,7	8,2	25,3	17,4	35,9
2008 Ago	130,9	3,1	4,7	18,2	19,8	6,5	7,2	3,5	15,4	25,4	5,2	2,7	8,9	5,8	12,4
Sep	133,6	2,9	4,6	18,7	20,1	7,0	7,3	3,5	15,7	25,5	5,2	2,7	8,8	6,1	13,2
Oct	129,4	2,9	4,4	18,3	19,3	6,7	7,2	3,2	14,9	25,2	5,5	2,7	8,5	6,2	12,6
Nov	119,8	2,5	3,8	16,1	17,3	5,4	7,0	2,7	14,8	24,8	5,3	2,7	8,3	5,3	11,8
Dic	117,1	2,6	3,4	15,3	16,1	5,6	6,8	2,6	14,1	24,7	5,0	2,7	8,4	6,0	11,5
2009 Ene	104,5	.	.	.	.	4,2	6,6	2,7	13,6	20,3	3,9	2,5	6,7	4,0	.
	En porcentaje del total de exportaciones														
2008	100,0	2,2	3,5	14,2	14,8	5,0	5,5	2,7	12,0	19,8	4,2	2,2	6,5	4,4	9,5
	Importaciones (c.i.f.)														
2007	1.490,0	28,7	52,0	169,3	168,9	101,9	67,2	32,4	131,9	455,9	172,8	59,1	113,7	75,1	93,0
2008	1.592,9	30,2	52,1	165,3	185,4	117,5	69,5	32,2	137,1	476,8	184,1	56,7	139,6	80,7	106,5
2007 III	375,2	7,2	12,9	43,0	42,8	24,7	17,1	8,2	33,3	115,2	44,7	14,8	27,8	18,6	24,2
IV	385,6	7,1	13,3	43,0	44,1	28,6	16,6	8,2	32,5	115,4	43,8	14,8	31,0	20,2	25,4
2008 I	401,8	7,4	13,7	43,7	46,5	29,4	16,8	8,6	34,7	121,1	44,9	14,8	34,4	20,2	25,5
II	403,5	7,7	13,5	42,1	47,3	30,6	17,5	8,4	33,9	119,6	44,9	14,5	36,9	19,9	26,1
III	411,9	7,9	13,4	42,1	47,6	33,4	17,8	8,1	34,9	122,7	47,6	14,0	37,6	21,0	25,2
IV	375,7	7,3	11,5	37,4	44,0	24,1	17,3	7,1	33,6	113,5	46,7	13,5	30,6	19,6	29,7
2008 Ago	135,2	2,5	4,3	14,2	15,9	10,5	5,9	2,7	11,2	41,0	16,0	4,6	12,4	7,2	7,3
Sep	136,6	2,6	4,5	13,9	15,8	10,8	5,9	2,7	11,6	40,3	15,9	4,7	12,3	7,1	9,0
Oct	132,2	2,4	4,3	13,9	15,5	9,4	5,9	2,5	11,0	39,5	16,0	4,6	10,8	6,6	10,5
Nov	124,7	2,4	3,7	11,9	15,0	7,9	5,8	2,5	11,2	37,8	15,5	4,5	10,2	6,6	9,7
Dic	118,7	2,4	3,5	11,6	13,5	6,8	5,7	2,1	11,4	36,2	15,2	4,4	9,6	6,3	9,6
2009 Ene	110,0	.	.	.	.	6,1	5,6	2,1	10,4	34,4	14,5	4,3	7,8	4,6	.
	En porcentaje del total de importaciones														
2008	100,0	1,9	3,3	10,4	11,6	7,3	4,4	2,0	8,6	29,9	11,6	3,6	8,7	5,1	6,7
	Saldo														
2007	15,9	5,5	3,6	60,8	45,9	-34,2	15,2	9,1	64,1	-159,1	-112,2	-24,8	-26,2	-13,4	44,4
2008	-31,2	5,0	2,1	56,3	45,8	-39,1	16,5	10,6	49,8	-167,9	-118,6	-23,0	-38,8	-12,7	41,3
2007 III	6,5	1,4	1,4	15,7	11,8	-7,4	3,6	2,1	16,1	-40,0	-29,2	-6,3	-5,7	-3,2	10,6
IV	-0,9	1,5	0,5	15,3	12,1	-10,8	4,3	2,7	15,2	-38,9	-27,8	-6,7	-8,5	-4,6	10,3
2008 I	-3,4	1,6	0,3	13,5	12,4	-9,4	4,5	3,6	14,9	-41,5	-28,0	-6,0	-10,3	-3,9	11,0
II	-5,6	1,5	0,9	16,1	12,2	-10,6	4,5	2,9	13,4	-41,7	-28,0	-5,9	-12,0	-3,3	10,6
III	-12,9	1,3	0,7	14,3	12,4	-12,7	3,9	2,7	11,4	-45,9	-31,6	-5,7	-11,1	-3,2	13,4
IV	-9,4	0,7	0,1	12,4	8,8	-6,4	3,7	1,4	10,2	-38,8	-31,1	-5,3	-5,4	-2,2	6,2
2008 Ago	-4,3	0,6	0,3	4,0	3,9	-4,0	1,3	0,8	4,3	-15,6	-10,8	-1,9	-3,5	-1,5	5,1
Sep	-3,0	0,4	0,1	4,8	4,3	-3,8	1,4	0,8	4,2	-14,7	-10,6	-2,0	-3,5	-1,0	4,2
Oct	-2,8	0,5	0,2	4,4	3,8	-2,6	1,3	0,7	3,9	-14,3	-10,5	-1,8	-2,3	-0,5	2,1
Nov	-4,9	0,1	0,1	4,2	2,3	-2,5	1,2	0,2	3,6	-13,0	-10,3	-1,8	-1,9	-1,3	2,1
Dic	-1,7	0,1	-0,1	3,7	2,6	-1,3	1,1	0,5	2,7	-11,4	-10,3	-1,7	-1,2	-0,4	2,0
2009 Ene	-5,5	.	.	.	.	-1,9	1,1	0,6	3,2	-14,1	-10,6	-1,8	-1,0	-0,6	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(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
2006	103,7	105,0	103,2	102,3	101,4	100,9	110,1	103,8
2007	107,9	109,0	107,1	106,4	104,5	104,4	114,3	107,1
2008	113,0	113,6	110,0	111,5	111,0	109,9	120,0	111,0
2008 I	112,9	113,8	111,4	111,4	110,2	109,2	119,6	111,2
II	116,0	116,6	113,1	114,4	113,6	112,7	122,9	114,0
III	114,1	114,3	110,2	112,5	112,7	110,5	120,8	111,4
IV	109,1	109,6	105,1	107,8	107,4	107,0	116,7	107,5
2009 I	111,9	112,3	105,8	-	-	-	120,1	110,2
2008 Mar	114,8	115,6	113,0	-	-	-	121,8	113,3
Abr	116,3	117,0	114,0	-	-	-	123,4	114,5
May	115,8	116,5	113,0	-	-	-	122,7	113,8
Jun	115,8	116,4	112,4	-	-	-	122,7	113,7
Jul	116,2	116,6	112,3	-	-	-	123,2	113,8
Ago	113,9	114,1	110,2	-	-	-	120,3	111,0
Sep	112,0	112,1	108,1	-	-	-	118,7	109,3
Oct	107,9	108,3	104,2	-	-	-	115,4	106,3
Nov	107,1	107,6	103,2	-	-	-	114,5	105,5
Dic	112,4	112,9	107,9	-	-	-	120,3	110,6
2009 Ene	111,9	112,3	106,5	-	-	-	119,9	110,1
Feb	110,4	110,8	104,4	-	-	-	118,6	108,8
Mar	113,3	113,6	106,4	-	-	-	121,6	111,5
	% variación sobre el mes anterior							
2009 Mar	2,6	2,6	2,0	-	-	-	2,6	2,5
	% variación sobre el año anterior							
2009 Mar	-1,4	-1,8	-5,8	-	-	-	-0,1	-1,6

