



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

BOLETÍN MENSUAL MAYO

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

05 | 2009

06 | 2009

07 | 2009

08 | 2009

09 | 2009

10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL MAYO 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 6 de mayo 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 Efectos de la caída del precio del petróleo en la balanza por cuenta corriente de algunas economías	11
2 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2009	23
3 Cuentas integradas de la zona del euro hasta el cuarto trimestre del 2008	44
4 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al segundo trimestre del 2009	55
5 Evolución reciente de la acumulación de existencias	62
6 El sector de la construcción durante la desaceleración económica	67
7 Evolución reciente de los precios del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro y competitividad en términos de precios	77

ARTÍCULOS

Expectativas e instrumentación de la política monetaria	83
Cinco años en la Unión Europea	101
Agencias de calificación crediticia: Evolución y cuestiones de política	119

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 7 de mayo de 2009, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en otros 25 puntos básicos y el tipo de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta situarlos en el 1% y el 1,75%, respectivamente, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009. El tipo de interés de la facilidad de depósito se mantuvo sin cambios en el 0,25%. Tras esta decisión, el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema ha experimentado una reducción total de 325 puntos básicos desde el 8 de octubre de 2008.

El nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE es el apropiado teniendo en cuenta toda la información y análisis disponibles. Además de la rebaja de los tipos de interés, el Consejo de Gobierno decidió el 7 de mayo de 2009 ampliar sus medidas de apoyo al crédito. Como continuación de las operaciones realizadas desde octubre del 2008, en consonancia con las mismas, y en reconocimiento del papel fundamental desempeñado por el sistema bancario en la financiación de la economía de la zona del euro, el Eurosistema efectuará operaciones de financiación a plazo más largo de inyección de liquidez con vencimiento a un año. Las operaciones se efectuarán mediante subastas a tipo fijo con adjudicación plena, y el tipo de interés de la primera de ellas, que se anunciará el 23 de junio de 2009, será el de las operaciones principales de financiación en ese momento. Posteriormente, el tipo fijo aplicable podrá ser el resultante de añadir una prima al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, en función de las circunstancias del momento.

El Consejo de Gobierno decidió, en principio, que el Eurosistema adquirirá instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief denominados en euros emitidos en la zona del euro. Los detalles de las modalidades se anunciarán tras la reunión del Consejo de Gobierno del 4 de junio de 2009.

Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió que el Banco Europeo de Inversiones será admitido como entidad de contrapartida para las operacio-

nes de política monetaria del Eurosistema a partir del 8 de julio de 2009 y en las mismas condiciones que el resto de entidades de contrapartida.

Estas decisiones se han adoptado para apoyar el actual descenso de los tipos de interés a plazo del mercado monetario, animar a las entidades de crédito a mantener e incrementar sus préstamos a clientes, contribuir a mejorar la liquidez en importantes segmentos del mercado de renta fija privada, y suavizar las condiciones de financiación para las entidades de crédito y las empresas.

Las decisiones tienen en cuenta la expectativa de que la evolución de los precios seguirá siendo moderada debido al considerable descenso registrado anteriormente por los precios de las materias primas y al 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 parecen mostrar algunos signos de estabilización en niveles muy bajos, tras un primer trimestre mucho más débil de lo esperado. La economía mundial, incluida la zona del euro, sigue atravesando una contracción severa, con la perspectiva de que tanto la demanda interna como la externa se mantengan muy débiles en el 2009 y comiencen a recuperarse gradualmente en el 2010. Esta valoración contempla una serie de elementos adversos, como la continuación del deterioro del mercado de trabajo, que probablemente se confirmen durante los próximos meses. Paralelamente, los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen 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 resultados del análisis monetario confirman que las presiones inflacionistas han disminuido, y que el crecimiento monetario y crediticio ha seguido ralentizándose en los últimos meses. En este contexto, tras sus decisiones del 7 de mayo, 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.

Por lo que se refiere al análisis económico, como reflejo del impacto de las turbulencias de los mer-



cados financieros, la actividad económica siguió debilitándose sustancialmente en la zona del euro en el primer trimestre del 2009, en paralelo a la continuación de la contracción de la actividad económica mundial. Dicho debilitamiento en el primer trimestre parece haber sido significativamente más acusado de lo proyectado en marzo. Más recientemente, los datos de las encuestas han mostrado ciertas señales de estabilización, aunque en niveles muy bajos. En general, es probable que la actividad económica sea muy débil durante el resto del año y se recupere gradualmente en el 2010. En particular, la notable caída de los precios de las materias primas desde verano del 2008 favorece la renta real disponible y, por tanto, el consumo. Asimismo, tanto la demanda externa como la interna deberían beneficiarse cada vez más de los efectos de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de las adoptadas para normalizar el funcionamiento del sistema financiero, tanto dentro como fuera de la zona del euro.

Habida cuenta de estas medidas y de sus efectos, así como del crecimiento considerablemente negativo en el primer trimestre del presente año y de las últimas previsiones publicadas por instituciones públicas, los riesgos para estas perspectivas siguen estando, en general, equilibrados. En cuanto a los riesgos a la baja, existe preocupación por que las turbulencias de los mercados financieros puedan tener un impacto más fuerte sobre la economía real, y por la posibilidad de una intensificación de las presiones proteccionistas y de una evolución adversa de la economía mundial como consecuencia de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Al mismo tiempo, pueden observarse efectos positivos mayores de lo esperado debido a la disminución de los precios de las materias primas y a las medidas adoptadas.

La inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 0,6% en abril, sin cambios respecto a marzo, según la estimación preliminar de Eurostat. El descenso de la inflación desde verano refleja fundamentalmente la considerable caída de los precios mundiales de las materias primas durante este 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 el comportamiento a más corto plazo del IAPC. En consecuencia, el Consejo de Gobierno espera que las tasas de inflación interanuales continúen reduciéndose y se sitúen temporalmente en niveles negativos durante algunos meses a mediados de este año. Posteriormente, es de esperar que las tasas de inflación interanuales vuelvan a incrementarse. Sin embargo, dicha evolución a corto plazo no es relevante desde la perspectiva de la política monetaria. A más largo plazo, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles positivos inferiores al 2% en el 2010, y que la atonía persistente de la demanda en la zona del euro y en otras regiones modere la evolución de los precios. 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 general, equilibrados y se refieren, en particular, a riesgos relacionados con las perspectivas de actividad económica y con los precios de las materias primas.

En cuanto al análisis monetario, los últimos datos confirman la continuada desaceleración del ritmo de expansión monetaria subyacente, como muestran, por ejemplo, los nuevos descensos simultáneos de la tasa de crecimiento interanual de M3 y de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, hasta el 5,1% y el 3,2%, respectivamente. Esta desaceleración apoya la valoración de un debilitamiento de las presiones inflacionistas a medio plazo.

La evolución intermensual de M3 y sus componentes ha seguido siendo volátil y los datos de marzo muestran una contracción en la mayoría de sus saldos vivos. En parte, esto puede ser reflejo de las respuestas de los inversores a la anterior rebaja de los tipos de interés oficiales del BCE, que ha reducido la remuneración de los depósitos a corto plazo

y de los instrumentos negociables y ha favorecido la correspondiente reestructuración de la distribución de fondos dentro de M3 y el desplazamiento hacia instrumentos no incluidos en M3.

El saldo vivo de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado volvió a reducirse en marzo, como reflejo principalmente del flujo negativo de crédito a las sociedades no financieras. El descenso del volumen de financiación sigue estando relacionado fundamentalmente con los préstamos a plazos más cortos, mientras que el flujo neto de préstamos a plazos más largos continuó siendo positivo. Es probable que la disminución del crédito a corto plazo se deba en gran medida al descenso de la demanda tras el notable deterioro de la actividad económica y de las perspectivas empresariales a principios de año. Los tipos de interés de los préstamos a corto plazo y de los préstamos a tipo variable concedidos a hogares y sociedades no financieras se han reducido significativamente en los últimos meses, lo que indica que la transmisión de los impulsos de la política monetaria a la economía continúa. En general, los datos monetarios y crediticios más recientes apoyan la valoración de que tanto las entidades de crédito como los sectores tenedores de dinero están reduciendo sus elevados niveles de apalancamiento acumulados durante los últimos años.

En síntesis, la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno el 7 de mayo tiene en cuenta la expectativa de que la considerable bajada de los precios de las materias primas registrada anteriormente y el notable debilitamiento de la actividad económica en la zona del euro y en todo el mundo continuarán conteniendo la evolución de los precios. Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes parecen mostrar algunos signos de estabilización en niveles muy bajos, tras un primer trimestre mucho más débil de lo esperado. La economía mundial, incluida la zona del euro, sigue atravesando una contracción severa, con la posibilidad de que tanto la demanda interna como la externa se mantengan muy débiles durante el 2009 y comiencen a recuperarse gradualmente durante el 2010. Esta valoración contempla una serie de elementos adversos, como la continuación del

deterioro del mercado de trabajo, que posiblemente se materialicen durante los próximos meses. Paralelamente, 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 disminuido, como muestra la continuada ralentización del crecimiento monetario y crediticio en los últimos meses. En este contexto, tras sus decisiones del 7 de mayo, 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.

En general, desde la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008, el Eurosistema ha adoptado medidas sin precedentes por su naturaleza, alcance y calendario. Como consecuencia, se ha observado una clara disminución de los principales tipos de interés del mercado monetario que las entidades de crédito de la zona del euro utilizan habitualmente como referencia para revisar las condiciones de los préstamos a tipo variable y para valorar la remuneración de los nuevos préstamos a corto plazo, lo que se ha traducido en marcados descensos de los tipos de dichas categorías de préstamos a hogares y sociedades no financieras. Puesto que la transmisión de la política monetaria se produce con retardo, las medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno influirán de manera progresiva en la economía. Mediante dichas medidas, la política monetaria ha concedido un estímulo continuado a hogares y empresas.

El Consejo de Gobierno se asegurará de que, una vez mejore el entorno macroeconómico, puedan revertirse rápidamente las medidas adoptadas y se absorba la liquidez proporcionada a fin de poder contrarrestar toda amenaza para la estabilidad de precios a medio y a más largo plazo de manera efectiva y en el momento oportuno. El Consejo de Gobierno continuará garantizando el 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 cuanto a las políticas fiscales, las proyecciones más recientes para los países de la zona del euro apuntan a continuas revisiones de las estimaciones y de las previsiones relativas a los saldos presupuestarios. El aumento de los déficit y la incidencia presupuestaria de las medidas de apoyo al sector financiero darán lugar a incrementos significativos de las ratios de deuda pública en relación al PIB. Asimismo, las proyecciones actualizadas de la Comisión Europea y del Comité de Política Económica de la UE bajo mandato del Consejo ECOFIN indican que para la mayoría de los países constituye un reto afrontar los costes presupuestarios derivados del envejecimiento de la población. Por tanto, es primordial que los países asuman un compromiso firme y creíble con el saneamiento para volver a posiciones fiscales sólidas que respeten estrictamente las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Esto permitirá mantener la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas y apoyará la recuperación económica y el crecimiento a largo plazo. La credibilidad de los compromisos de saneamiento presupuestario se verá reforzada si dichos compromisos se inscri-

ben en marcos de políticas nacionales orientadas al medio plazo.

En lo concerniente a las reformas estructurales, es fundamental en el momento actual poner énfasis en el fortalecimiento de la capacidad de ajuste y de la flexibilidad de la economía de la zona del euro, en consonancia con el principio de una economía de mercado abierta. Para ello ha de acelerarse la aplicación de las reformas de los mercados de trabajo, a fin de contribuir a un adecuado proceso de fijación de salarios y a la movilidad geográfica y sectorial, y de los mercados de productos, para fomentar la competencia y acelerar la reestructuración.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero analiza el papel central de las expectativas, en particular de unas expectativas de inflación a largo plazo bien ancladas, para la instrumentación de la política monetaria. El segundo describe las principales características institucionales y económicas de los doce países que se incorporaron a la UE en mayo del 2004 y enero del 2007, poniendo en perspectiva la evolución de los acontecimientos desde su adhesión a la UE. En el tercero se examinan los hechos y cuestiones de política más importantes relativos al tratamiento regulador de las agencias de calificación crediticia.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Aunque la economía mundial continúa enfrentándose a una severa recesión, los indicadores recientes apuntan a una desaceleración del ritmo de deterioro de la actividad económica. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas mundiales se han ido reduciendo con rapidez, debido a efectos de base que tienen su origen en un descenso de los precios de las materias primas, un debilitamiento de la situación de los mercados de trabajo y un mayor grado de atonía de la economía mundial.

1.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Aunque la economía mundial continúa enfrentándose a una severa recesión, los indicadores recientes apuntan a una desaceleración del ritmo de deterioro de la actividad económica. En marzo, el Índice general de directores de compras (PMI en sus siglas en inglés) señalaba unas tasas de contracción más lentas para la producción manufacturera y la actividad del sector servicios. En general, las cifras del índice de producción media correspondientes al primer trimestre del 2009 se situaban ligeramente por encima del mínimo histórico del trimestre anterior. Las tasas de contracción de la producción manufacturera se suavizaron aún más en abril.

Las presiones inflacionistas mundiales se han ido reduciendo con rapidez, debido a efectos de base que tienen su origen en un descenso de los precios de las materias primas, un debilitamiento de la situación de los mercados de trabajo y un mayor grado de atonía de la economía mundial. En los países de la OCDE, la inflación general medida por el IPC aumentó un 0,9% en el año transcurrido hasta marzo del 2009, en comparación con el 1,3% del mes anterior. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por el IPC se incrementó un 1,8% en marzo. El índice general de precios de los consumos intermedios de la encuesta a directores de compras se redujo aún más en marzo, señalando así un nuevo deterioro de los costes. En abril, aumentó el índice general de precios de los consumos intermedios del sector manufacturero, aunque se mantuvo en un mínimo histórico, lo que sugiere nuevas caídas de los costes en dicho sector (véase gráfico 1).

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, se mantuvo la atonía de la actividad económica. La economía siguió contrayéndose en el primer trimestre del 2009, aunque la evidencia reciente apunta a una desaceleración del ritmo de deterioro. Las estimaciones preliminares indican que el PIB real se redujo un 6,1% en tasa anualizada en el primer trimestre del 2009, frente al 6,3% del trimestre anterior. Si bien el gasto en consumo personal, mayor de lo previsto, limitó esta caída, la contracción de la inversión privada en capital fijo y los flujos comerciales experimentaron una aceleración. Además, la rápida tasa de liquidación de las existencias redujo el crecimiento del PIB en 2,8 puntos porcentuales. De cara al futuro, las perspectivas del gasto en consumo se ven ensombrecidas por el acusado deterioro de las condicio-

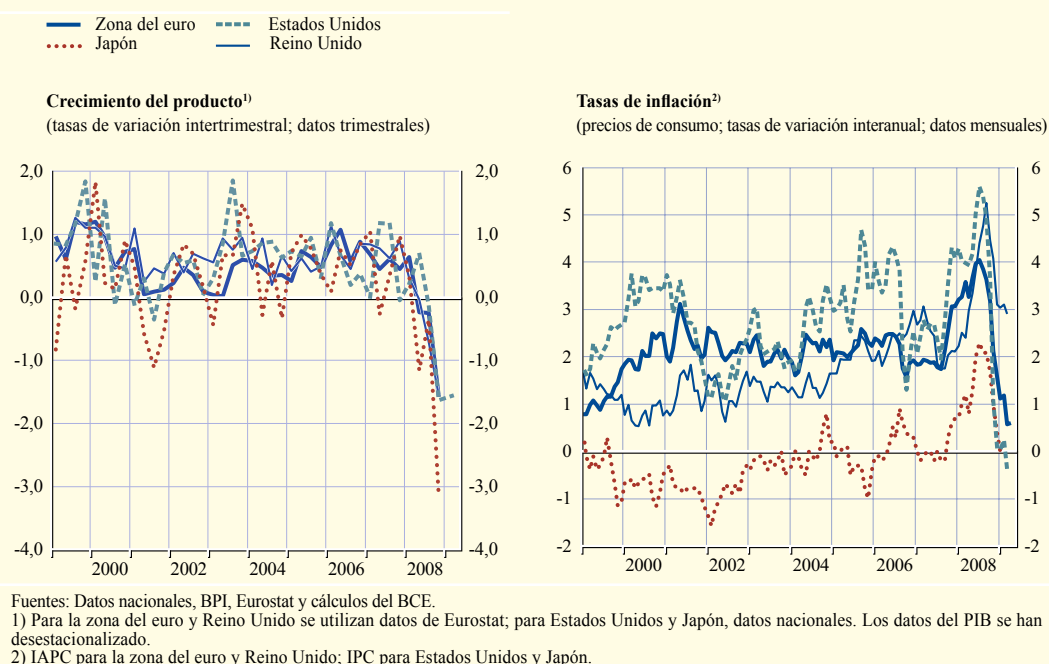
Gráfico 1 Evolución de los precios internacionales

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



Fuentes: OCDE y Markit.