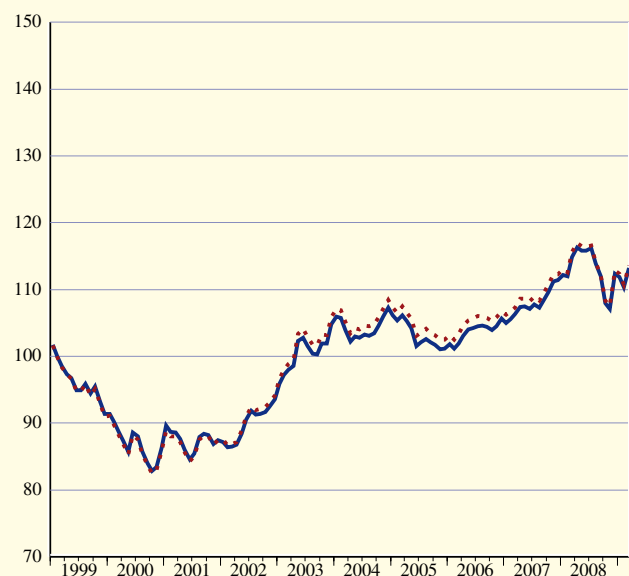
C36 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

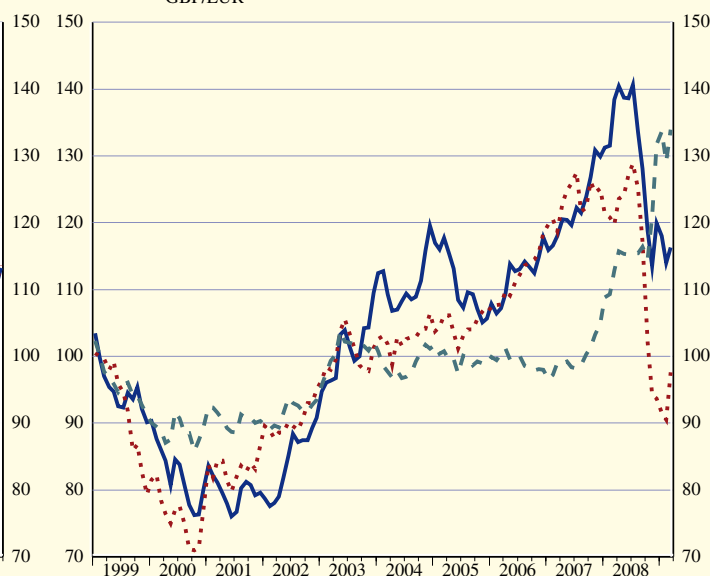
C37 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— TCE-21 nominal
 TCE-21 real deflactado por el IPC



— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para la 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
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
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
2008 III	7,4592	9,4738	0,79504	1,5050	161,83	1,6115	1.600,93	11,7372	2,1010	1,5650	8,0604	1,6955
2008 IV	7,4512	10,2335	0,83907	1,3180	126,71	1,5249	1.796,44	10,2191	1,9588	1,5916	8,9328	1,9606
2009 I	7,4514	10,9410	0,90878	1,3029	122,04	1,4977	1.847,59	10,1016	1,9709	1,6223	8,9472	1,9648
2008 Sep	7,4583	9,5637	0,79924	1,4370	153,20	1,5942	1.630,26	11,1905	2,0549	1,5201	8,1566	1,7543
2008 Oct	7,4545	9,8506	0,78668	1,3322	133,52	1,5194	1.759,07	10,3368	1,9666	1,5646	8,5928	1,9345
2008 Nov	7,4485	10,1275	0,83063	1,2732	123,28	1,5162	1.783,12	9,8687	1,9183	1,5509	8,8094	1,9381
2008 Dic	7,4503	10,7538	0,90448	1,3449	122,51	1,5393	1.850,06	10,4240	1,9888	1,6600	9,4228	2,0105
2009 Ene	7,4519	10,7264	0,91819	1,3239	119,73	1,4935	1.801,97	10,2687	1,9742	1,6233	9,2164	1,9633
2009 Feb	7,4514	10,9069	0,88691	1,2785	118,30	1,4904	1.843,90	9,9128	1,9411	1,5940	8,7838	1,9723
2009 Mar	7,4509	11,1767	0,91966	1,3050	127,65	1,5083	1.894,48	10,1138	1,9949	1,6470	8,8388	1,9594
	% variación sobre el mes anterior											
2009 Mar	0,0	2,5	3,7	2,1	7,9	1,2	2,7	2,0	2,8	3,3	0,6	-0,7
	% variación sobre el año anterior											
2009 Mar	-0,1	18,9	18,7	-16,0	-18,5	-4,1	24,4	-16,3	-7,2	6,1	10,9	16,9