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



nes del mercado de trabajo y los efectos negativos sobre la riqueza. El comportamiento de las exportaciones también ha sido insatisfactorio, debido a una ralentización del comercio internacional y al descenso de la actividad económica en otros países. En este contexto, la caída de los precios de las materias primas, unida a las notables medidas de política adoptadas para estimular la economía deberían respaldar hasta cierto punto la actividad económica (véase, en el recuadro 1, una descripción del impacto potencial de la caída de los precios del petróleo en el segundo semestre del 2008 sobre la balanza por cuenta corriente de algunas economías). Además, de cara al futuro, la acusada corrección a la baja de las existencias acumuladas podría considerarse una señal positiva para las perspectivas de una gradual recuperación.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, el IPC se redujo un 0,4% en el año transcurrido hasta marzo del 2009, siendo ésta la primera caída interanual observada desde 1955. Esta evolución refleja fuertes efectos de base derivados de la caída de los precios de las materias primas. La mayor atonía de la economía debería limitar las presiones al alza de los precios en el futuro. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,8% en marzo, sin variación con respecto al mes anterior.

El 29 de abril, 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 en mayor medida el funcionamiento de los mercados financieros y mejorar las condiciones de concesión de créditos, la Reserva Federal manifestó su intención de seguir recurriendo a políticas monetarias no convencionales basándose en el tamaño y la composición de su balance.

Recuadro I

EFFECTOS DE LA CAÍDA DEL PRECIO DEL PETRÓLEO EN LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE ALGUNAS ECONOMÍAS

La caída de los precios del petróleo y de otras materias primas ha influido significativamente en la dinámica del ajuste de la balanza por cuenta corriente mundial. Tras alcanzar un máximo de 136 dólares estadounidenses por barril en julio del 2008, los precios del petróleo han bajado desde entonces más de un 60%, hasta situarse en torno a 50 dólares por barril. Al mismo tiempo, los saldos comerciales del petróleo de las principales economías industrializadas han mejorado considerablemente y se han reducido los déficit por cuenta corriente. En este contexto, se presentan a continuación algunas estimaciones del ahorro neto que podrían obtener las principales economías importadoras de petróleo (incluidas la zona del euro y las dos economías que registran mayores desequilibrios por cuenta corriente en términos nominales: Estados Unidos y China) como consecuencia de la reciente caída de los precios del petróleo. El análisis se centra en dos formas en las que dicha caída podría afectar al ahorro neto de las economías importadoras de petróleo: i) directamente, suponiendo que el volumen de sus importaciones se mantenga estable a corto plazo y, ii) indirectamente, ya que las exportaciones reales de bienes de los países importadores de petróleo se reducen como resultado de la caída de la demanda de importaciones en los países exportadores de petróleo, al disminuir los ingresos provenientes de las exportaciones de crudo^{1,2}. El primero de estos efectos tiende a mejorar el saldo de la balanza por cuenta corriente de los países importadores de petróleo, mientras que el segundo tiende a deteriorarlo.

Efectos directos e indirectos

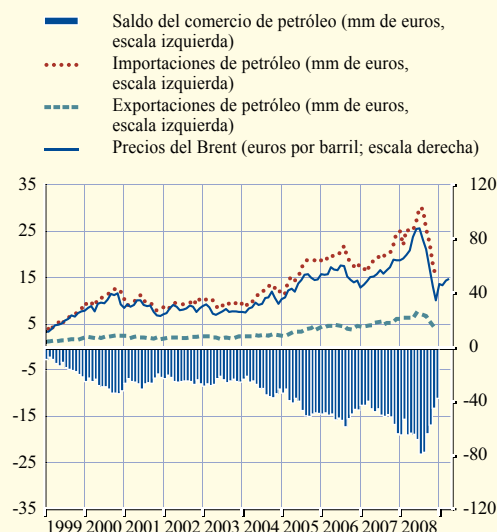
Las economías que registran el mayor volumen de importaciones de petróleo son las que más se beneficiarán del efecto directo de la caída de los precios del petróleo ya que, en el corto plazo, los saldos netos del petróleo de dichas economías probablemente reaccionarán de forma proporcional al descenso de los precios (véase el gráfico). Así pues, Estados Unidos y la zona del euro, cuyas importaciones netas de petróleo alcanzaron un valor de alrededor de 386 mm de dólares y de 217 mm de euros (337 mm de dólares), respectivamente, en el 2008, serán las más beneficiadas (véase cuadro A).

1 El análisis excluye cualquier otra variación relativa en volúmenes o precios que pudiera afectar a la relación real de intercambio y a los tipos de cambio reales.

2 A los efectos de este trabajo, se consideran países exportadores de petróleo Noruega, Rusia y los países miembros de la OPEP excluido Irak.

Precios del petróleo y saldo del comercio de petróleo de la zona del euro

(datos mensuales)



Fuente: BCE.

Nota: Datos desestacionalizados y ajustados por días laborables; las observaciones más recientes corresponden a diciembre del 2008, salvo las relativas al precio del Brent (abril del 2009).

Cuadro A Importaciones netas de petróleo y exportaciones de bienes a las economías exportadoras de petróleo

	Importaciones netas de petróleo en el 2008		Importaciones netas de petróleo estimadas a 50 USD el barril		Exportaciones de bienes a países exportadores de petróleo en el 2007	
	mm de USD	% del PIB	mm de USD	% del PIB	mm de USD	% del PIB
Zona del euro	337	2,4	167	1,2	191	1,6
Estados Unidos	386	2,7	208	1,5	60	0,4
China	135	3,2	69	1,6	78	2,4
Resto del mundo	587	-	301	-	382	-
Total	1.445	-	746	-	711	-

Fuente: Estimaciones de los expertos del BCE basadas en datos del BCE, Perspectivas de la Economía Mundial (FMI) y Direction of Trade Statistics (FMI).

Nota: El precio medio del barril de crudo en el 2008 fue de 103 dólares estadounidenses.

Al mismo tiempo, el efecto indirecto de la caída del precio del petróleo sobre las exportaciones reales de bienes tendrá un impacto mayor en las economías que exportan un volumen de bienes relativamente grande a los países exportadores de petróleo, ya que la demanda de importaciones probablemente se reducirá en estos últimos. Entre esas economías, se encuentra la zona del euro, aunque el valor en euros de las exportaciones de bienes de la zona a los países exportadores de petróleo sólo asciende a unos dos tercios de su factura total del petróleo (véase cuadro A).

Efectos combinados

El efecto combinado de la caída de los precios del petróleo sobre la balanza por cuenta corriente se estima sumando los efectos directo e indirecto. El efecto indirecto se simula considerando diversos grados de ajuste a la demanda de importaciones de los países exportadores de petróleo. Tomando como referencia un precio medio del crudo de 50 dólares estadounidenses el barril, los ingresos de estos países se reducirían en unos 700 mm de dólares. Las consecuencias de una caída de los precios del petróleo para el ahorro neto de los países importadores se simulan utilizando cuatro escenarios. En lo que respecta a las importaciones de los países exportadores de petróleo, podría ocurrir (a) que no se reduzcan las importaciones (lo que representaría el límite superior de las «ganancias» que podrían obtener los importadores); (b) que las importaciones se reduzcan en el equivalente a un 20% del descenso de los ingresos provenientes de las exportaciones de crudo (basándose en la evidencia empírica de la respuesta asimétrica de la demanda de importaciones de los exportadores de petróleo a las variaciones positivas y negativas de los ingresos provenientes del petróleo); (c) que las importaciones se reduzcan en el equivalente a un 60% de dichos ingresos (lo que representaría un escenario conservador respecto a las «ganancias» potenciales de los importadores de petróleo), o (d) que la reducción de las importaciones sea igual al 100% del descenso de los ingresos provenientes de las exportaciones del petróleo (es decir, el «peor escenario posible», en el que el descenso de las exportaciones nominales de petróleo se traduce, unidad por unidad, en una reducción de la demanda de importaciones de los países exportadores). El escenario (b) se basa en estimaciones internas del BCE, que indican que un descenso de los precios del petróleo tiende a traducirse en una reducción de las importaciones de los países exportadores de petróleo de alrededor del 20% del descenso de los ingresos petroleros, mientras que la reacción correspondiente ante una subida de los precios del cru-

- 3 La magnitud de la caída de la demanda de importaciones en los escenarios (b) y (c) se basa en los coeficientes de la regresión en panel de doce países exportadores de petróleo entre 1980 y el 2008, que sugiere que, en períodos de aumento de los precios del petróleo, el incremento de la demanda de importaciones en los países exportadores de petróleo absorbe alrededor del 63% de los ingresos adicionales, mientras que, en períodos de caída de los precios, la demanda de importaciones de dichos países se reduce tan sólo en un equivalente al 19% del descenso de los ingresos provenientes del petróleo.

Cuadro B Ahorro neto estimado de los efectos combinados de un descenso de las importaciones nominales de petróleo y de las exportaciones de bienes a los países exportadores de petróleo

Reacción de las importaciones: en porcentaje del descenso de los ingresos petroleros	Escenario (a) Ninguna 0%		Escenario (b) Débil 20%		Escenario (c) Fuerte 60%		Escenario (d) Total 100%	
	mm de USD	% del PIB	mm de USD	% del PIB	mm de USD	% del PIB	mm de USD	% del PIB
Zona del euro								
1) Efecto directo	170	(1,2)	170	(1,2)	170	(1,2)	170	(1,2)
2) Efecto indirecto	0	(0,0)	-37	(-0,3)	-121	(-0,9)	-192	(-1,4)
Efecto combinado (1+2)	170	(1,2)	134	(0,9)	49	(0,3)	-22	(-0,2)
United States								
1) Efecto directo	190	(1,3)	190	(1,3)	190	(1,3)	190	(1,3)
2) Efecto indirecto	0	(0,0)	-11	(-0,1)	-36	(-0,2)	-57	(-0,4)
Efecto combinado (1+2)	190	(1,3)	179	(1,2)	154	(1,1)	133	(0,9)
China								
1) Efecto directo	66	(1,4)	66	(1,4)	66	(1,4)	66	(1,4)
2) Efecto indirecto	0	(0,0)	-15	(-0,3)	-49	(-1,0)	-78	(-1,6)
Efecto combinado (1+2)	66	(1,4)	51	(1,1)	17	(0,3)	-12	(-0,3)

Fuente: Estimaciones de los expertos del BCE basadas en datos de Perspectivas de la Economía Mundial, FMI.

do es de un aumento de las importaciones del 60%, aproximadamente³. Esta última reacción se incluye como escenario (c) a fin de ofrecer un amplio espectro de impactos potenciales.

Estos efectos combinados se resumen en el cuadro B, suponiendo que la reducción de las importaciones, por parte de los países exportadores de petróleo, se distribuyera conforme a la participación de sus socios comerciales en las importaciones totales de bienes (es decir, un 27%, un 11% y un 8%, respectivamente, para la zona del euro, China y Estados Unidos)⁴. El escenario extremo, es decir, que no se produjera un ajuste de la demanda de importaciones de los países exportadores de petróleo implica un notable ahorro neto para todas las economías importadoras de petróleo, que se situaría entre el 1,3% y el 1,4% del PIB en el caso de Estados Unidos y China, y en el 1,2% del PIB en el caso de la zona del euro, habida cuenta de que su participación en las importaciones netas de petróleo es relativamente menor. Los escenarios (b) y (c), que se basan en reducciones de las importaciones de alrededor del 20% y del 60%, todavía entrañan un significativo ahorro neto para las tres regiones, que se situaría entre el 0,9% y el 1,2% del PIB si se materializara el escenario más favorable, pero que se reduciría hasta el 0,3% en el caso de la zona del euro si la demanda de importaciones de los países exportadores de petróleo sufriese un ajuste de mayor envergadura. La mayor sensibilidad del ahorro neto (como consecuencia de una caída de los precios del petróleo) de la zona del euro y de China frente a un ajuste de la demanda de importaciones de los países exportadores de crudo refleja la mayor importancia de estos países como socios comerciales de estas economías en comparación con Estados Unidos. Así pues, en el escenario extremo, aunque altamente improbable, de que la demanda de importaciones de los países exportadores de petróleo se ajuste totalmente en respuesta al descenso de sus ingresos petroleros, el ahorro implícito podría tornarse negativo en el caso de la zona del euro y China.

Si bien este análisis sugiere que el ahorro neto resultante de un descenso de los precios del petróleo podría ser sustancial, también hay que tener en cuenta otros factores susceptibles de afectar al grado en que dicho descenso podría beneficiar a la zona del euro y a otros importadores de petróleo. En primer lugar, el efecto

4 La participación en el comercio se basa en los flujos del comercio bilateral del año 2007, último año completo para el que se dispone de datos.

implícito sobre el ahorro neto depende en su totalidad del supuesto de que el precio del petróleo se sitúe en 50 dólares por barril y, si los precios se recuperan a lo largo del año, podría ser distinto al que se estima aquí. En segundo lugar, el análisis se centra en el efecto que la caída del precio del petróleo podría tener sobre el ahorro neto, y no aborda otros factores que afectan a la cuenta corriente de la balanza de pagos, como las variaciones de los tipos de cambio y de otros precios relativos. No obstante, lo fundamental del análisis es que el ahorro neto que supone para las economías importadoras de petróleo probablemente sea sustancial, incluso aunque los países exportadores de petróleo reaccionen reduciendo notablemente su demanda de importaciones. El motivo principal es que, en el 2008, las exportaciones de petróleo superaron ampliamente la demanda de importaciones de los principales países exportadores de petróleo.

JAPÓN

En Japón, la situación económica siguió deteriorándose. La encuesta Tankan del Banco de Japón sobre la evolución del clima empresarial registró un mínimo histórico para las grandes empresas del sector manufacturero, como consecuencia del desplome de las exportaciones y de los efectos de contagio a la economía interna. No obstante, la confianza de los consumidores aumentó en marzo por primera vez desde que, en diciembre del 2008, registrara un mínimo histórico. Al mismo tiempo, la contracción del comercio se ha desacelerado ligeramente, con una caída de las exportaciones del 45,6%, en tasa interanual, en marzo del 2009, frente al 49,4% de febrero, y una caída de las importaciones del 36,7%, en tasa interanual, en marzo, frente al 43% del mes anterior.

La inflación medida por los precios de consumo continuó reduciéndose en marzo, arrastrada por la mayor atonía económica. En conjunto, la inflación medida por el IPC bajó hasta el -0,3% en marzo, frente al -0,1% de febrero. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación se mantuvo en valores negativos en marzo (-0,3%), mientras que, excluidos los alimentos frescos, se tornó negativa situándose, en marzo, en -0,1%.