	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
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090
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
2008 III	24,093	15,6466	0,7045	3,4528	236,07	3,3081	1,9558	3,5768	7,1827	1,8235
2008 IV	25,344	15,6466	0,7090	3,4528	263,36	3,7658	1,9558	3,8165	7,1752	2,0261
2009 I	27,601	15,6466	0,7061	3,4528	294,19	4,4988	1,9558	4,2682	7,4116	2,1635
2008 Sep	24,497	15,6466	0,7060	3,4528	240,68	3,3747	1,9558	3,6248	7,1223	1,7843
2008 Oct	24,768	15,6466	0,7093	3,4528	260,15	3,5767	1,9558	3,7479	7,1639	1,9612
2008 Nov	25,193	15,6466	0,7092	3,4528	265,32	3,7326	1,9558	3,7838	7,1366	2,0342
2008 Dic	26,120	15,6466	0,7084	3,4528	265,02	4,0044	1,9558	3,9227	7,2245	2,0894
2009 Ene	27,169	15,6466	0,7043	3,4528	279,86	4,2300	1,9558	4,2354	7,3603	2,1233
2009 Feb	28,461	15,6466	0,7056	3,4528	298,30	4,6467	1,9558	4,2864	7,4309	2,1280
2009 Mar	27,231	15,6466	0,7083	3,4528	304,14	4,6210	1,9558	4,2828	7,4430	2,2340
	% variación sobre el mes anterior									
2009 Mar	-4,3	0,0	0,4	0,0	2,0	-0,6	0,0	-0,1	0,2	5,0
	% variación sobre el año anterior									
2009 Mar	8,0	0,0	1,6	0,0	17,0	30,7	0,0	15,1	2,4	15,7

	Real brasileño ¹⁾	Yuan renminbi chino	Corona islandesa ²⁾	Rupia india ³⁾	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano ⁴⁾	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandes
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2006	2,7333	10,0096	87,76	56,844	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594
2007	2,6594	10,4178	87,63	56,419	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,614	14.165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2008 III	2,4986	10,2969	125,69	65,797	13.868,99	5,0209	15,5214	2,1094	68,422	36,4917	11,7055	50,959
2008 IV	3,0102	9,0155	261,87	64,007	14.469,21	4,6798	17,1856	2,2829	63,653	35,9649	13,0786	45,904
2009 I	3,0168	8,9066	-	64,795	15.174,96	4,7259	18,7267	2,4498	62,133	44,4165	12,9740	46,038
2008 Sep	2,5712	9,8252	131,33	65,412	13.430,23	4,9461	15,2805	2,1293	67,113	36,3727	11,5899	49,264
2008 Oct	2,9112	9,1071	274,64	64,587	13.283,63	4,6895	16,8177	2,1891	63,882	35,2144	12,9341	45,872
2008 Nov	2,8967	8,6950	242,95	62,144	14.984,85	4,5682	16,6735	2,2554	62,496	34,7964	12,8785	44,677
2008 Dic	3,2266	9,2205	290,00	65,146	15.276,62	4,7755	18,0764	2,4119	64,505	37,8999	13,4275	47,107
2009 Ene	3,0596	9,0496	-	64,510	14.802,07	4,7291	18,3762	2,4132	62,354	42,3282	13,1255	46,218
2009 Feb	2,9685	8,7406	-	62,885	15.233,33	4,6466	18,6536	2,4851	60,832	45,8079	12,8005	45,156
2009 Mar	3,0198	8,9210	-	66,803	15.477,84	4,7949	19,1278	2,4527	63,105	45,1451	12,9870	46,667
	% variación sobre el mes anterior											
2009 Mar	1,7	2,1	-	6,2	1,6	3,2	2,5	-1,3	3,7	-1,4	1,5	3,3
	% variación sobre el año anterior											
2009 Mar	14,2	-18,8	-	7,1	8,7	-3,0	14,8	26,8	-1,4	22,6	5,0	-4,5

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 2008, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.
- El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.
- Desde el 1 de enero de 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de esta moneda. Los datos anteriores son indicativos.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
IAPC											
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,7	2,3
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
2008 II	14,0	6,7	3,7	11,5	17,5	12,3	6,8	4,3	8,6	3,6	3,4
III	12,5	6,5	4,6	11,0	15,6	12,0	6,3	4,4	8,2	4,0	4,8
IV	9,0	4,4	3,0	8,7	11,9	9,4	4,2	3,6	6,9	2,7	3,9
2008 Oct	11,2	5,7	3,8	10,1	13,7	10,7	5,1	4,0	7,4	3,4	4,5
Nov	8,8	4,1	2,8	8,5	11,6	9,2	4,1	3,6	6,8	2,4	4,1
Dic	7,2	3,3	2,4	7,5	10,4	8,5	3,4	3,3	6,4	2,1	3,1
2009 Ene	6,0	1,4	1,7	4,7	9,7	9,5	2,4	3,2	6,8	2,0	3,0
Feb	5,4	1,3	1,7	3,9	9,4	8,5	2,9	3,6	6,9	2,2	3,2
Déficit(-) superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB											
2005	1,9	-3,6	5,2	1,5	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,2	2,4	-3,4
2006	3,0	-2,7	5,1	2,9	-0,2	-0,4	-9,3	-3,8	-2,2	2,3	-2,7
2007	0,1	-1,0	4,9	2,7	0,1	-1,2	-5,0	-2,0	-2,6	3,6	-2,8
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB											
2005	29,2	29,8	36,4	4,5	12,4	18,4	61,7	47,1	15,8	50,9	42,3
2006	22,7	29,6	30,5	4,3	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	45,9	43,4
2007	18,2	28,9	26,2	3,5	9,5	17,0	65,8	44,9	12,9	40,4	44,2
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período											
2008 Sep	5,17	4,42	4,37	-	6,60	5,45	7,99	5,89	8,32	3,90	4,57
Oct	5,17	4,53	4,43	-	6,60	5,40	9,57	6,35	8,27	3,57	4,52
Nov	6,00	4,52	4,06	-	7,60	8,16	9,41	6,23	8,38	3,34	4,13
Dic	7,76	4,30	3,50	-	9,03	9,00	8,31	5,70	8,38	2,67	3,37
2009 Ene	7,14	4,21	3,44	-	10,64	13,95	8,76	5,46	9,23	2,80	3,17
Feb	7,09	4,74	3,55	-	11,50	14,50	10,65	5,97	8,42	2,93	3,23
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período											
2008 Sep	7,32	3,81	5,42	6,34	6,35	5,80	8,62	6,56	13,00	5,33	5,91
Oct	7,69	4,19	5,99	6,69	10,03	7,00	8,95	6,80	18,21	5,27	6,13
Nov	7,89	4,24	6,08	7,25	12,19	7,86	-	6,74	15,24	4,50	4,45
Dic	7,74	3,89	5,29	7,84	13,94	9,20	11,18	6,38	14,70	2,75	3,20
2009 Ene	7,03	3,14	4,44	7,28	11,86	8,67	9,80	5,49	14,48	2,23	2,32
Feb	6,61	2,50	3,86	6,90	10,65	7,19	-	4,69	14,61	1,52	2,09
PIB real											
2007	6,2	6,0	1,6	6,3	10,0	8,9	1,1	6,7	6,2	2,6	3,0
2008	6,0	3,2	-1,1	-3,6	-4,6	3,0	0,5	4,8	7,1	-0,2	0,7
2008 II	7,1	4,0	1,0	-1,1	-2,9	4,6	1,4	5,5	9,3	0,8	1,7
III	6,8	2,9	-1,5	-3,5	-5,6	2,0	0,4	4,9	9,2	-0,5	0,2
IV	3,5	0,7	-3,6	-9,7	-10,4	-1,3	-1,3	3,1	2,9	-4,4	-1,9
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB											
2007	-27,2	-2,6	0,7	-16,9	-20,6	-12,8	-5,3	-3,6	-12,9	8,5	-2,7
2008	-24,5	-2,2	1,8	-7,7	-11,2	-9,7	-7,3	-4,4	-11,8	8,2	-1,5
2008 II	-30,3	-4,5	3,3	-9,6	-11,4	-13,5	-7,1	-4,2	-15,0	5,7	-1,3
III	-14,2	-3,0	3,4	-6,5	-11,0	-8,4	-9,2	-4,2	-10,9	9,1	-2,1
IV	-28,7	-5,2	2,8	-3,5	-7,0	-2,9	-9,1	-5,0	-8,3	7,7	-1,6
Costes laborales unitarios											
2007	14,2	3,1	4,2	19,8	27,0	10,3	4,7	2,4	14,6	4,7	1,3
2008	16,2	3,5	7,0	17,5	23,2	10,6	4,7	6,3	15,1	2,7	2,6
2008 II	17,7	3,8	3,8	15,2	22,6	11,4	-	-	-	0,5	0,7
III	13,0	2,9	.	19,6	24,5	12,0	-	-	-	2,2	1,1
IV	17,5	4,6	.	13,8	18,5	9,3	-	-	-	6,0	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)											
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	6,1	5,3
2008	5,6	4,4	3,4	5,5	7,5	6,0	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2008 II	5,8	4,3	3,2	4,2	6,3	4,8	7,8	7,3	5,8	5,8	5,3
III	5,3	4,3	3,3	6,3	7,5	6,3	7,8	6,9	5,7	6,1	5,8
IV	5,1	4,5	3,8	7,5	10,3	8,4	8,1	6,9	5,8	6,9	6,3
2008 Oct	5,1	4,4	3,6	6,9	9,2	7,2	7,8	6,8	5,8	6,7	6,1
Nov	5,0	4,5	3,8	7,4	10,3	8,3	8,1	6,9	5,8	7,0	6,3
Dic	5,3	4,6	4,1	8,4	11,4	9,7	8,4	7,0	5,8	7,0	6,4
2009 Ene	5,3	4,9	4,4	9,1	13,0	11,6	8,4	7,1	.	7,2	.
Feb	5,5	4,9	4,8	9,9	14,4	13,7	8,7	7,4	.	7,5	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