En su reunión de 30 de abril de 2009, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en torno al 0,1%, el objetivo de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, los indicadores más recientes confirman las expectativas actuales de que, en el 2009, se registrará una pronunciada recesión. Según las estimaciones provisionales, el PIB real experimentó una contracción del 1,9% (en tasa intertrimestral) en el primer trimestre del 2009, sobrepasando así la expectativa del 1,5%. El descenso fue especialmente acusado en la actividad del sector manufacturero, que se redujo un 6,2% durante el mismo período. En los últimos meses, la confianza ha caído tanto en el sector servicios como en el sector industrial, mientras que la confianza de los consumidores y del comercio al por menor aumentó ligeramente en febrero y marzo. El índice Halifax de precios de la vivienda mantuvo su tendencia descendente con una caída del 17,5%, en tasa interanual, en marzo. Se prevé que el prolongado descenso de los precios de los inmuebles, sumado al debilitamiento de la demanda agregada y a las crecientes dificultades para acceder a la financiación externa, reducirá la inversión empresarial. Se espera que la demanda exterior neta contribuya positivamente al crecimiento del PIB, como consecuencia de la notable depreciación de la libra esterlina. La inflación interanual, medida por el IAPC, se redujo en marzo hasta el 2,9% y se prevé que se sitúe por debajo del objetivo del 2% a lo largo del 2009. El 7 de mayo, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener sin variación, en el 0,5%, el tipo de cambio oficial e incrementar en 50 mm de libras esterlinas, hasta un total de 125 mm de libras, la cuantía de su programa de compras de activos.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la actividad económica fue débil en el primer trimestre del 2009. La inflación se redujo en casi todos los países en marzo. En Suecia, el PIB experimentó una contracción del 2,4%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2008, debido a las condiciones financieras más restrictivas, al debilitamiento de la demanda externa y a una mayor cautela por parte de los hogares. Estos factores también están moderando la actividad económica en Dinamarca, que registró una contracción del producto del 2% en el cuarto trimestre del 2008. Los indicadores de actividad a corto plazo apuntan a un nuevo debilitamiento de la actividad económica en ambos países. En los últimos meses, la inflación, medida por el IAPC, se ha mantenido en niveles bajos en estos dos países, reduciéndose, en marzo, hasta el 1,9% en Suecia y hasta el 1,6% en Dinamarca. El 2 de abril de 2009, el Danmarks Nationalbank decidió rebajar su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 2%. El 20 de abril, el Sveriges Riksbank decidió recortar el tipo de interés de las operaciones dobles en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 0,5%.

En Hungría, la economía experimentó una contracción del 1,2%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2008. En el mismo período, el crecimiento del PIB real también se redujo un 0,9%, en tasa intertrimestral, en la República Checa. Asimismo, la actividad económica registró una acusada caída, hasta el 2,9% en tasa interanual, en Rumanía en el cuarto trimestre del 2008, como resultado de una fuerte contracción en tasa intertrimestral. La actividad económica resistió mejor en Polonia, en donde el crecimiento intertrimestral siguió siendo positivo (0,3%) en el cuarto trimestre del 2008, debido a que la demanda interna continuó creciendo de forma más sólida que en otros países de la región. Los indicadores a corto plazo sugieren que la actividad económica seguirá siendo débil en todos los países. Las tasas de inflación interanual, medidas por el IAPC, repuntaron ligeramente en marzo, hasta el 1,7% en la República Checa y hasta el 4% en Polonia, pero se redujeron hasta el 2,8% en Hungría y hasta el 6,7% en Rumanía.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

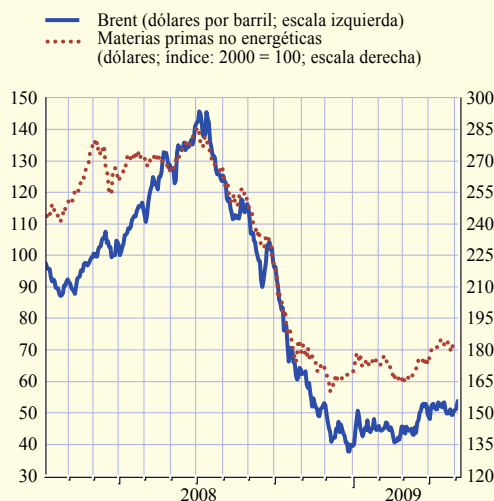
Los datos provisionales indican que la actividad económica fue débil en la mayoría de las economías emergentes de Asia en los primeros meses del 2009. No obstante, los indicadores más recientes muestran que en los países que ya habían experimentado una caída en el 2008, el declive económico ha comenzado a desacelerarse y que, en algunos casos, la actividad parece incluso haber repuntado. Concretamente, el comercio exterior parece haberse estabilizado aunque en niveles bajos. Sin embargo, se prevé que los efectos negativos de segunda vuelta de la crisis mundial, tales como el aumento del desempleo y los negativos efectos sobre la riqueza, serán un obstáculo para la recuperación en los próximos meses. La inflación, medida por los precios de consumo, se ha moderado aún más en la mayoría de los países.

En China, el crecimiento interanual del PIB real se redujo hasta el 6,1% en el primer trimestre del 2009, desde el 6,8% registrado en el último trimestre del 2008. Sin embargo, según estimaciones no oficiales, el crecimiento experimentó una ligera aceleración en cifras intertrimestrales durante los primeros meses de este año. Aunque la demanda externa sigue siendo débil, las políticas de estímulo adoptadas por las autoridades han impulsado considerablemente el crecimiento de la inversión. La inversión en capital fijo en las zonas urbanas aumentó un 30%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009. Además, las cifras disponibles sugieren que el consumo interno ha resistido sorprendentemente bien hasta ahora. En marzo, la inflación interanual medida por el IPC siguió siendo negativa (-1,2%, frente al -1,6% de febrero). Las medidas de política acomodaticias, tanto monetarias como fiscales, se han reflejado en un crecimiento muy rápido del crédito. A finales de marzo, el saldo de los préstamos se situaba un 30% por encima del nivel registrado un año antes.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, el ritmo de la actividad económica siguió siendo moderado. La producción industrial se redujo, en tasa interanual, un 1,5% en Argentina y un 9,7% en México en febrero, y un 13,3% en Brasil en marzo. Sin embargo, al mismo tiempo, a pesar de la rápida desaceleración de la actividad económica, las tasas de inflación se mantienen en niveles elevados, en toda la región, y sólo se están moderando gradualmente. En marzo, los precios al consumidor aumentaron, en tasa interanual, un 6,3% en Argentina, un 5,7% en Brasil y un 6% en México. No obstante, las autoridades monetarias de toda la región siguen preocupadas por los efectos de la desaceleración de la actividad económica, que han obligado al Banco de México a reducir su tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 6%, en abril.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Durante el mes de abril, los precios del petróleo se situaron en torno a 50 dólares estadounidenses en un contexto de menor volatilidad y experimentaron algunas presiones al alza a comienzos de mayo. El precio del Brent ascendía, el 6 de mayo, a 54,2 dólares el barril, es decir, un 38% por encima del nivel registrado a principios del 2009 (en euros, la subida fue de alrededor del 44%). De cara al futuro, los participantes en el mercado esperan precios más elevados a medio plazo, negociándose los futuros con entrega en diciembre del 2011 en torno a 71 dólares estadounidenses.

Últimamente, los precios del petróleo han ido evolucionando en consonancia con las expectativas de la economía mundial. Considerando las variables fundamentales, la Agencia Internacional de la Energía ha vuelto a revisar a la baja en abril sus proyecciones de la demanda para el 2009, esperándose ahora que la demanda durante el primer trimestre del año se sitúe en 3,2 millones de barriles al día menos que hace un año. Por lo que respecta a la oferta, la producción de la OPEP siguió reduciéndose, aunque a un ritmo más lento, al haberse materializado ya la mayor parte de los recortes acordados.

Los precios de las materias primas no energéticas subieron ligeramente en abril. Los precios de los metales registraron avances significativos como consecuencia del auge de la demanda procedente de China. Sin embargo, la evolución de los precios de los alimentos fue un tanto desigual. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominados en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de abril, aproximadamente un 9% por encima del nivel observado a principios del año.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

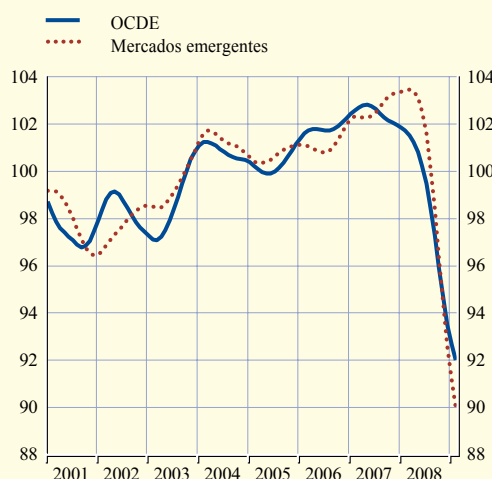
Aunque los datos más recientes sugieren que la caída del comercio mundial se ha ido desacelerando últimamente, las perspectivas de la demanda de bienes y servicios de la zona del euro siguen caracterizándose

por una fuerte atonía. Los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE correspondientes a febrero del 2009 continúan apuntando a una profunda desaceleración en todas las grandes economías. Sin embargo, en algunos países hay señales de estabilización.

Las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a un alto grado de incertidumbre. Por una parte, preocupa la posibilidad de que las turbulencias que afectan a los mercados financieros puedan tener un mayor impacto sobre la economía real y se teme que puedan intensificarse las presiones inflacionistas y se produzca una evolución negativa de la economía mundial como resultado de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Por otra parte, los efectos positivos podrían ser más fuertes de lo previsto, como consecuencia del descenso de los precios de los productos básicos en el segundo semestre del 2008 y de la amplia gama de medidas de política adoptadas en todo el mundo.

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 marzo del 2009 confirman la tendencia a la desaceleración de la evolución del agregado monetario amplio y del crédito, aunque continúan observándose niveles elevados de volatilidad en el corto plazo. En particular, tanto M3 como los préstamos al sector privado experimentaron una contracción en marzo, que en el caso de los préstamos se mantuvo incluso después de corregir los datos por el efecto de las titulizaciones. Es probable que esta evolución refleje, en gran medida, el acusado deterioro de la actividad económica. El proceso de desapalancamiento del sector financiero parece continuar, ya que en marzo se registraron salidas de los activos totales de las entidades de crédito, debido fundamentalmente a la reducción de los activos exteriores y, en menor medida, de los préstamos.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La desaceleración de la evolución monetaria continuó en marzo, mes en que la tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a descender, hasta el 5,1%, desde el 5,8% de febrero (véase gráfico 5). La tasa de crecimiento intermensual se tornó negativa de nuevo y se situó en el -0,4% en marzo, tras registrar unas tasas de crecimiento del 0,5% en febrero y el -0,7% en enero. Si se considera más allá de esta volatilidad a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada confirma la pronunciada desaceleración del ritmo de expansión monetaria observada desde la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre del 2008.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado también volvió a disminuir, con flujos mensuales negativos incluso si las cifras se corrigen por el impacto de los préstamos dados de baja del balance en el contexto de las operaciones de titulización realizadas. Por tanto, los datos de marzo confirman la moderación de la actividad crediticia observada, en promedio, en los últimos meses. Es muy probable que esta evolución se deba al acusado deterioro de las perspectivas de negocio y de renta en los meses recientes.

El proceso de desapalancamiento del sector de las IFM continuó en marzo, ya que los activos totales mantenidos por entidades de crédito volvieron a disminuir ese mes. Fundamentalmente, este proceso supuso la reducción de los activos exteriores y, en menor medida, de los préstamos.

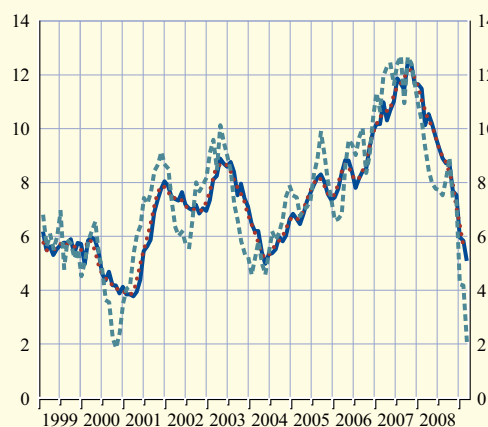
PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

En marzo, los principales componentes de M3 redujeron su contribución en términos de sus tasas de crecimiento interanual. No obstante, aunque la caída de la contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2-M1) fue pronunciada, la de M1 y los instrumentos negociables (esto es, M3-M2) fue marginal.

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.

Tras aumentar durante tres meses consecutivos, la tasa de crecimiento interanual de M1 descendió en marzo, hasta el 5,9%, desde el 6,3% de febrero, como consecuencia de la moderación del crecimiento interanual de los depósitos a la vista (véase cuadro 1). En cambio, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación aumentó, aunque sólo ligeramente. Esta evolución interanual es atribuible a las elevadas salidas mensuales observadas en los depósitos a la vista y a las considerables entradas de efectivo en circulación.

El crecimiento de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista volvió a moderarse, y su tasa de crecimiento interanual cayó desde el 7,8% de febrero hasta el 6,4% de marzo. La evolución de los componentes de esta categoría de depósitos continuó siendo divergente en marzo. Concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) volvió a aumentar en marzo, pero este incremento se vio compensado con creces por el descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años (esto es, depósitos a corto plazo).

En los últimos meses, la evolución de los depósitos a corto plazo ha estado determinada, en gran parte, por consideraciones relacionadas con su remuneración. En particular, los datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las IFM para el período comprendido hasta febrero indican que la remuneración de estos depósitos ha seguido descendiendo, especialmente en el caso de los depósitos a plazo hasta dos años. Es probable que esta dinámica explique por qué las salidas observadas en febrero y marzo en esta última categoría de depósitos fueron especialmente elevadas, mientras que los flujos mensuales de salida registrados en los depósitos a la vista en marzo fueron más limitados y los flujos de depósitos de ahorro a corto plazo se mantuvieron positivos, pero disminuyeron en comparación con febrero.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables siguió siendo negativa en marzo, mes en que se situó en el -1%, desde el -0,8% de febrero. Este descenso tuvo su origen en las salidas men-

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 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 Feb	2009 Mar
M1	43,9	2,3	0,7	2,7	5,3	6,3	5,9
Efectivo en circulación	7,7	7,7	7,5	12,4	13,6	13,6	13,8
Depósitos a la vista	36,1	1,3	-0,6	0,8	3,7	4,8	4,3
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	42,2	19,6	19,1	15,8	9,3	7,8	6,4
Depósitos a plazo hasta dos años	24,7	40,5	37,6	29,0	12,8	9,3	6,2
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	17,5	-2,1	-1,7	-0,5	4,7	5,8	6,8
M2	86,0	10,2	9,2	8,9	7,3	7,0	6,2
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,0	10,3	8,9	4,1	-0,8	-0,8	-1,0
M3	100,0	10,2	9,1	8,2	6,0	5,8	5,1
Crédito a residentes en la zona del euro		9,7	9,1	7,4	5,9	5,9	5,2
Crédito a las Administraciones Públicas		-1,3	0,6	1,7	5,7	6,7	7,7
Préstamos a las Administraciones Públicas		0,8	2,1	2,9	2,3	3,1	1,4
Crédito al sector privado		12,0	10,9	8,6	6,0	5,7	4,7
Préstamos al sector privado		10,5	9,1	7,4	4,6	4,3	3,2
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		11,6	10,3	8,7	6,4	6,1	5,0
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		4,4	3,3	1,1	1,6	2,4	2,3

Fuente: BCE.

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

suales de estos instrumentos registradas en marzo. En cuanto a los subcomponentes de los instrumentos negociables, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario aumentó ese mes, pese al notable descenso de las entradas mensuales. En cambio, en marzo aumentaron las entradas en las cesiones temporales, lo que se tradujo en un nuevo incremento de la tasa de crecimiento interanual. Ese mismo mes se observó un aumento significativo de las salidas mensuales de las tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo (es decir, valores distintos de acciones hasta dos años) de las IFM por parte de los sectores tenedores de dinero, que provocó un nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual. Las propias IFM redujeron también sus tenencias de este tipo de valores en marzo, tras las sustanciales adquisiciones de los dos meses anteriores, y la emisión neta de estos valores (es decir, neta de amortizaciones) volvió a ser negativa en marzo.

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 marzo, hasta el 5,8%, desde el 6,8% de febrero, como consecuencia de los descensos de las contribuciones de todos los sectores, que fueron especialmente pronunciadas en el caso de los hogares, y de los reducidos flujos mensuales de entrada en los depósitos de M3. Esta evolución es acorde con el proceso de reestructuración en la asignación de carteras que se está produciendo en respuesta a cambios en la remuneración de activos monetarios, pero también podría reflejar reducciones de los flujos de renta o pagos por amortizaciones. Los depósitos de M3 que obran en poder de las sociedades no financieras continuaron disminuyendo en marzo, en términos interanuales. Es posible que esto se deba a la mayor utilización de las reservas de liquidez, dado que los flujos de caja están disminuyendo y que las dificultades para captar fondos a través de los bancos o de la emisión de valores están aumentando. Por último, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que mantienen los intermediarios financieros no monetarios volvió a reducirse en marzo.