9.2 En Estados Unidos y Japón

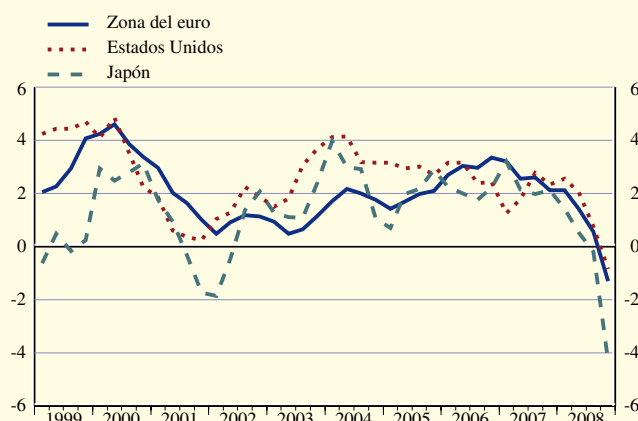
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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 ³⁾ (cupón cero), fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro	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											
2005	3,4	2,2	2,9	4,2	5,1	4,3	3,57	4,84	1,2441	-3,3	49,1
2006	3,2	2,8	2,8	2,7	4,6	5,0	5,20	5,41	1,2556	-2,2	48,5
2007	2,9	2,7	2,0	1,6	4,6	5,7	5,30	5,35	1,3705	-2,9	49,3
2008	3,8	0,9	1,1	-3,0	5,8	6,8	2,93	4,39	1,4708	.	56,8
2008 I	4,1	0,0	2,5	1,3	4,9	6,3	3,29	4,48	1,4976	-4,0	50,4
II	4,4	0,2	2,1	-0,9	5,4	6,2	2,75	4,66	1,5622	-5,7	49,6
III	5,3	1,7	0,7	-3,9	6,1	6,1	2,91	4,69	1,5050	-5,9	52,8
IV	1,6	1,8	-0,8	-8,5	6,9	8,5	2,77	3,71	1,3180	.	56,8
2009 I	.	.	.	.	.	.	1,24	3,03	1,3029	.	.
2008 Nov	1,1	-	-	-8,3	6,8	8,0	2,28	3,95	1,2732	-	-
Dic	0,1	-	-	-11,3	7,2	9,9	1,83	2,75	1,3449	-	-
2009 Ene	0,0	-	-	-13,6	7,6	10,5	1,21	2,75	1,3239	-	-
Feb	0,2	-	-	-13,8	8,1	9,8	1,24	3,20	1,2785	-	-
Mar	.	-	-	.	.	.	1,27	3,15	1,3050	-	-
Japón											
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,49	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-0,6	2,1	4,5	4,1	1,0	0,30	1,98	146,02	-1,6	160,0
2007	0,1	-1,9	2,4	2,8	3,8	1,6	0,79	1,89	161,25	-2,5	156,1
2008	1,4	.	-0,7	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,67	152,45	.	.
2008 I	1,0	0,1	1,4	2,3	3,9	2,2	0,92	1,61	157,80	.	.
II	1,4	0,1	0,5	1,0	4,0	2,0	0,92	1,85	163,35	.	.
III	2,2	0,8	-0,2	-1,3	4,0	2,2	0,90	1,75	161,83	.	.
IV	1,0	.	-4,3	-14,8	4,0	1,8	0,96	1,46	126,71	.	.
2009 I	.	.	.	.	.	.	0,67	1,24	122,04	.	.
2008 Nov	1,0	-	-	-16,6	4,0	1,8	0,91	1,50	123,28	-	-
Dic	0,4	-	-	-20,9	4,3	1,8	0,92	1,33	122,51	-	-
2009 Ene	0,0	-	-	-31,0	4,2	1,9	0,73	1,27	119,73	-	-
Feb	-0,1	-	-	-38,5	4,4	2,1	0,64	1,20	118,30	-	-
Mar	.	-	-	.	.	.	0,62	1,26	127,65	-	-

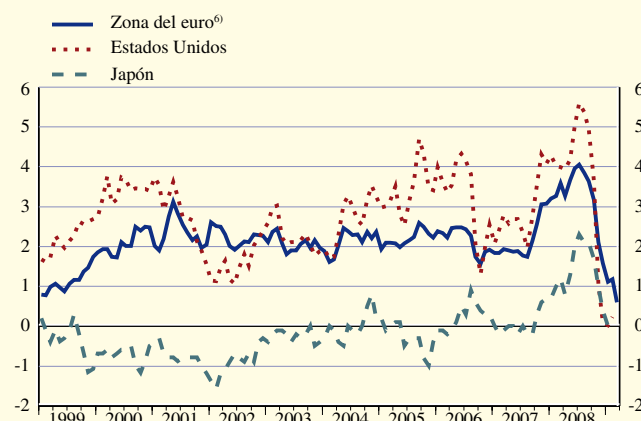
C38 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C39 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; 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); cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, 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	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C16	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C17	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C19	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C20	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C21	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C22	Nuevos depósitos a plazo	S43
C23	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C24	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C25	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C26	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
C27	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
C28	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C29	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C30	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C31	Cuenta corriente	S60
C32	Bienes	S61
C33	Servicios	S61
C34	Inversiones netas directas y de cartera	S64
C35	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S69
C36	Tipos de cambio efectivos	S72
C37	Tipos de cambio bilaterales	S72
C38	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C39	Índices de precios de consumo	S75

NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA 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:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS A LAS 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 se dispone ahora 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 «Money, banking and financial markets», 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:

$$f) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 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 la 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. En particular, 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 ajusta-

dos³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se derivan 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.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En el cuadro 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. Por lo que respecta a las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. De la misma manera, en la cuenta financiera también se refleja esta identidad contable, 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 los cuadros 3.1 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo.

¹ Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto del 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

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 del 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

El excedente neto de explotación y la renta mixta sólo 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 sólo se define para los sectores residentes y se calcula como 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 sólo 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 suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como 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), y más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por 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]. Para los sectores de hogares y de sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre estos saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera, respectivamente.

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, se 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 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 obtenido 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 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 diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

RELATIVAS A LAS 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, excluyen 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 sal-

dos nocionales. 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 nocionales 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 del 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir 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 nocionales 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 su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES

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 nocionales. 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 l) y m), 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:

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS AL 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.

RELATIVAS AL 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 ser-

vicios 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.

RELATIVAS A LA 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 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.

4 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto del 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».



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 1 de abril de 2009.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2009 se refieren al Euro-16 (la zona del euro que incluye Eslovaquia) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, lo que, cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año respectivo de incorporación a la zona del euro de Grecia (2001), Eslovenia (2007), Chipre (2008), Malta (2008) y Eslovaquia (2009), calculadas tomando como base el año anterior al año de incorporación, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de estos países a la zona. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Eslovaquia pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>).

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Así, los datos anteriores al 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 el 2001 y el 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. Los datos del 2007 se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia. Los datos del 2008 se refieren al Euro-15, es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta, y, a partir del 2009, los datos se refieren al Euro-16, es decir, el Euro-15 más Eslovaquia.

Dado que la composición de la Unidad de Cuenta Europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio correspondiente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 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 son, a menudo, 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.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) 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 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. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno, donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

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 (BCN) 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 porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente 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 (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 fi-

nanciero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), 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 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 (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 las 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 en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Monetary Financial Institutions and Markets Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers. Third Edition» (BCE, marzo del 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre del 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 Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

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 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 (SEC 95).

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de renta de la propiedad (para

el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas «cuentas no financieras de la zona del euro» [es decir, cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

de los hogares, y los saldos vivos de los balances financieros conforme a una presentación más analítica. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite la descripción 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 y los saldos vivos del balance financiero conforme a una presentación más analítica.

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 (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (cuadros 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 (es decir, el Euro-15 más Eslovaquia) (composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y 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 residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. 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 los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran 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 un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con 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 las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente por referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los 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 los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los 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 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 los 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 emitidos 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 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 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 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 de la sección 4.4 aparecen 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, 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 dicha zona. Los tipos de interés de 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 por los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso y período inicial de fijación de los tipos de interés. Las nuevas estadísticas de tipos de interés sustituyen a las diez series estadísticas relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que, desde enero de 1999, se venían publicando en el Boletín Mensual.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, 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 tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día hasta diciembre de 1998, 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 hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta diciembre de 1998 se disponía de 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 el cuadro 4.7 se presentan los tipos de interés de fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson³. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de rendimientos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales

de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de 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, relativo a las estadísticas a corto plazo⁴. Desde enero del 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas a corto plazo la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) nº 1893/2006 del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) nº 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos⁵. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E),

3 Véase Svensson, L. E., 1994, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research.

4 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n° 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007⁶. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el uso son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 10 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n° 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁷, y en el Reglamento de aplicación (CE) n° 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁸. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador

de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial. Las series de la zona del euro excluyen Chipre y Malta.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), 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.

6 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

7 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

8 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁹, que modifica al SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit 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 n° 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 3605/93 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no

financieras trimestrales de las Administraciones Públicas¹⁰. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con los Reglamentos (CE) n° 501/2004 y n° 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTA AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)¹¹, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹². En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo del 2007), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales 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, el 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 del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones

9 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

10 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

11 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

12 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero del 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con fines de presentación conjunta de datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 8 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de donde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extra-territoriales y a organismos internacionales. La

desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre la renta de la inversión pendiente de pago a Brasil, China continental, India y Rusia. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero del 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 del 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero del 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero del 2008). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que, en gran medida, 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. es parcialmente estimada 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. se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones con información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos de las reservas internacionales del 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 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que las transacciones de balanza de pagos reflejan las transacciones de la contrapartida exterior de M3. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las transacciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores hasta dos años distintos de acciones. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica so-

bre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 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 los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y los precios industriales de exportación (o precios industriales de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2006, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio c.i.f. (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las impor-

taciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio f.o.b. (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, incluidos todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre del 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 los 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 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-21 está integrado por los 11 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El

grupo TCE-41 incluye, además de los del TCE-21, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 8, titulado «Los tipos de cambio efectivos del euro tras las recientes ampliaciones de la zona del euro y de la UE», en el Boletín Mensual de marzo del 2007, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 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. Se ha incluido por primera vez en la columna 26 el tipo de cambio de referencia de la rupia india frente al euro. No obstante, se considera que los datos anteriores al 1 de enero de 2009 son tipos de cambio indicativos.

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. 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,

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.

decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el 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 del 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 Euro-sistema, que permanecerá vigente hasta el final del 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 del 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 del 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 fijo 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 financia-

ción 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 del 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 del final del 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.





DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2008

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2008. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre enero y marzo del 2009. 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 2007», abril 2008.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2008».

«Informe de Convergencia mayo 2008: Introducción, marco para el análisis, situación de la convergencia económica y resúmenes de países».

BOLETÍN MENSUAL, EDICIÓN ESPECIAL

«10º aniversario del BCE 1998-2008», mayo 2008.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«Evolución de la productividad y política monetaria», enero 2008.

«Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro», enero 2008.

«Experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas», enero 2008.

«El análisis del mercado monetario de la zona del euro desde la perspectiva de la política monetaria», febrero 2008.

«La titulización en la zona del euro», febrero 2008.

«Las nuevas curvas de rendimientos de la zona del euro», febrero 2008.

«La inversión empresarial en la zona del euro y el papel de la situación financiera de las empresas», abril 2008.

«Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro», abril 2008.

«Evolución de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE», abril 2008.

«Estabilidad de precios y crecimiento», mayo 2008.

«Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros», mayo 2008.

«Una política monetaria y múltiples políticas fiscales para garantizar el buen funcionamiento de la UEM», julio 2008.

«El comercio de servicios en la zona del euro: algunos hechos estilizados clave», julio 2008.

«El Eurosistema presta asistencia técnica a las regiones vecinas a la UE», julio 2008.

«La dimensión externa del análisis monetario», agosto 2008.

«El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», agosto 2008.

«Diez años del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», octubre 2008.

«Fusiones y adquisiciones bancarias transfronterizas e inversores institucionales», octubre 2008.

«Seguimiento de la evolución de los costes laborales en los países de la zona del euro», noviembre 2008.

- «Valoración de los mercados de valores y prima de riesgo de las acciones», noviembre 2008.
- «Diez años de TARGET y puesta en marcha de TARGET2», noviembre 2008.
- «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.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 6 «The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law», S. Kerjean, junio 2008.
- 7 «Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects», P. Athanassiou y N. Mas-Guix, julio 2008.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 78 «A framework for assessing global imbalances», T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora y R. Straub, enero 2008.
- 79 «The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues», P. Moutot, A. Jung y F. P. Mongelli, enero 2008.
- 80 «China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?», M. Bussière y A. Mehl, enero 2008.
- 81 «Measuring financial integration in new EU Member States», M. Baltzer, L. Capiello, R. A. De Santis y S. Manganeli, marzo 2008.
- 82 «The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation», L. Capiello y G. Ferrucci, marzo 2008.
- 83 «The predictability of monetary policy», T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch y J. Turunen, marzo 2008.
- 84 «Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise», G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk y C. Van Nieuwenhuyze, mayo 2008.
- 85 «Benchmarking the Lisbon strategy», D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca y W. Coussens, mayo 2008.
- 86 «Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach», M. M. Borys, É. K. Polgár y A. Zlate, junio 2008.
- 87 «Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, junio 2008.
- 88 «Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia», S. Herrmann y A. Winkler, junio 2008.