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 5,2% en marzo, desde el 5,9% de febrero (véase cuadro 1), como consecuencia de la reducción de la tasa de crecimiento del crédito al sector privado, que sólo quedó parcialmente compensada por el incremento de la tasa de crecimiento del crédito a las Administraciones Públicas. Los flujos de entrada observados en marzo en el crédito otorgado al sector público tuvieron su origen, principalmente, en el incremento de los flujos mensuales de adquisiciones de valores distintos de acciones de las IFM, lo que hizo que la tasa de crecimiento interanual aumentara hasta el 11,7%, desde el 9% del mes precedente. Es muy probable que esta evolución refleje la reacción de las IFM a los cambios registrados en los tipos de interés, así como el intento de reestructurar sus carteras crediticias como consecuencia de consideraciones relacionadas con el rendimiento y el riesgo.

La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado volvió a disminuir y se situó en el 4,7% en marzo, desde el 5,7% de febrero, al igual que la de los préstamos de las IFM, el principal componente del crédito al sector privado, hasta el 3,2%, desde el 4,3% observado el mes anterior. Los flujos mensuales negativos registrados en estos préstamos en marzo tuvieron su origen principalmente en el descenso de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras, y se mantuvieron negativos incluso después de corregirlos por el impacto estadístico de los préstamos dados de baja del balance en el contexto de las actividades de titulización.

Al final del 2008, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado resultó distorsionada a la baja por el efecto de las numerosas operaciones de titulización fuera de balance o real, consistentes

en la venta de préstamos por parte de las entidades de crédito que los originaron y la adquisición de los valores respaldados por estos préstamos con el fin de utilizarlos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. No obstante, estas titulizaciones retenidas han disminuido considerablemente desde principios de año, lo que puede estar relacionado con el hecho de que las IFM han recurrido a otros activos líquidos, como la deuda pública o los valores de renta fija de entidades de crédito garantizados por el Estado. En consecuencia, el impacto causado por el ajuste por titulizaciones sobre la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se mantuvo en 1,8 puntos porcentuales en marzo, sin variaciones con respecto a febrero. En conjunto, tras corregir las cifras por el impacto de la titulación, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado ha alcanzado niveles comparables a los observados en el 2002-2003, cuando se registró el último mínimo cíclico.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras volvió a experimentar un acusado descenso en marzo, mes en que se situó en el 6,3%, desde el 7,7% observado en febrero (véase cuadro 2), reflejando elevados flujos de salida. En general, en los últimos meses, los flujos de préstamos han sido notablemente inferiores a los observados antes de la intensificación de las turbulencias. Al igual que en febrero, las salidas mensuales registradas en marzo se debieron principalmente a la disminución de los préstamos hasta un año. Este descenso en la financiación a corto plazo podría obedecer al hecho de que las sociedades no financieras están recurriendo a sus reservas de liquidez, pero también a la menor necesidad de financiación para inversión en capital circulante asociada al ciclo de existencias, en un entorno de deterioro de la actividad económica.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares volvió a disminuir en marzo, hasta el 0,4%, desde el 0,7% de febrero. Los flujos mensuales permanecieron en niveles negativos. No obstante, se ha de observar que estas cifras siguen distorsionadas a la baja por el impacto de la eliminación de préstamos de los balances como consecuencia de las operaciones de titulación real. Dado que la titulación 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 han continuado moderándose en los últimos meses.

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 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 Feb	2009 Mar
Sociedades no financieras	44,9	14,5	12,8	11,3	8,2	7,7	6,3
Hasta un año	27,9	12,9	10,9	9,0	4,3	3,2	0,2
De uno a cinco años	20,1	20,9	18,6	16,0	12,4	12,0	10,4
Más de cinco años	52,1	13,0	11,8	10,8	8,9	8,7	8,3
Hogares²⁾	45,2	4,9	3,9	2,8	0,9	0,7	0,4
Crédito al consumo ³⁾	13,1	5,2	4,4	3,2	1,2	1,1	0,9
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,2	5,5	4,1	2,8	0,7	0,4	0,1
Otras finalidades	15,7	2,2	2,6	2,2	1,8	1,4	1,3
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	-0,2	-6,6	-6,5	-5,9	-8,1	-6,2
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,0	25,2	22,3	14,5	7,6	7,8	3,6

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.

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) descendió ligeramente en marzo, hasta el 2,2%, desde el 2,4% de febrero. No obstante, esta evolución oculta un nuevo aumento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a más largo plazo. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo a más de dos años volvió a ascender en marzo y se situó en el 5%, frente al 4,2% de febrero, mientras que la de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses se incrementó de nuevo, hasta el 3,7%, desde el 1,3% del mes precedente. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años de las IFM mantenidos por el sector de instituciones financieras no monetarias se redujo como consecuencia de las salidas registradas en marzo. Sin embargo, estas salidas ocultan que la emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo fue positiva, lo que es atribuible a los programas de avales públicos introducidos por los Gobiernos y al hecho de que las propias IFM adquirieran estos valores.

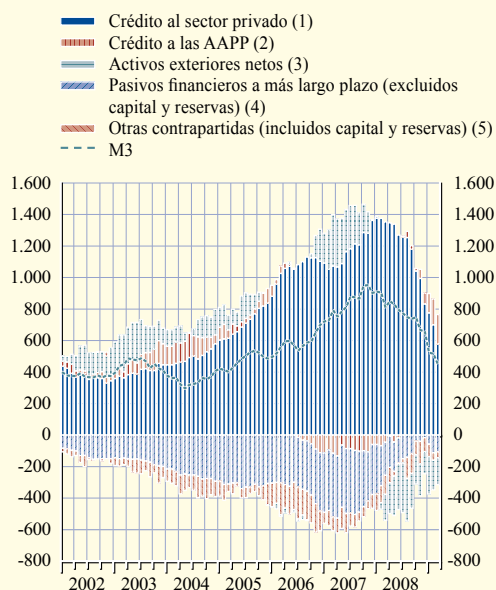
La tasa de crecimiento interanual del capital y reservas experimentó un ligero descenso y se situó en el 10,5% en marzo, desde el 10,9% de febrero, aunque en marzo se observaron entradas en estos instrumentos.

Si se considera la evolución de los activos y los pasivos exteriores del sector de las IFM, se registraron cuantiosos flujos de salida a ambos lados del balance. En particular, por el lado del activo, la persistente disminución de los préstamos otorgados a no residentes se vio acompañada en marzo de considerables flujos de salida de valores distintos de acciones emitidos por no residentes. Estas salidas de activos exteriores siguen siendo el principal factor determinante del proceso de desapalancamiento de entidades de crédito. La posición acreedora neta frente al exterior, que es la contrapartida de M3, registró salidas mensuales por importe de 14 mm de euros, ya que los activos se redujeron con mayor intensidad que los pasivos. Las salidas interanuales de la citada posición disminuyeron ligeramente, hasta situarse en 171 mm de euros, desde 188 mm de euros en febrero.

En resumen, los datos de marzo confirman la desaceleración de la evolución de M3 y de los préstamos, lo que es indicativo de una caída de la tasa subyacente de crecimiento monetario. Los flujos mensuales de préstamos al sector privado siguieron siendo negativos en marzo, reflejo probablemente del acusado deterioro de las condiciones económicas. Al mismo tiempo, la evidencia procedente de las últimas encuestas sobre préstamos bancarios señala que factores relacionados con la financiación bancaria siguen causando cierto impacto en la concesión de préstamos (para más información, véase el recuadro 2). No obstante, dada la elevada volatilidad de la evolución a corto plazo, es posible que sea necesario disponer de más información para realizar una valoración más sólida sobre la dinámica monetaria y crediticia reciente. En marzo, las IFM continuaron con el proceso de reducción del tamaño de sus balances, lo que principalmente se llevó a cabo mediante la reducción de los activos exteriores y, en menor medida, de los préstamos.

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.

Recuadro 2

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE ABRIL DEL 2009

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2009 realizada por el Eurosistema¹. En el primer trimestre del 2009, aunque el porcentaje neto de entidades que indicaron que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas todavía fue significativo, se redujo considerablemente con respecto al elevado nivel del trimestre anterior². Las entidades participantes en la encuesta señalaron asimismo un nuevo, aunque menor, endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a hogares, en términos netos, tanto en los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda como en el crédito al consumo y otros préstamos. En cuanto a sus expectativas para el segundo trimestre del 2009, las entidades esperaban una nueva moderación del endurecimiento neto de los criterios de aprobación para las tres modalidades de préstamo, aunque menor que la observada en el primer trimestre del 2009. En cuanto a la demanda, las entidades indicaron que la demanda neta de préstamos a empresas y de crédito al consumo y otros préstamos a hogares disminuyó sensiblemente, mientras que la demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda fue considerablemente menos negativa^{3,4}.

Al igual que en ocasiones anteriores, en esta encuesta se incluían una serie de preguntas ad hoc relativas al efecto de las turbulencias financieras sobre la política crediticia de las entidades. Cabe destacar que, al responder a estas preguntas, la mayor parte de las entidades participantes indicó que las medidas anunciadas por los Gobiernos, de apoyo a la recapitalización y avales públicos para valores de renta fija emitidos por entidades de crédito, ya habían causado un impacto en el primer trimestre del 2009, plasmado en la mejora del acceso de las entidades a la financiación en los mercados mayoristas, y se esperaba que siguieran facilitando el acceso a la financiación en el segundo trimestre del 2009. No obstante, las entidades continuaron señalando que, en el primer trimestre del 2009, su acceso a la financiación había seguido viéndose dificultado como consecuencia de las turbulencias registradas en los mercados financieros. De hecho, únicamente en la financiación a muy corto plazo, la mayor parte de las entidades indicó que no había habido problemas en el citado trimestre. De igual modo, según la mayoría de las entidades, las tensiones observadas en los mercados financieros continuaron afectando negativamente a sus niveles de capital y a su capacidad de concesión de crédito.

1 La fecha límite para la recepción de datos de las entidades participantes fue el 3 de abril de 2009. El 29 de abril de 2009 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2009, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

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

3 El término «demanda neta» se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que ha aumentado la demanda de préstamos y las que han señalado que ha disminuido.

4 Con efecto a partir de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2009, se publicará una medida alternativa, el indicador de difusión, además del endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos o líneas de crédito. El indicador de difusión pondera el grado en que las entidades de crédito modifican los citados criterios. Para interpretar el indicador de difusión se aplica la misma lógica que para interpretar los porcentajes netos, pero por su construcción, las variaciones del indicador de difusión tienden a ser algo más moderadas que las de los porcentajes netos. El indicador de difusión se construye de la siguiente manera: a las entidades prestamistas que han respondido «se han endurecido considerablemente» se les concede una ponderación que es el doble (puntuación de 1) que a las que han contestado «se han endurecido en cierta medida» (puntuación de 0,5).

Préstamos o líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: En el primer trimestre del 2009, aunque el porcentaje neto de entidades que indicó que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas todavía fue elevado, se redujo sustancialmente en comparación con el trimestre precedente (hasta el 43%, desde el 64% del cuarto trimestre del 2008; véase gráfico A). Al igual que en el trimestre anterior, esto se debió principalmente al hecho de que la mayor parte de las entidades señaló que había endurecido «en cierta medida» los citados criterios, mientras que sólo una minoría indicó que los había endurecido «considerablemente». Los principales factores determinantes del endurecimiento neto en el primer trimestre del 2009 continuaron siendo las expectativas relativas a la actividad económica en general y las perspectivas relativas a sectores o sociedades concretas, cuya relevancia, aunque se moderó ligeramente, se situó en el 55% y el 59%, respectivamente. Al mismo tiempo, el impacto de los costes de financiación y de la disponibilidad de fondos se mantuvo en niveles comparativamente elevados, aunque la importancia de estos factores también disminuyó levemente con respecto al cuarto trimestre del 2008. Al igual que en trimestres anteriores, las entidades señalaron que prácticamente no había habido presiones derivadas de la competencia de otras entidades para endurecer o relajar sus criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito.

En cuanto a las condiciones establecidas para la concesión de préstamos a empresas, las entidades indicaron que habían continuado ampliando los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios y a

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

(en porcentaje neto)



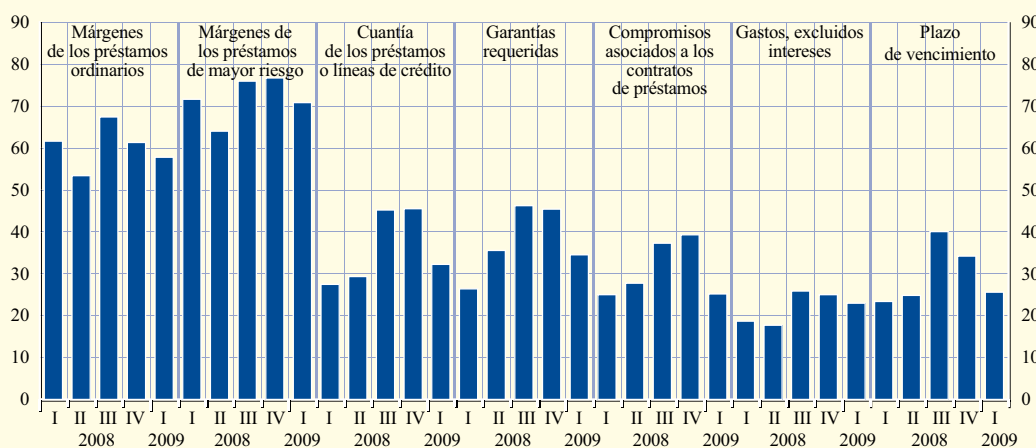
Nota: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta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

los préstamos de mayor riesgo en el primer trimestre del 2009. El porcentaje neto de entidades que señaló un aumento de los márgenes de ambas modalidades de préstamo fue del 58% (frente al 61% del trimestre anterior) y el 71% (frente al 77%), respectivamente (véase gráfico B). Por otra parte, aproximadamente la tercera parte de las entidades participantes en la encuesta endureció los criterios modificando la cuantía de los préstamos o líneas de crédito (es decir, reduciéndolos) y aumentando las garantías requeridas. Desde mediados del 2007, de todas las condiciones distintas del precio, las garantías requeridas han sido las que más han contribuido al endurecimiento neto, al tiempo que las condiciones impuestas por las entidades también se han tornado considerablemente más onerosas en lo que respecta a la cuantía de los préstamos o líneas de crédito y a los compromisos asociados a los contratos de préstamo. En cambio, en el período anterior de relajación de los citados criterios (entre mediados del 2004 y mediados del 2007) las entidades señalaron que la relajación neta se llevó a cabo, principalmente, a través de reducciones de los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios.

En el primer trimestre del 2009, el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a grandes empresas (el 48%, frente al 63% del cuarto trimestre del 2008) fue ligeramente superior al de los préstamos a pequeñas y medianas empresas (PYME, el 42%, frente al 63% del trimestre anterior). En los últimos trimestres, los factores determinantes de los cambios registrados en los criterios de concesión, tanto para las grandes empresas como para las PYME, estuvieron principalmente asociados a las expectativas relativas a la actividad económica en general y a las perspectivas relativas a sectores o sociedades concretas. Al mismo tiempo, los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades desempeñaron un papel algo más importante en el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito a grandes empresas que a PYME, lo que puede deberse al hecho de que, dada la desaceleración observada actualmente en los préstamos sindicados y la moderación en el mercado de transferencia del riesgo de crédito, la asignación de capital a préstamos de cuantía elevada se ha tornado relativamente costosa. Además, la competencia de otras entidades contribuyó sólo ligeramente al endurecimiento neto de los criterios

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

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



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

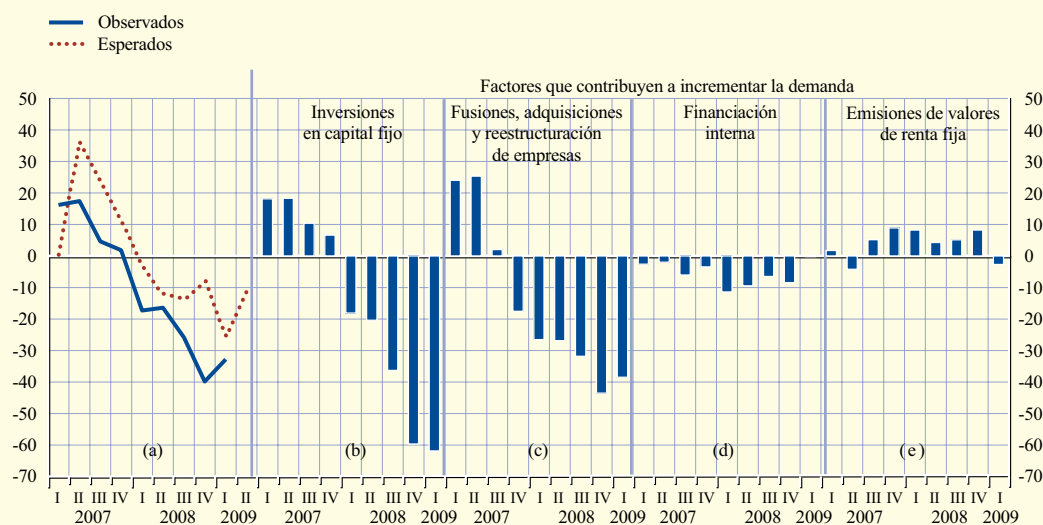
aplicados a los préstamos a PYME y a grandes empresas. En cuanto a las condiciones establecidas para la concesión de préstamos, el endurecimiento neto continuó reflejándose más pronunciadamente en el aumento neto de los márgenes aplicados por las entidades a los préstamos ordinarios y a los de mayor riesgo, tanto a las grandes empresas como a las PYME. La contribución de otras condiciones no relacionadas con el precio al endurecimiento neto se mantuvo prácticamente en los mismos niveles elevados del trimestre anterior, con independencia del tamaño de la empresa.

Las expectativas relativas a los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas en el segundo trimestre del 2009 apuntan a una nueva moderación del endurecimiento neto (el 28%) en comparación con el observado en el primer trimestre (véase gráfico A).

Demanda de préstamos: En el primer trimestre del 2009, la demanda neta de préstamos a empresas disminuyó algo menos que en el trimestre anterior, pero se mantuvo en niveles bastante reducidos (en el -33%, frente al -40% del cuarto trimestre del 2008; véase gráfico C). Esta demanda neta negativa estuvo determinada por una persistente y acusada disminución de las necesidades de financiación para inversiones en capital fijo (hasta el -62%, desde el -60% del trimestre anterior). De igual modo, en el primer trimestre del 2009 se observó una débil demanda de préstamos para financiar fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de empresas (el -39%, frente al -44% del cuarto trimestre del 2008). Al mismo tiempo, el hecho de que la demanda neta de préstamos a empresas fuera ligeramente menos negativa se debió fundamentalmente a la necesidad de las empresas de reestructurar su deuda, y también a las dificultades percibidas para obtener préstamos de otras entidades de crédito y de instituciones no bancarias. A diferencia de trimestres anteriores, la financiación interna (es decir,

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

(en porcentaje neto)



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

la rentabilidad), no contribuyó a reducir la demanda neta de préstamos a empresas en el primer trimestre de este año, lo que puede apuntar a un deterioro de las perspectivas de beneficios del sector empresas. En el primer trimestre del 2009 se dispone de evidencia que sugiere un retorno de las empresas con calificación de grado de inversión al mercado de valores de renta fija privada de la zona del euro⁵. Este puede ser el motivo por el que, a diferencia de trimestres anteriores, las entidades participantes en la encuesta señalaron que la emisión de valores de renta fija contribuyó negativamente a la demanda neta de préstamos a empresas.

En el segundo trimestre del 2009, las entidades esperan que la demanda neta de préstamos a empresas sea menos negativa, (-12%), que la observada en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico C).

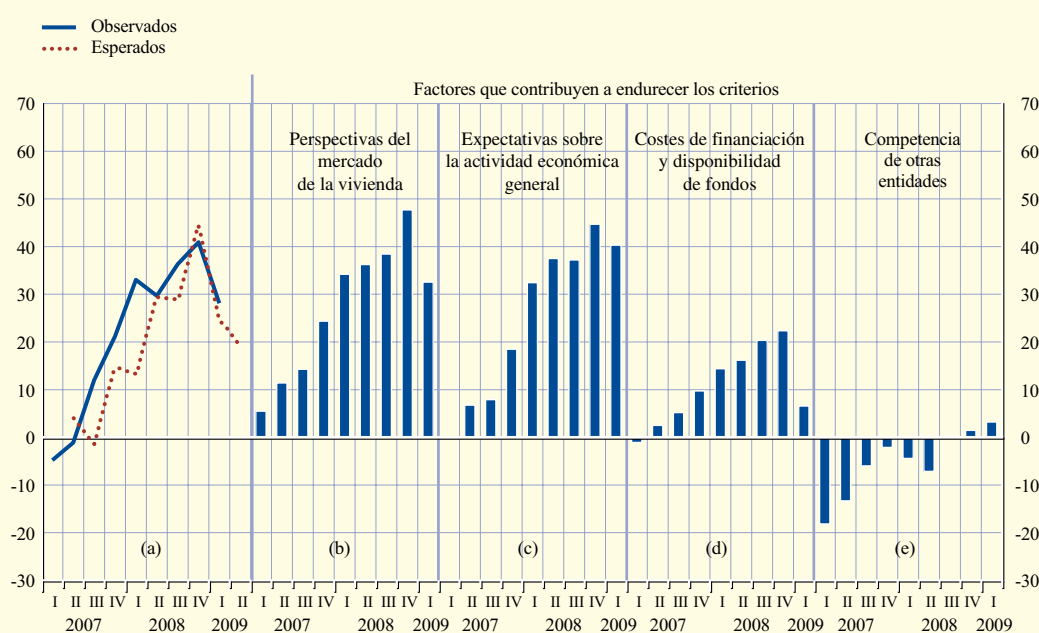
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el primer trimestre del 2009, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda descendió ligeramente (el 28%, en comparación con el 41% del cuarto trimestre del 2008), lo que supone un nuevo endurecimiento general, aunque más moderado, de los criterios, desde un nivel ya elevado (véase gráfico D). Las expectativas relativas a la actividad económica en general y las perspectivas del mercado de la vivienda siguieron

5 Según las estadísticas de emisiones de valores del BCE, la emisión de valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó considerablemente en enero y febrero del 2009.

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

(en porcentaje neto)



Nota: Véase la nota del gráfico A.

siendo los factores que más contribuyeron a la persistencia del endurecimiento neto de los citados criterios. Además, los costes de financiación y la disponibilidad de fondos también favorecieron el endurecimiento neto, aunque mucho menos que en el trimestre anterior (el 7%, desde el 22%). Por otra parte, como en el trimestre anterior, la competencia de otras entidades de crédito no contribuyó a la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, sino que, en general, fue un factor neutral.

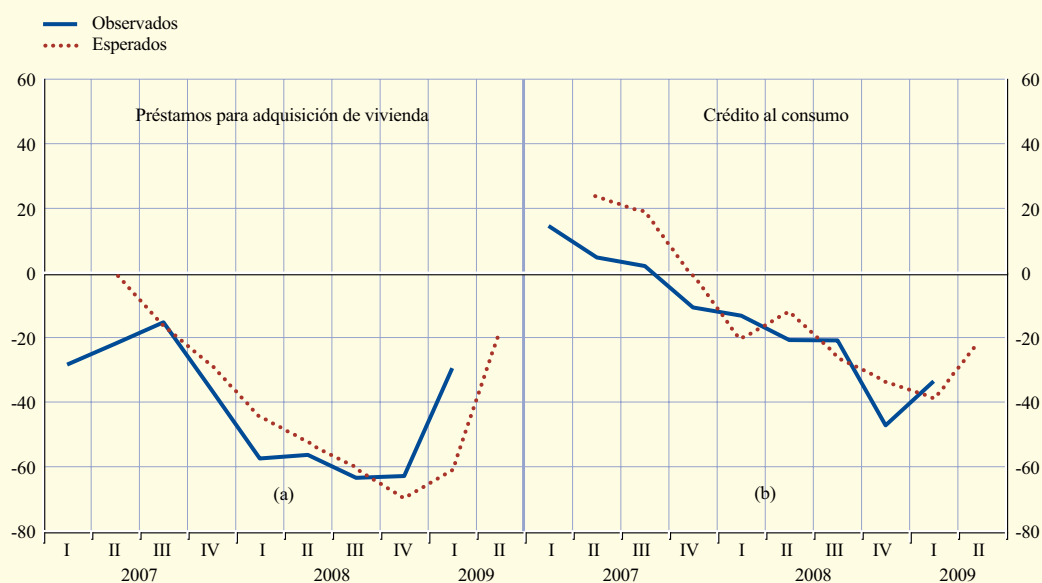
En cuanto a las condiciones establecidas para la concesión de préstamos para adquisición de vivienda, los márgenes aplicados, en particular a los préstamos de mayor riesgo, siguieron siendo el principal factor determinante del endurecimiento neto de los criterios en el primer trimestre del 2009. Aunque las garantías requeridas y la relación entre el principal y el valor de la garantía siguieron contribuyendo al endurecimiento neto, estas condiciones fueron algo menos onerosas que en el trimestre anterior.

De cara al segundo trimestre del 2009, se espera que el endurecimiento de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda sea menor (el 19%) que el observado en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico D).

Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda continuó siendo negativa en el primer trimestre del 2009, aunque bastante menos que en el trimestre precedente (el -30%, frente al -63%; véase gráfico E). Al igual que en trimestres anteriores, esta demanda

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

(en porcentaje neto)



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

neta negativa fue reflejo, principalmente, de las perspectivas del mercado de la vivienda y del deterioro de la confianza de los consumidores. Para el segundo trimestre, las expectativas apuntan a que la demanda neta será algo menos negativa (el -18%), en comparación con la demanda neta observada en el primer trimestre.

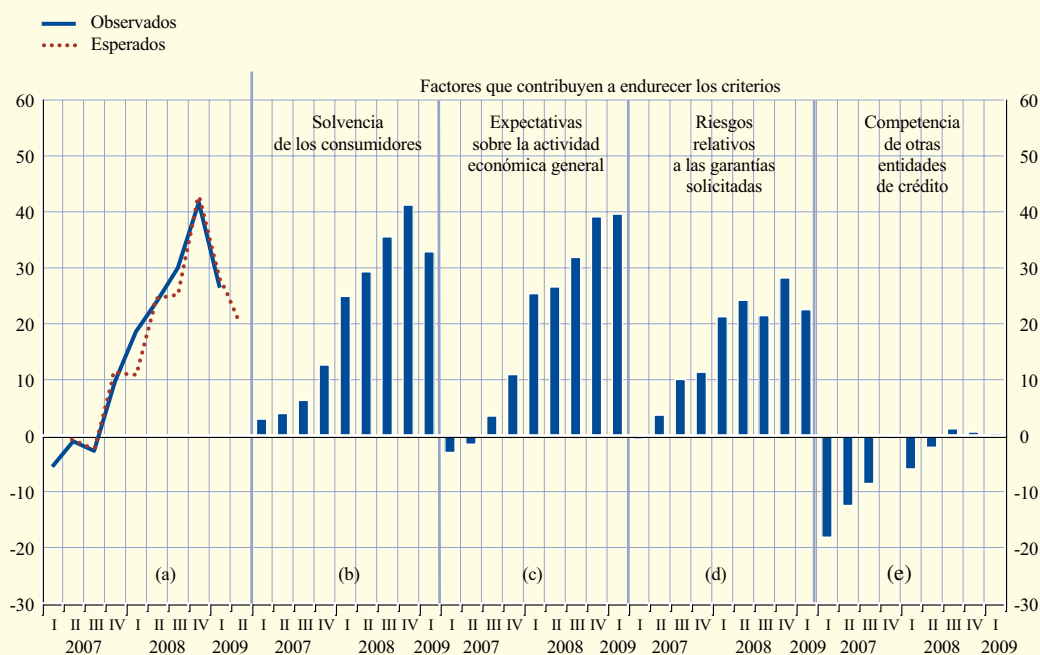
Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: En el primer trimestre del 2009, el porcentaje neto de entidades que indicó que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares habían experimentado un endurecimiento se moderó ligeramente, hasta el 26%, desde el máximo histórico del 42% observado en el trimestre anterior (véase gráfico F). El principal factor determinante del persistente endurecimiento neto fue la percepción de las entidades de los riesgos, principalmente de los asociados con el deterioro de las expectativas relativas a la actividad económica en general y la solvencia de los consumidores. En cuanto a las condiciones del crédito al consumo, en el primer trimestre del 2009, las entidades continuaron aumentando los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios y a los préstamos de mayor riesgo, mientras que las condiciones relacionadas con los plazos de vencimiento pasaron a ser algo menos onerosas que en el trimestre precedente.

Para el segundo trimestre del 2009, se espera que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares registren un endurecimiento menor (20%) que el observado en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico F).

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

(en porcentaje neto)



Nota: Véase la nota del gráfico A.

Demanda de préstamos: En el primer trimestre del 2009, la demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos a hogares se mantuvo negativa, aunque algo menos que en el trimestre anterior (el -34%, desde el -47%; véase gráfico E). Los dos factores principales que moderaron la demanda continuaron siendo la confianza de los consumidores y las menores necesidades de financiación de bienes de consumo duradero. Además, se espera que la demanda neta de crédito al consumo mejore ligeramente en el segundo trimestre del 2009, pero que continúe siendo negativa (el -21%).

Preguntas ad hoc sobre las turbulencias en los mercados financieros

En la encuesta de abril del 2009 siguieron planteándose las mismas preguntas que en la encuesta de enero del 2009. El objeto de estas preguntas es conocer el impacto de las tensiones registradas en los mercados financieros desde mediados del 2007 sobre las entidades de crédito de la zona del euro.

Las entidades participantes señalaron que el acceso a los mercados monetarios había continuado planteando dificultades en el primer trimestre del 2009, como consecuencia de las perturbaciones registradas en los mercados financieros, si bien se observaron ligeras mejoras en todos los segmentos de mercado, en comparación con el cuarto trimestre del 2008. Aparte del acceso a la financiación a muy corto plazo en el mercado monetario, respecto del que el 70% de las entidades participantes en la encuesta señaló que no había presentado problemas, para todas las demás fuentes de financiación mayorista, más del 50% de las entidades indicó que el acceso había seguido siendo difícil en el primer trimestre del 2009. En particular, alrededor del 80% de las entidades contestó que el acceso a la titulización, tanto fuera de balance o real como sintética, y a la emisión de valores de renta fija a medio y a largo plazo había planteado problemas en el citado trimestre. Al mismo tiempo, el porcentaje de entidades que indicó que había experimentado dificultades en su capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance descendió desde el 90% en el cuarto trimestre del 2008 a menos del 70% en el primer trimestre del 2009. En el segundo trimestre del 2009 se espera que el acceso a la financiación en los mercados mayoristas y a la titulización siga planteando las mismas dificultades que en el primer trimestre.