- 89 «An analysis of youth unemployment in the euro area», R. Gómez-Salvador y N. Leiner-Killinger, junio 2008.
- 90 «Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts», M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi y N. Vidalis, julio 2008.
- 91 «The impact of sovereign wealth funds on global financial markets», R. Beck y M. Fidora, julio 2008.
- 92 «The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy», M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf y D. Peschel, julio 2008.
- 93 «Russia, EU enlargement and the euro», Z. Polański y A. Winkler, agosto 2008.
- 94 «The changing role of the exchange rate in a globalised economy», F. di Mauro, R. Rüffer e I. Bunda, septiembre 2008.
- 95 «Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems», Grupo de expertos sobre retos relacionados con la estabilidad financiera en los países candidatos del Comité de Relaciones Internacionales, septiembre 2008.
- 96 «The monetary presentation of the euro area balance of payments», L. Bê Duc, F. Mayerlen y P. Sola, septiembre 2008.
- 97 «Globalisation and the competitiveness of the euro area», F. di Mauro y K. Forster, septiembre 2008.
- 98 «Will oil prices decline over the long run?», R. Kaufmann, P. Karadeloglou y F. di Mauro, octubre 2008.
- 99 «The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches», A. M. Agresti, P. Baudino y P. Poloni, noviembre 2008.
- 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», un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, marzo 2009.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

- «Research Bulletin», n.º 7, junio 2008.
«Research Bulletin», n.º 8, marzo 2009.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 989 «Modelling loans to non-financial corporations in the euro area», C. Kok Sørensen, D. Marqués Ibáñez y C. Rossi, enero 2009.
- 990 «Fiscal policy, housing and stock prices», A. Afonso y R. M. Sousa, enero 2009.
- 991 «The macroeconomic effects of fiscal policy», A. Afonso y R. M. Sousa, enero 2009.
- 992 «FDI and productivity convergence in central and eastern Europe: an industry-level investigation», M. Bijsterbosch y M. Kolasa, enero 2009.
- 993 «Has emerging Asia decoupled? An analysis of production and trade linkages using the Asian international input-output table», G. Pula y T. A. Peltonen, enero 2009.
- 994 «Fiscal sustainability and policy implications for the euro area», F. Balassone, J. Cunha, G. Lange-nus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer y P. Tommasino, enero 2009.
- 995 «Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?», M. Ca' Zorzi, A. Chudik y A. Dieppe, enero 2009.
- 996 «What drives euro area break-even inflation rates?», M. Ciccarelli y J. A. García, enero 2009.
- 997 «Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial corporations», C. Coluzzi, A. Ferrando y C. Martínez-Carrascal, enero 2009.
- 998 «Infinite-dimensional VARs and factor models», A. Chudik y M. H. Pesaran, enero 2009.
- 999 «Risk-adjusted forecasts of oil prices», P. Pagano y M. Pisani, enero 2009.

- 1000 «Wealth effects in emerging market economies», T. A. Peltonen, R. M. Sousa e I. S. Vansteenkiste, enero 2009.
- 1001 «Identifying the elasticity of substitution with biased technical change», M. A. León-Ledesma, P. McAdam y A. Willman, enero 2009.
- 1002 «Assessing portfolio credit risk changes in a sample of EU large and complex banking groups in reaction to macroeconomic shocks», O. Castrén, T. Fitzpatrick y M. Sydow, febrero 2009.
- 1003 «Real wages over the business cycle: OECD evidence from the time and frequency domains», J. Messina, C. Strozzi y J. Turunen, febrero 2009.
- 1004 «Characterising the inflation-targeting regime in South Korea», M. Sánchez, febrero 2009.
- 1005 «Labour market institutions and macroeconomic volatility in a panel of OECD countries», F. Rumler y J. Scharler, febrero 2009.
- 1006 «Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition», P. Du Caju, C. Fuss y L. Wintr, febrero 2009.
- 1007 «Sequential bargaining in a new-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation», G. de Walque, O. Pierrard, H. Sneessens y R. Wouters, febrero 2009.
- 1008 «Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions», K. Nikolaou, febrero 2009.
- 1009 «Optimal sticky prices under rational inattention», B. Maćkowiak y M. Wiederholt, febrero 2009.
- 1010 «Business cycles in the euro area», D. Giannone, M. Lenza y L. Reichlin, febrero 2009.
- 1011 «The global dimension of inflation – evidence from factor-augmented Phillips curves», S. Eickmeier y K. Moll, febrero 2009.
- 1012 «Petrodollars and imports of oil-exporting countries», R. Beck y A. Kamps, febrero 2009.
- 1013 «Structural breaks, cointegration, and the Fisher effect», A. Beyer, A. Haug y B. Dewald, febrero 2009.
- 1014 «Asset prices and current account fluctuations in G7 economies», M. Fratzscher y R. Straub, febrero 2009.
- 1015 «Inflation forecasting in the new EU Member States», O. Arratibel, C. Kamps y N. Leiner-Killinger, febrero 2009.
- 1016 «When does lumpy factor adjustment matter for aggregate dynamics?», S. Fahr y F. Yao, marzo 2009.
- 1017 «Optimal Prediction Pools», J. Geweke y G. Amisano, marzo 2009.
- 1018 «Cross-Border Mergers and acquisitions: Financial and institutional forces», N. Coeurdacier, R. A. De Santis y A. Aviat, marzo 2009.
- 1019 «What drives returns to euro area housing? Evidence from a dynamic dividend-discount model», P. Hiebert y M. Sydow, marzo 2009.
- 1020 «Opting out of the Great Inflation: German monetary policy after the break down of Bretton Woods», A. Beyer, V. Gaspar, C. Gerberding y O. Issing, marzo 2009.
- 1021 «Rigid labour compensation and flexible employment? Firm-level evidence with regard to productivity for Belgium», C. Fuss y L. Wintr, marzo 2009.
- 1022 «Understanding inter-industry wage structures in the euro area», V. Genre, K. Kohn y D. Momferatou, marzo 2009.
- 1023 «Bank loan announcements and borrower stock returns: does bank origin matter?», S. Ongena y V. Roscovan, marzo 2009.
- 1024 «Funding liquidity risk: definition and measurement», M. Drehmann y K. Nikolaou, marzo 2009.
- 1025 «Liquidity risk premia in unsecured interbank money markets», J. Eisenschmidt y J. Tapking, marzo 2009.
- 1026 «Do house price developments spill over across euro area countries? Evidence from a Global VAR», P. Hiebert y I. Vansteenkiste, marzo 2009.
- 1027 «Long run evidence on money growth y inflation», L. Benati, marzo 2009.