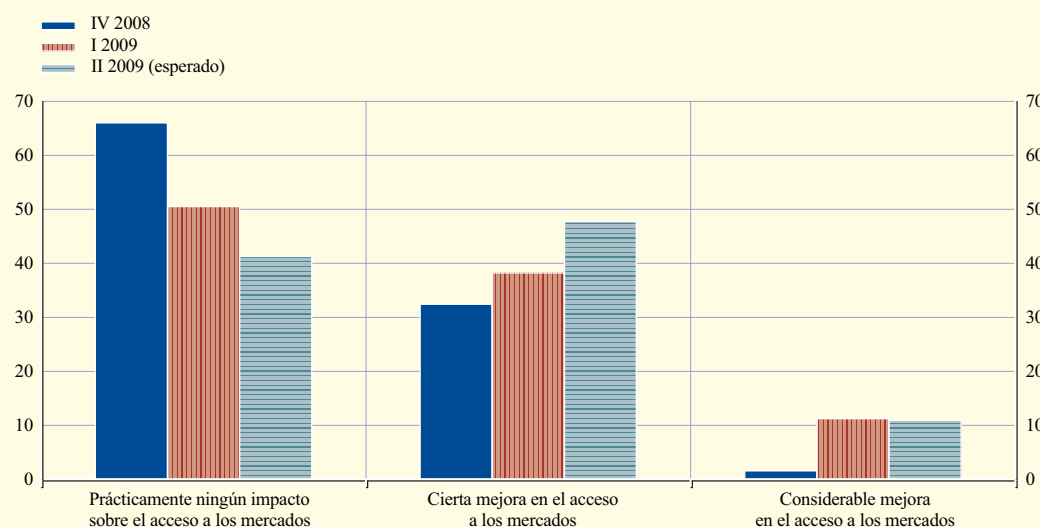
Al mismo tiempo, las entidades señalaron que las medidas anunciadas por los Gobiernos de apoyo a la recapitalización y avales públicos para valores de renta fija emitidos por entidades de crédito habían tenido un impacto, plasmado en la mejora de su acceso a la financiación en los mercados mayoristas en el primer trimestre del 2009. Esto quedó reflejado en el hecho de que alrededor del 50% de las entidades (frente al 34% del trimestre anterior) indicó que los planes de apoyo de los Gobiernos habían causado «cierto» impacto o un impacto «considerable» en su acceso a la financiación en el primer trimestre del 2009. Además, aproximadamente el 60% de las entidades señaló que espera que su acceso a la financiación en los mercados mayoristas siga mejorando en el segundo trimestre del 2009, como consecuencia de las medidas anunciadas por los Gobiernos (véase gráfico G)⁶.

En consonancia con la persistencia de dificultades para acceder a los mercados monetarios y de renta fija, las entidades participantes en la encuesta señalaron que dichas dificultades siguieron teniendo un impacto elevado, prácticamente invariable, en el primer trimestre del 2009, tanto sobre la cantidad

6 A esta pregunta respondieron 100 de las 118 entidades participantes en la encuesta, lo que se traduce en una tasa de respuesta del 85%. El 8% de las entidades participantes en la encuesta señalaron «no aplicable».

Gráfico G Efecto de las medidas anunciadas por los Gobiernos, de apoyo a la recapitalización y avales públicos, sobre el acceso a la financiación en los mercados mayoristas

(en porcentaje)



de préstamos otorgados como sobre los márgenes aplicados. Este impacto continuó siendo más intenso sobre los márgenes que sobre la cantidad de préstamos concedidos. Del mismo modo, por lo que respecta a los problemas para acceder a los mercados de titulización, las entidades indicaron un impacto sin variaciones, en líneas generales, sobre la cantidad de préstamos otorgados y sobre los márgenes aplicados, en comparación con el trimestre anterior. En este caso, el impacto sobre los márgenes fue similar al registrado sobre la cantidad de préstamos concedidos. En cuanto a los tres próximos meses, las entidades indicaron que esperan un impacto similar sobre su disposición a prestar fondos y sobre los márgenes, como consecuencia de las dificultades para acceder a los mercados monetarios y de valores de renta fija, y un impacto algo menor, derivado de las actividades de titulización, en comparación con el observado en los tres meses precedentes.

Por último, en cuanto al impacto de la variación de los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades sobre su política crediticia, en el primer trimestre del 2009, el 44% de las entidades participantes en la encuesta indicaron que se había producido «cierto» impacto o un impacto «considerable» sobre los niveles de capital y sobre la política crediticia, lo que supone un descenso de 5 puntos porcentuales con respecto al cuarto trimestre del 2008. Al mismo tiempo, el porcentaje de entidades que señaló que prácticamente no se había producido ningún impacto sobre su nivel de capital permaneció prácticamente invariable, en un nivel reducido, el 29%, en el primer trimestre del 2009 (frente al 27% del trimestre anterior). De cara a los tres próximos meses, el 45% de las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta espera que los acontecimientos en los mercados financieros sigan provocando cierto impacto o un impacto considerable sobre sus niveles de capital y su política crediticia.

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 febrero del 2009. Los datos sobre la actividad emisora por sectores ponen de manifiesto que todos los sectores se han mostrado activos, beneficiándose probablemente de la reducción de los diferenciales de crédito a principios de año y, por tanto, de menores costes de financiación para la adquisición de valores representativos de deuda. Por su parte, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas prácticamente no registró variaciones.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La emisión de valores distintos de acciones volvió a aumentar en febrero, y su tasa de crecimiento interanual se situó en el 11,1%, un punto porcentual más que en enero (véase cuadro 3). Esta tasa de crecimiento total estuvo impulsada, en gran parte, por unas emisiones elevadas de valores distintos de acciones a largo plazo, que supusieron casi el 85% del saldo vivo total de valores distintos de acciones en febrero. La tasa de crecimiento interanual de este tipo de valores a largo plazo continuó incrementándose con rapidez, alcanzando el 9,2% en febrero del 2009, bastante por encima del nivel medio, aproximadamente el 5,8%, registrado en el 2008. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo pareció estabilizarse en febrero, aunque en un nivel elevado, el 25,8%. Por segundo mes consecutivo, la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo estuvo impulsada, fundamentalmente, por la vigorosa emisión de valores distintos de acciones a tipo de interés fijo, cuya tasa de crecimiento ha seguido aumentando de manera constante desde octubre del 2008 y alcanzó el 6,7% en febrero del 2009, esto es 1,4 puntos porcentuales por encima de la de enero. Esta evolución puede compararse con una tasa de crecimiento interanual del 16,1% correspondiente a la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable en febrero, ligeramente superior a la tasa del 15,6% registrada en enero. Por tanto, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable continúa en niveles bastante superiores a la de los valores a tipo de interés fijo emitidos, como lleva sucediendo desde principios del año 2000.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2009 Feb	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 Ene	2009 Feb
Valores distintos de acciones:	13.563	8,2	6,9	7,3	7,8	10,1	11,1
IFM	5.407	9,4	7,8	8,2	5,7	5,3	6,3
Instituciones financieras no monetarias	2.022	24,9	21,7	23,4	24,2	30,4	32,5
Sociedades no financieras	718	8,8	5,9	4,0	4,9	6,8	7,8
Administraciones Públicas	5.416	2,7	2,2	2,4	5,5	9,2	9,8
De las cuales:							
Administración Central	5.078	2,7	2,3	2,4	5,7	9,5	10,0
Otras Administraciones Públicas	338	2,7	1,3	3,0	2,9	5,3	6,4
Acciones cotizadas:	2.922	1,2	0,9	0,6	0,8	1,1	1,1
IFM	277	0,7	1,5	2,8	4,9	7,4	7,3
Instituciones financieras no monetarias	189	2,7	2,4	2,6	2,6	3,1	3,2
Sociedades no financieras	2.456	1,2	0,6	0,0	-0,1	-0,1	-0,1

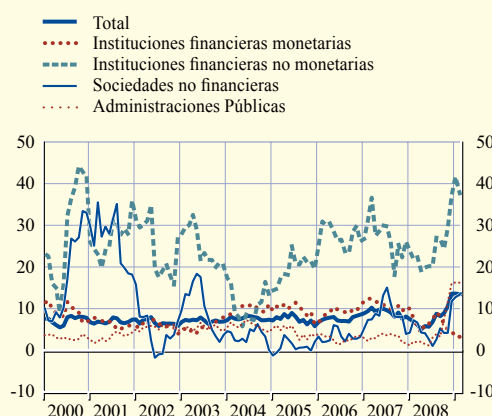
Fuente: BCE.

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».

Los datos desestacionalizados, que son más adecuados para evaluar las tendencias a corto plazo, apuntan a la estabilización del crecimiento total de la emisión de valores distintos de acciones en niveles elevados, con una tasa de crecimiento semestral anualizada que se situó en el 13,6% en febrero del 2009, es decir, sólo 0,1 puntos porcentuales por debajo de los niveles registrados en enero y diciembre. La emisión total de valores distintos de acciones sigue estando impulsada, en su mayor parte, por las emisiones de las instituciones financieras no monetarias, cuya tasa de crecimiento parece haber experimentado un ligero retroceso en febrero del 2009. Al mismo tiempo, la aceleración observada en la emisión por parte de las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas causó un efecto compensador sobre la cifra total (véase gráfico 7).

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.

En particular, como consecuencia del mayor recurso de las empresas a la financiación en los mercados de capitales, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras volvió a aumentar en febrero, hasta el 7,8%, esto es 1 punto porcentual más que en enero. Este nuevo incremento se explica en su totalidad por el marcado descenso de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, que compensó con creces la caída de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo. Los elevados volúmenes y el ritmo sostenido de la emisión neta de este tipo de valores a largo plazo observados desde finales del 2008 sugieren que las empresas están aprovechando la reducción de los diferenciales de la deuda pública para asegurarse financiación. Este rápido ritmo de crecimiento de la financiación mediante valores de renta fija también puede reflejar, hasta cierto punto, efectos de sustitución frente a la financiación mediante préstamos y la menor disponibilidad de fondos internos (véase también el recuadro 3). Pese a que, según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2009 (véase recuadro 2), se han observado algunas señales de mejora en las condiciones aplicadas a la concesión de préstamos bancarios, dichas condiciones siguen siendo extraordinariamente restrictivas. Por tanto, dado que están afrontando la posibilidad de que siga restringiéndose el acceso a los préstamos bancarios, es posible que las sociedades no financieras estén tratando de asegurar la financiación de la deuda recurriendo en mayor medida a los valores de renta fija. Sin embargo, la actividad emisora de valores distintos de acciones por parte de este sector sigue favoreciendo a las empresas con calificaciones crediticias elevadas y a los sectores no cíclicos que, en parte, están protegidos de la recesión.

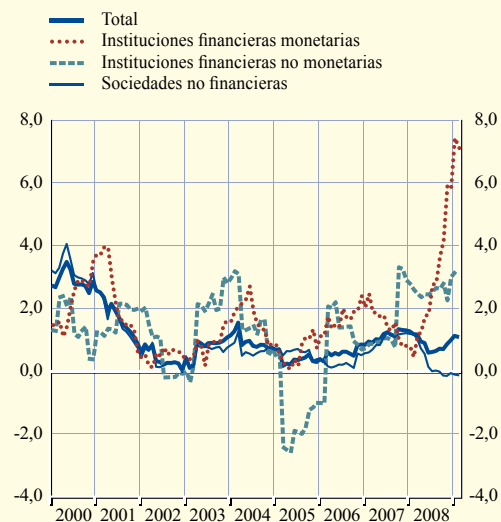
Por lo que se refiere al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se recuperó en febrero del 2009, hasta el 6,3%, en comparación con el 5,3% registrado en enero, reflejando el repunte de la emisión de valores distintos de acciones a todos los plazos, y especialmente de valores a largo plazo, por parte de las IFM relacionada, en parte, con las necesidades de refinanciación de *conduits* (sociedades vehiculares) filiales de IFM. Por primera vez desde agosto del 2008, los datos de seis meses desestacionalizados de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM apuntan a un ligero aumento, aunque todavía permanecen en niveles históricamente reducidos.

Los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias siguen siendo, con diferencia, el componente que está registrando el crecimiento más rápido entre todos los valores distintos de acciones emitidos, con una tasa de crecimiento interanual del 32,5% en febrero del 2009. Esta evolución sigue reflejando la persistencia de un nivel elevado de titulizaciones retenidas por sociedades instrumentales patrocinadas por entidades de crédito, pese a que los mercados de productos titulizados siguen planteando dificultades.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas también siguió aumentando acusadamente, hasta el 9,8% en febrero del 2009. La tasa de crecimiento semestral anualizada de los valores distintos de acciones emitidos por este sector se situó en torno al 16% en enero y febrero del 2009, un nivel muy elevado si se compara con una tasa media de alrededor del 4% registrada, en general, desde 1999. Se espera que en los próximos meses se produzcan nuevos incrementos, dadas las considerables necesidades de financiación de los Gobiernos de la zona del euro.

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.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se mantuvo estable, en el 1,1%, en febrero del 2009, sin que se registraran variaciones importantes en la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores por parte de ninguno de los principales emisores. En particular, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las instituciones financieras monetarias y no monetarias se mantuvo en niveles elevados, el 7,3% y el 3,2%, respectivamente, reflejando la utilización de los derechos de emisión por numerosas instituciones financieras de la zona del euro, con el fin de contribuir a sanear sus balances. Al mismo tiempo, en un entorno de aumento constante del coste de la financiación mediante acciones, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por sociedades no financieras siguió siendo negativa, situándose en el -0,1% en febrero (véase gráfico 8).

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías registraron un nuevo descenso en abril, mientras que la evolución de los tipos de interés del mercado monetario con garantías fue heterogénea. En general, los diferenciales entre los tipos sin garantías y los tipos con garantías continuaron reduciéndose, especialmente en el caso de los tipos de interés a tres meses o a plazo superior. El Eurosistema continuó proporcionando abundante liquidez al sistema financiero en abril, aplicando procedimientos 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 abril del 2009, aunque a un ritmo más lento que en meses anteriores. El 6 de mayo, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,9%, el 1,33%, el 1,53% y el 1,7%, respectivamente, es decir, 20, 16, 12 y 10 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 1 de abril. Este descenso fue más pronunciado en los tipos a más corto plazo, con el resultado de que el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes aumentó hasta 80 puntos básicos el 6 de mayo, en comparación con 70 puntos básicos el 1 de abril (véase gráfico 9).

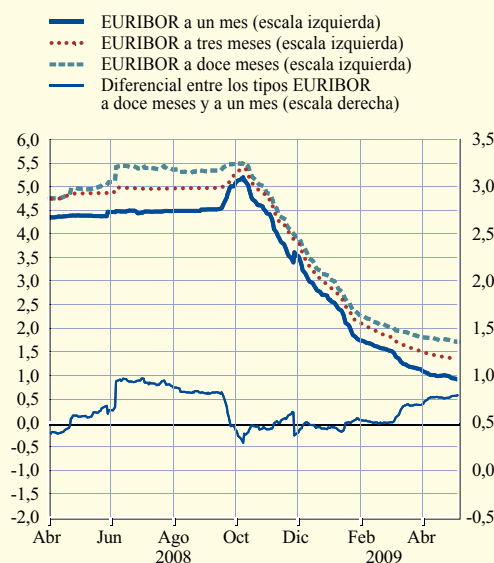
La evolución de los tipos *swap* del EONIA fue bastante heterogénea durante ese período. Los tipos de interés a plazos inferiores a tres meses siguieron disminuyendo, mientras que los tipos a más de tres meses aumentaron. En conjunto, para el 6 de mayo, los diferenciales entre el EURIBOR sin garantías y el índice del EONIA *swap* eran inferiores, en términos generales, a los observados a principios de abril, con la excepción de los plazos más cortos, en los que se registró un ligero aumento. Entre el 1 de abril y el 6 de mayo, el diferencial a tres meses se redujo de 81 puntos básicos a 65 puntos básicos, un nivel similar al de comienzos de septiembre del 2008, antes de la intensificación de las tensiones en el mercado monetario de la zona del euro.

El 6 de mayo, 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 1,225%, el 1,230% y el 1,395%, respectivamente, es decir, sin variaciones para los contratos con vencimiento en junio del 2009 y un ligero descenso, de 2,5 y 3,5 puntos básicos, respectivamente, para los contratos con vencimiento en septiembre y diciembre del 2009, en comparación con los niveles del 1 de abril. Estas variaciones limitadas indican que las expectativas en relación con los tipos de interés oficiales del BCE hasta principios del 2010 prácticamente no se han modificado.

Durante el período de mantenimiento que finalizó el 7 de abril, el EONIA tuvo un comportamiento relativamente volátil, pero se mantuvo en niveles considerablemente inferiores al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, situándose entre 49 y 71 puntos básicos por debajo de dicho tipo. La única excepción se produjo el 31 de marzo, cuando el EONIA ascendió hasta el 1,636% como consecuencia del efecto de fin de trimestre (véase gráfico 10). El 2 de abril, el Consejo de Gobierno decidió recortar otros 25 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 1,25% y los tipos de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito hasta el 2,25% y el 0,25%, respectivamente. No obstante, en el período de mantenimiento que comenzó el 8 de abril, el EONIA siguió fluctuando en torno a los niveles observados en el período de mantenimiento anterior, lo que hizo que el diferencial con respecto al tipo de interés de las operaciones principales de financiación descendiera hasta situarse en torno a 30

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

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



Fuentes: BCE y Reuters.

puntos básicos. Posteriormente, hacia finales de abril, el EONIA disminuyó y el 6 de mayo se situó en el 0,53%, lo que se tradujo en un diferencial de 72 puntos básicos entre el EONIA y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación. Este descenso reflejó la situación de abundancia de liquidez imperante en el mercado monetario, resultado de la política de adjudicación plena de liquidez, junto con un recurso más limitado a la facilidad de depósito que en periodos de mantenimiento recientes.

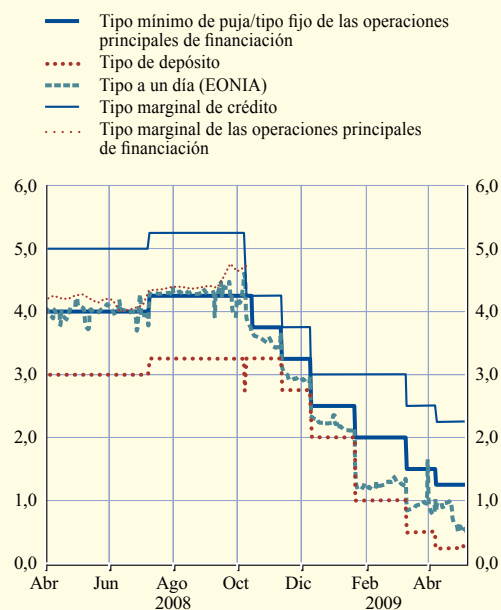
Como consecuencia de la política actual de gestión de la liquidez del Eurosistema, el volumen de liquidez proporcionado al mercado estuvo determinado únicamente por las pujas presentadas por las entidades en las subastas. En las operaciones principales de financiación de los días 7, 14, 21 y 28 de abril y 5 de mayo, el BCE adjudicó, respectivamente, 125,4 mm de euros, 85,9 mm de euros, 122,6 mm de euros y 91,8 mm de euros por encima de la adjudicación de referencia, y 89 mm de euros por debajo de dicha adjudicación. De este modo, en general, las entidades de contrapartida obtuvieron más liquidez de la necesaria para cumplir las exigencias de reservas y tomar en consideración los factores autónomos. Posteriormente, parte de esa liquidez se absorbió mediante el recurso a la facilidad de depósito que, en el periodo de mantenimiento que comenzó el 8 de abril, se redujo sustancialmente en comparación con el periodo de mantenimiento anterior, aunque siguió siendo considerable. El recurso diario a la facilidad de depósito se situó, en promedio, en 37,1 mm de euros entre el 8 de abril y el 6 de mayo, mientras que el promedio en el periodo que finalizó el 7 de abril fue de 57,8 mm de euros. Si se considera la evolución desde finales del 2008, esta persistente caída proporciona nueva evidencia de la normalización en curso de las condiciones en el mercado monetario de la zona del euro tras las tensiones registradas en septiembre del 2008. El recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito también disminuyó, situándose en unos 0,9 mm de euros entre el 8 de abril y el 6 de mayo, desde 1,1 mm de euros en el periodo de mantenimiento anterior.

En cuanto a otras operaciones, el Eurosistema realizó una operación de ajuste el 7 de abril, último día de ese periodo de mantenimiento, en la que absorbió 103,9 mm de euros en una operación a tipo de interés variable con un tipo máximo del 1,50%, un tipo marginal del 1,30% y un tipo medio ponderado del 1,12%. En la operación de financiación a plazo más largo efectuada el 29 de abril (con adjudicación plena, un tipo de interés fijo del 1,25% y vencimiento a tres meses), el importe adjudicado ascendió a 31,17 mm de euros. En las operaciones de financiación a plazo más largo con diversos plazos de vencimiento realizadas los días 8, 9 y 16 de abril, con un tipo fijo del 1,50%, el BCE adjudicó un total de 181,08 mm de euros, superando los 161,23 mm de euros adjudicados en las operaciones equivalentes del periodo 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

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

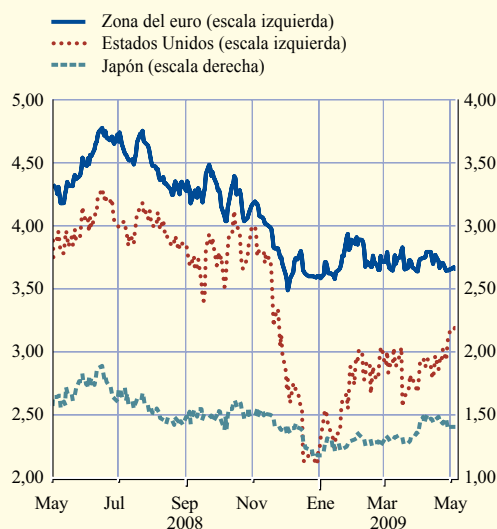
de garantía admitidos por el Eurosistema, en el período que comenzó el 8 de abril, en operaciones con diversos plazos de vencimiento realizadas los días 9, 23 y 30 de abril. El BCE también continuó proporcionando a las entidades de contrapartida del Eurosistema financiación en dólares estadounidenses y en francos suizos a cambio de euros a través de operaciones de *swaps* de divisas.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En abril y comienzos de mayo, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó ligeramente en la zona del euro y de forma más acusada en Estados Unidos. El mejor clima de los mercados respecto a los activos de riesgo, ante señales de estabilización de las perspectivas económicas, ejerció presiones al alza sobre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo. En la zona del euro, esta tendencia general al alza se vio contrarrestada, en parte, por nuevos descensos de los diferenciales de deuda soberana entre países de la zona. En Estados Unidos, la fuerte caída del rendimiento de los bonos, observada tras el anuncio realizado en marzo por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, se invirtió totalmente. Las tasas de inflación implícitas forward a largo plazo de la zona del euro se elevaron ligeramente.

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.

En comparación con finales de marzo, el rendimiento de la deuda pública aumentó ligeramente en la zona del euro y registró un fuerte incremento de 50 puntos básicos en Estados Unidos. El 6 de mayo, el rendimiento de la deuda pública a diez años se situó en el 3,7% en la zona del euro y en el 3,2% en Estados Unidos (véase gráfico 11). En consecuencia, el diferencial nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se estrechó, hasta situarse en torno a -50 puntos básicos al final del período considerado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó ligeramente, hasta situarse en el 1,4% el 6 de mayo. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija no experimentó, en general, cambios en la zona del euro y aumentó ligeramente en Estados Unidos, reflejo de las pronunciadas fluctuaciones registradas recientemente en los rendimientos.

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo aumentó notablemente en el mes de abril y a principios del mes siguiente, situándose el 6 de mayo en un nivel ligeramente superior al observado justo antes del anuncio realizado el 18 de marzo por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, que dio a conocer el plan de comprar títulos a largo plazo del Tesoro por valor de hasta 300 mm de dólares. El rendimiento de los bonos creció sobre todo en los primeros días de abril, probablemente como reflejo de los desplazamientos de fondos que volvían a fluir hacia los activos de riesgo, ante la aparente mejora del clima de los mercados tras la reunión celebrada en Londres por el G-20 el 2 de abril. Además, las incipientes señales de una posible desaceleración del deterioro de las perspectivas económicas pueden haber ejercido presiones adicionales al alza sobre el rendimiento de los bonos a largo plazo.

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

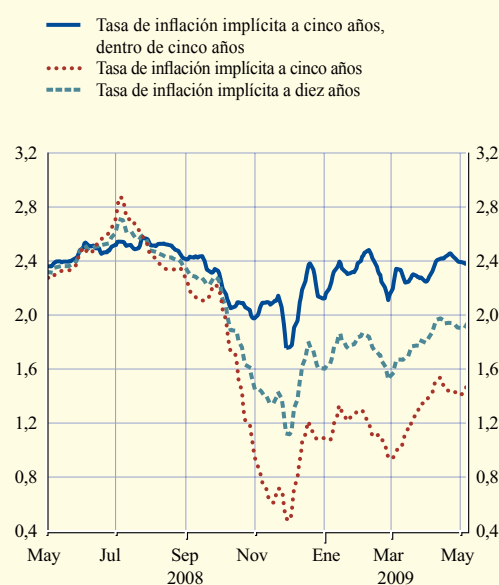
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



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.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó sólo ligeramente en el período considerado, fluctuando en torno a sus niveles de finales de marzo, con una volatilidad relativamente reducida. Las presiones generales al alza sobre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo elevaron también el rendimiento de los bonos alemanes. Sin embargo, en el ámbito de la zona del euro estos aumentos se vieron contrarrestados, en gran medida, por nuevos descensos de los diferenciales de deuda soberana. En todos los países de la zona del euro en los que existe deuda pública a diez años, los diferenciales entre el rendimiento de esta deuda y el de los correspondientes bonos alemanes volvieron a estrecharse en abril y principios de mayo. El nivel todavía elevado de los diferenciales de deuda soberana entre países de la zona del euro sigue reflejando una acusada aversión al riesgo por parte de los inversores, unida a la escasa liquidez disponible en algunos mercados de deuda soberana y a la preocupación por la carga fiscal asociada a las perspectivas económicas y a las medidas adoptadas.

En abril y comienzos de mayo, el rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación de la zona del euro registró nuevamente un ligero descenso. El rendimiento real *spot* a cinco y diez años disminuyó unos 10 y 5 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en el 1,2% y el 1,8%. Pese a las recientes mejoras, la actividad en los mercados de bonos indicados con la inflación sigue dando muestras de cierta debilidad, por lo que el rendimiento de estos bonos y las tasas de inflación implícitas han de interpretarse todavía con cautela.

Unido al ligero aumento del rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo, el descenso del rendimiento real elevó las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y diez años en unos 15 puntos básicos, hasta situarlas, respectivamente, en el 1,5% y el 2% el 6 de mayo. 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) aumentaron ligeramente, hasta el 2,4%. Las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo obtenidas de los *swaps* indicados con la inflación se elevaron también ligeramente en abril y comienzos de mayo.

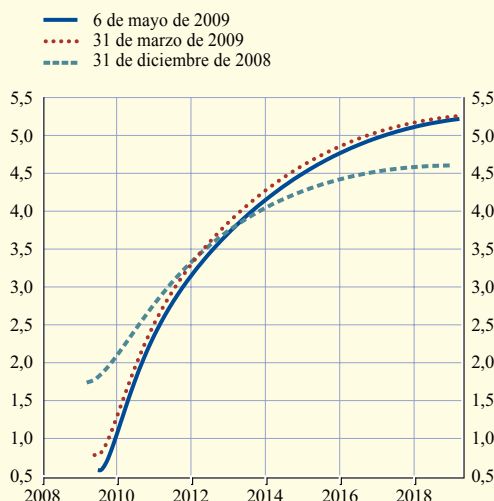
La estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra como el comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) en distintos horizontes temporales (véase gráfico 14). En comparación con finales de marzo, el nivel y la forma de la curva de tipos *forward* de la zona del euro no han experimentado prácticamente cambios.

En relación con los niveles de finales de marzo, en el sector no financiero los diferenciales de renta fija privada volvieron a estrecharse, registrando una notable disminución para los bonos con calificación crediticia más baja y un ligero aumento para los bonos con calificación más alta. En el sector financiero los diferenciales se estrecharon en todas las calificaciones crediticias.

Aunque los niveles todavía elevados de los diferenciales sugieren que persiste la inquietud de los mercados respecto a la solvencia financiera de los sectores financiero y no financiero, las recientes reducciones de los diferenciales reflejan la mejora general del clima de los mercados respecto a los activos de riesgo, tal y como se viene observando también en los mercados de renta variable y de deuda soberana.

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.

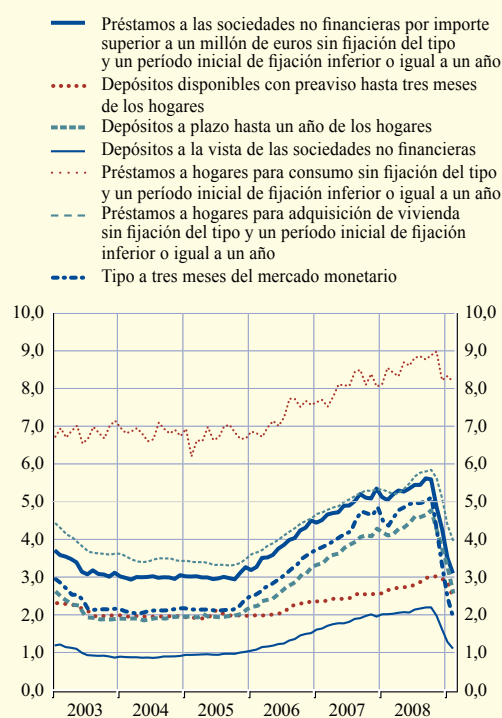
2.5 TIPOS DE INTERÉS APLICADOS A LOS PRÉSTAMOS Y A LOS DEPÓSITOS

En febrero del 2009, todos los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos y depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras continuaron descendiendo, la mayoría de manera sustancial, continuando con la tendencia a la baja que comenzó en noviembre del 2008 tras los recortes de los tipos de interés oficiales y las consiguientes reducciones de los tipos del mercado monetario y de los rendimientos de la deuda pública. Se espera que los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM con respecto a los tipos del mercado monetario disminuyan a medida que las modificaciones de los tipos de interés oficiales se transmitan gradualmente.

En febrero del 2009, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos y depósitos se situaron en niveles considerablemente más reducidos que en el mes anterior, reflejando la respuesta al sustancial descenso de los tipos del mercado monetario desde sep-

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

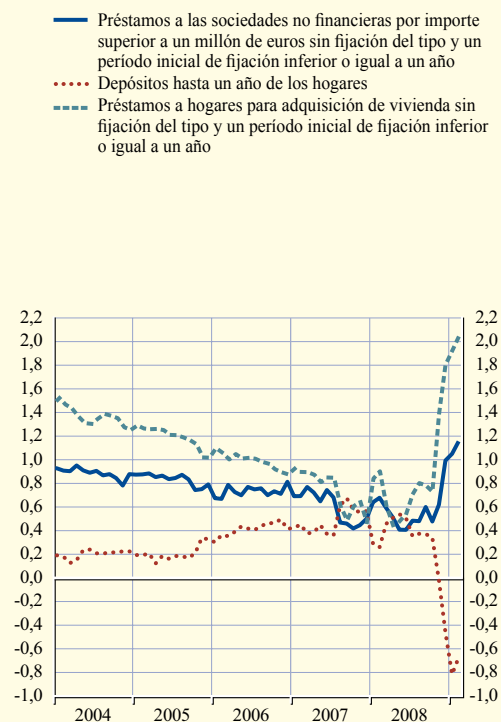
(en porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



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.

tiembre del 2008 (véase gráfico 15). En cuanto a los hogares, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos para adquisición de vivienda experimentaron una acusada disminución (40 puntos básicos) en febrero, mientras que los tipos de interés aplicados al crédito al consumo se redujeron 15 puntos básicos. No obstante, al mismo tiempo, los tipos aplicados a los descubiertos en cuenta de los hogares aumentaron ligeramente, 5 puntos básicos. Por lo que respecta a las sociedades no financieras, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos también volvieron a descender, 39 puntos básicos, en promedio, en febrero, con una caída algo más reseñable para los préstamos por importes elevados que para los de cuantía reducida. En general, los descensos de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM en febrero del 2009 fueron algo menos pronunciados que los observados en enero que, en general, fueron muy fuertes. Esta evolución refleja, en términos generales, variaciones similares de los tipos del mercado monetario correspondientes durante ese mismo período. Por ejemplo, el EURIBOR a tres meses se redujo 51 puntos básicos en febrero del 2009.