- 1028 «Large debt financing: syndicated loans versus corporate bonds», Y. Altunbaş, A. Kara y D. Marqués-Ibáñez, marzo 2009.
- 1029 «The role of fiscal transfers for regional economic convergence in Europe», C. Checherita, C. Nickel y P. Rother, marzo 2009.
- 1030 «Forecast evaluation of small nested model sets», K. Hubrich y K. D. West, marzo 2009.
- 1031 «Global roles of currencies», C. Thimann», marzo 2009.
- 1032 «Assessing long-term fiscal developments - a new approach», A. Afonso, L. Agnello, D. Furceri y R. M. Sousa, marzo 2009.
- 1033 «Fiscal competition over taxes and public inputs - theory and evidence», S. Hauptmeier, F. Mittermaier y J. Rincke, marzo 2009.
- 1034 «The role of the United States in the global economy and its evolution over time», S. Déés y A. Saint-Guilhem, marzo 2009.
- 1035 «The role of labor markets for euro area monetary policy», K. Christoffel, K. Kuester y T. Linzert, marzo 2009.
- 1036 «Search in the product market and the real business cycle», T. Y. Mathä y O. Pierrard, marzo 2009.
- 1037 «What do asset prices have to say about risk appetite and uncertainty?», G. Bekaert, M. Hoerova y M. Scheicher, marzo 2009.
- 1038 «Are ‘intrinsic inflation persistence’ models structural in the sense of Lucas (1976)?», L. Benati, marzo 2009.
- 1039 «‘Real Time’ early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity», L. Alessi y C. Detken, marzo 2009.
- 1040 «The external and domestic side of macroeconomic adjustment in China», R. Straub y C. Thimann, marzo 2009.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union», enero 2008 (sólo en Internet).
- «Oversight framework for card payment schemes – standards», enero 2008 (sólo en Internet).
- «The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006», febrero 2008.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», marzo 2008 (sólo en Internet).
- «ECB statistics quality framework (SQF)», abril 2008 (sólo en Internet).
- «Quality assurance procedures within the ECB statistical function», abril 2008 (sólo en Internet).
- «ECB statistics – an overview», abril 2008 (sólo en Internet).
- «TARGET Annual Report 2007», abril 2008 (sólo en Internet).
- «Financial integration in Europe», abril 2008.
- «Financial Stability Review», junio 2008.
- «Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», junio 2008.
- «The international role of the euro», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Payment systems and market infrastructure oversight report», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments», julio 2008.
- «CCBM2 User Requirements 4.1», julio 2008 (sólo en Internet).

«Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007», septiembre 2008.

«New procedure for constructing ECB staff projection ranges», septiembre 2008 (sólo en Internet).

«Commission's draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation», septiembre 2008 (sólo en Internet).

«Euro money market survey», septiembre 2008 (sólo en Internet).

«EU banking structures», octubre 2008 (sólo en Internet).

«28/10/2008 Letter from the ECB President to Mr Mario Borghezio, Member of the European Parliament», octubre 2008 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, octubre 2008 (sólo en Internet).

«A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008», noviembre 2008.

«La aplicación de la política monetaria en la zona del euro. Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», noviembre 2008.

«The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of 'legally and operationally located in the euro area'», noviembre 2008 (sólo en Internet).

«Zona Única de Pagos en Euros - Sexto Informe», noviembre 2008 (sólo en Internet).

«EU banks' liquidity stress-testing and contingency funding plans», noviembre 2008 (sólo en Internet).

«Government finance statistics guide», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Financial Stability Review», diciembre 2008.

«Covered bonds in the EU financial system», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«The incentive structure of the 'originate and distribute' model», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament», enero 2009 (sólo en Internet).

«Euro money market study 2008», febrero 2009 (sólo en Internet).

«Eurosystem oversight policy framework», febrero 2009 (sólo en Internet).

«Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments», febrero 2009 (sólo en Internet).

«European Commission's consultation on hedge funds – Eurosystem contribution», febrero 2009 (sólo en Internet).

«Guiding principles for bank asset support schemes», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament», marzo 2009 (sólo 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 (sólo 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 (sólo en Internet).

«Eurosystème's SEPA expectations», marzo 2009 (sólo en Internet).
«Housing finance in the euro area», marzo 2009 (sólo en Internet).
«Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (sólo en Internet).
«Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (sólo en Internet).

FOLLETOS INFORMATIVOS

«The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», 2.ª edición, abril 2008.
«Price stability – why is it important for you?», junio 2008.
«A single currency – an integrated market infrastructure», septiembre 2008.

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.

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): La necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: Un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Deuda (Administraciones Públicas): La deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): Préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período.

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 (CEPB): 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: Un 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.

Operación de financiación a plazo más largo: Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

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: La 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): El 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): La proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad 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): La proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado o por hora trabajada: La 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 variable: Procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida puján tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

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 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 constitutivo de la Comunidad Europea, han adoptado el euro como moneda única.