Los diferenciales entre los tipos de interés del mercado monetario y los tipos a corto plazo aplicados por las IFM siguieron siendo amplios en febrero (véase gráfico 16), como consecuencia de la lenta transmisión de las modificaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos aplicados por las entidades de crédito.

dito a los depósitos y a los préstamos y créditos. Por ejemplo, entre septiembre del 2008 y febrero del 2009, el EURIBOR a tres meses se redujo 307 puntos básicos, en comparación con 182 puntos básicos en el caso de los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin período inicial de fijación del tipo o con período inicial de fijación inferior o igual a un año, y 252 puntos básicos en el de los préstamos por importes elevados otorgados a las sociedades no financieras con condiciones similares. Sin embargo, se dispone de indicaciones de que las modificaciones recientes de los tipos de interés oficiales están repercutiendo en los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos y a los depósitos en la misma medida que en el pasado, considerando la inercia habitual en el ajuste de estos tipos y las elevadas primas de riesgo de crédito inherentes a la preocupación existente acerca de las perspectivas de los balances de los prestatarios.

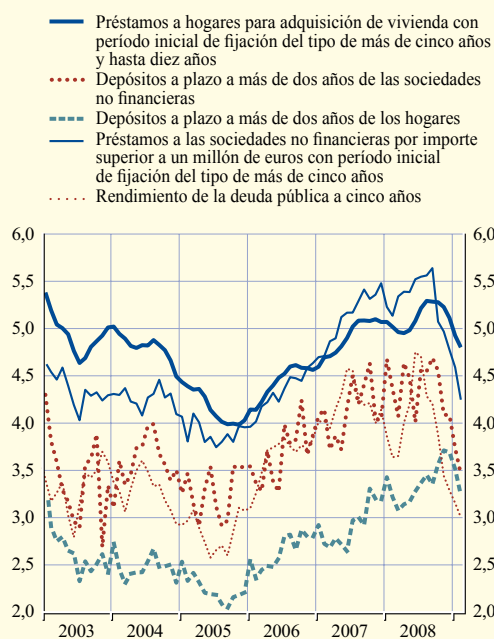
El descenso generalizado de los tipos de interés también es aplicable a los tipos a largo plazo aplicados por las IFM, ya que todos los tipos de interés aplicados por este sector a los préstamos con un período inicial de fijación de más de dos años volvieron a descender en febrero (véase gráfico 17). Por ejemplo, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos por importes elevados a las sociedades no financieras disminuyeron 34 puntos básicos, en promedio, en febrero, una caída sustancialmente superior a la registrada en los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, que experimentó un descenso de 13 puntos básicos. A diferencia de los tipos a más corto plazo, las reducciones de los tipos a largo plazo aplicados por las IFM se situaron, en general, en niveles ligeramente superiores a los registrados por los tipos de los mercados de renta fija. El diferencial de la deuda pública a cinco años, por ejemplo, descendió de 15 puntos básicos entre enero y febrero del 2009, mientras que el correspondiente a la deuda pública a 10 años registró un ligero incremento.

Desde una perspectiva a más largo plazo, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares apenas han experimentado variaciones desde mediados del 2007. En cambio, los tipos de interés a largo plazo aplicados por este sector a los préstamos por importes elevados a las sociedades no financieras han disminuido considerablemente y, en febrero del 2009, se situaban entre 100 y 170 puntos básicos por debajo de los niveles observados a mediados del 2007, dependiendo del plazo. Al mismo tiempo, los tipos a largo plazo aplicados a los préstamos por importes reducidos (esto es, por importe inferior o igual a 1 millón de euros) sólo descendieron ligeramente. Durante ese período, los diferenciales de la deuda pública a medio y a largo plazo registraron una reducción sustancial (entre 50 y 150 puntos básicos).

En cuanto a la evolución de la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos, tanto el basado en los saldos vivos como

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.

el basado en las nuevas operaciones, aumentó ligeramente en febrero del 2009 por primera vez desde octubre del 2008, lo que apunta a una ligera mejora de la capacidad de las entidades de crédito de la zona del euro para generar ingresos. No obstante, ambas medidas se mantuvieron en niveles considerablemente por debajo de los registrados antes de las turbulencias financieras.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

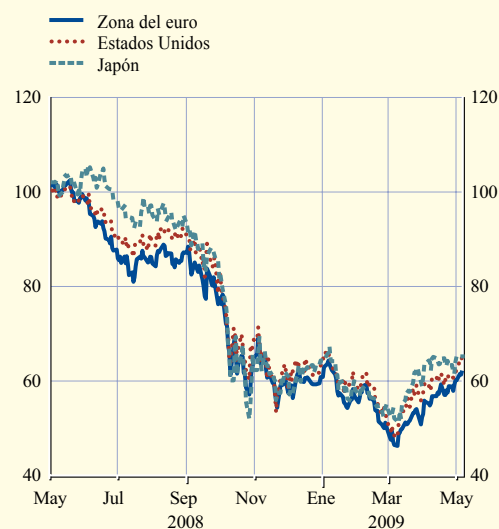
Las cotizaciones bursátiles siguieron subiendo en los mercados internacionales en abril y comienzos de mayo, como resultado, principalmente, de la mejora del clima de los mercados en relación con los activos de riesgo, ante las primeras señales de una posible desaceleración del deterioro de las perspectivas económicas. Entre finales de marzo y el 6 de mayo, los precios de las acciones subieron en la zona del euro y en Estados Unidos, un 19% y un 15%, respectivamente, observándose nuevamente las mayores ganancias en las cotizaciones del sector bancario. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable disminuyó de forma significativa, lo que sugiere que los inversores esperan que las condiciones del mercado se mantengan en niveles relativamente favorables.

Entre finales de marzo y el 6 de mayo prosiguió la recuperación observada en marzo y los precios de las acciones continuaron subiendo en los mercados internacionales. En ese período, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, ganaron un 19%, las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, subieron un 15%, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, aumentaron un 11% (véase gráfico 18). La incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, se redujo de forma significativa en los principales mercados (véase gráfico 19), mientras que la volatilidad esperada (y las correspondientes primas) de los valores a dos años incluidos en el índice Dow Jones EURO STOXX 50 disminuyó ligeramente. En general, estos indicadores sugieren que los agentes han llegado a esperar que la mayor tranquilidad observada en el mercado en las últimas semanas se mantendrá durante cierto tiempo. Además, la compensación por el riesgo de volatilidad puede haber disminuido al mismo tiempo que otras primas de riesgo, generando presiones adicionales a la baja sobre la volatilidad implícita.

Aunque las recientes señales alentadoras observadas en los mercados de renta variable, así como en los mercados de crédito empresarial y los mercados de crédito soberano, no se han asociado a pronunciadas mejoras correspondientes de los indicadores macroeconómicos, no dejan de apuntar a una importante recuperación de la confianza entre los inversores. Ello constituye al menos una inversión parcial del elevado pesimismo anteriormente reflejado en los precios de los activos de riesgo. La revisión de la valoración de los riesgos puede ser resultado de una percepción más favorable del mercado respecto a

Gráfico 18 Índices bursátiles

(índice: 1 de mayo 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.

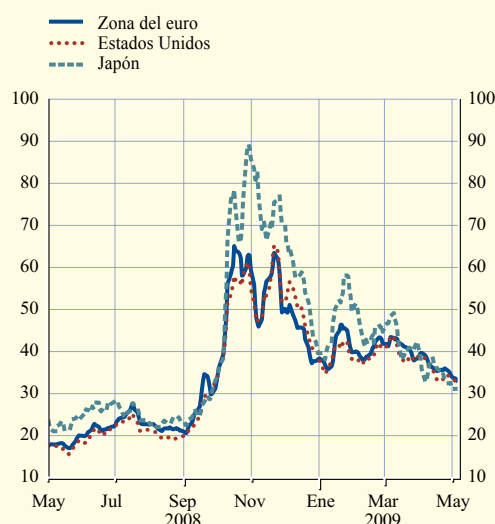
la eficacia de las medidas de ayuda financiera adoptadas por el sector público, en un contexto de ausencia de nuevas perturbaciones adversas de gran magnitud en el sector financiero. En efecto, los valores de renta variable del sector financiero siguieron registrando las mayores ganancias también en abril y primeros de mayo.

En la zona del euro los precios de las acciones subieron algo más que en Estados Unidos, posiblemente como consecuencia de cierto realineamiento tras las ganancias relativamente más elevadas observadas en Estados Unidos en marzo. Por sectores, la revisión de la valoración de los riesgos registrada en el período analizado fue particularmente acusada para el sector bancario, en el que el correspondiente índice sectorial se elevó un 38% en la zona del euro y un 49% en Estados Unidos. Aunque las subidas de las cotizaciones bursátiles de las sociedades no financieras cotizadas fueron menos pronunciadas, se cifraron en un 14% en la zona del euro y un 13% en Estados Unidos.

Los beneficios efectivos y esperados de las sociedades cotizadas de la zona del euro siguieron bajando en abril, aunque más lentamente que en los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX volvió a bajar ligeramente en el mes de abril, hasta el -31,1%, desde el -30,6% de marzo. En abril, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios esperados por acción para los próximos doce meses sufrió un nuevo deterioro, hasta situarse en el -2,9%, desde el -1,9% de marzo. La evolución de los beneficios en abril volvió a diferir notablemente entre los distintos sectores. Mientras que el crecimiento interanual de los beneficios por acción del sector no financiero experimentó un descenso del 22%, el de las sociedades cotizadas del sector financiero registró una caída próxima al 60%.

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.

CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO HASTA EL CUARTO TRIMESTRE DEL 2008

En este recuadro se presentan las cuentas integradas de la zona del euro que se publicaron el 30 de abril de 2009 en la web del BCE¹. Las cuentas publicadas ofrecen información completa sobre los ingresos, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de cada sector de la economía de la zona del euro hasta el cuarto trimestre del 2008. Estas cuentas reflejan cómo los agentes económicos reaccionaron ante la intensificación de la crisis financiera, el aumento asociado de la incertidumbre y la contracción de la actividad a escala mundial. Las cuentas integradas presentan tres ventajas principales. En primer lugar, incluyen nueva información no declarada anteriormente, en concreto sobre los sectores privados no financieros (hogares y sociedades no financieras). En segundo lugar, contienen información homogénea para cada uno de los sectores institucionales en su conjunto, integrando las cuentas financieras y no financieras. En tercer lugar, presentan los datos en un marco común, lo cual permite ampliar el ámbito para el análisis de las interacciones entre las variables financieras y de la economía real, así como las interrelaciones entre los sectores institucionales².

Al convertirse repentinamente la suave desaceleración cíclica de la actividad económica observada hasta el verano del 2008 en una pronunciada contracción a finales de año, el crecimiento interanual de la renta nominal disponible de la zona del euro se frenó en el cuarto trimestre del 2008, afectando a todos los sectores, aunque con distinta intensidad, y en particular a los hogares y a las Administraciones Públicas.

Comportamiento de los sectores institucionales

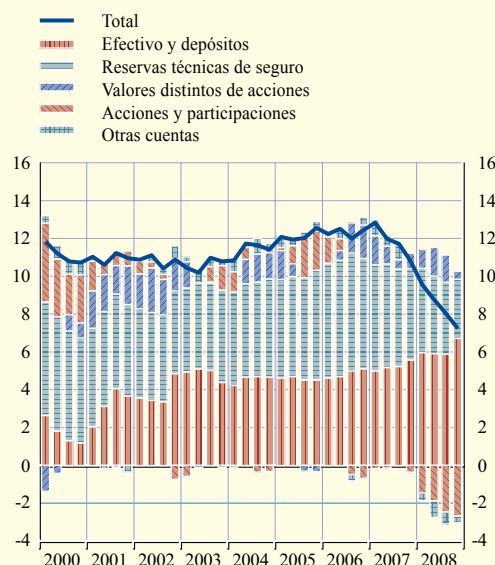
Las pronunciada ralentización observada en el —hasta ese momento— sólido crecimiento de la renta nominal de los *hogares* en el cuarto trimestre del 2008 tuvo su origen en una repentina desaceleración de la remuneración de los asalariados y de las rentas de los trabajadores autónomos, así como una abrupta contracción de las rentas de la propiedad recibidas. Estos efectos negativos se vieron mitigados sólo en parte por una nueva desaceleración de los impuestos pagados. Así pues, pese a la fuerte reducción observada en el deflactor del consumo (desde una tasa del 3,9% interanual en el tercer trimestre del 2008 hasta en el 1,9% en el cuarto trimestre del 2008), el crecimiento de la renta disponible real de los hogares mantuvo el mismo ritmo lento de los dos trimestres anteriores (un 0,7% interanual, la tasa de crecimiento más baja registrada desde el 2003). La mayor incertidumbre acerca de las perspectivas de la economía y del empleo, así como de los mercados de la vivienda, junto con una acusada caída en la renta financiera neta de los hogares (debido a pérdidas en las tenencias de acciones), llevó a los hogares a intensificar la reducción de su consumo real y a aumentar el ahorro, situando su tasa de ahorro en el 14,2% en el cuarto trimestre del 2008 (en términos de flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres). Este hecho, asociado a la caída de la inversión de los hogares (en vivienda), provocó un nuevo incremento de su capacidad de financiación, que contribuyó a reducir su necesidad de financiarse mediante préstamos. Por el lado de los activos, la fuerte incertidumbre económica y financiera acentuó la preferencia de los hogares por la liquidez, tal como refleja el hecho de que este sector continuó reorientando su inversión financiera hacia el efec-

1 Estos datos pueden encontrarse en la web del BCE, en <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181>.

2 Para una introducción de las cuentas integradas de la zona del euro, véase el artículo titulado «Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2007.

Gráfico A Inversión financiera de los hogares

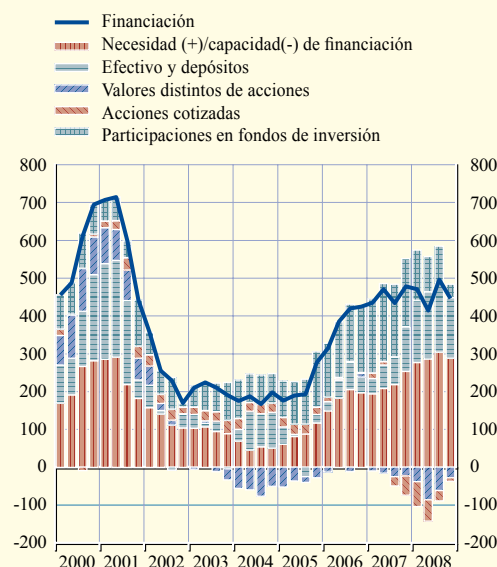
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Gráfico B Financiación de las sociedades no financieras y utilización de los fondos

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



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Con fines de presentación, algunas operaciones con activos se compensan con sus pasivos, debido a que corresponden, principalmente, a operaciones internas del sector (préstamos, acciones no cotizadas, cuentas pendientes de cobro/de pago).

tivo y los depósitos, reduciendo sus tenencias de activos de más riesgo (acciones cotizadas, participaciones en fondos de inversión) y disminuyendo la acumulación de activos menos líquidos (reservas técnicas de seguro) – véase gráfico A.

Bajo el impacto de la pronunciada contracción de la actividad que se observó en el cuarto trimestre del 2008, el valor añadido bruto en términos nominales de las *sociedades no financieras*, en términos interanuales, se mantuvo estabilizado. Las empresas reaccionaron rápidamente conteniendo la remuneración de los asalariados (que reflejaba, principalmente, un efecto «volumen»: reducción del empleo, así como de las horas trabajadas por asalariado), limitando con ello el efecto negativo sobre los márgenes agregados (el excedente bruto de explotación cayó un 4,1% en tasa interanual, frente al +1,6% del tercer trimestre del 2008). El ahorro de las sociedades no financieras mostró incluso un crecimiento positivo, basado en una caída de los dividendos y de los impuestos directos desembolsados. En este contexto de reducción de la demanda mundial y de descenso de la utilización de la capacidad productiva, unido a un endurecimiento de las condiciones de financiación, el crecimiento interanual de la formación bruta de capital de estas sociedades se tornó repentinamente negativo (-3,3%, en tasa interanual) tras un largo período de crecimiento (+7% hasta el tercer trimestre del 2008). Debido a estos rápidos ajustes, las sociedades no financieras lograron reducir su necesidad de financiación en el cuarto trimestre del 2008, a pesar del impacto negativo de la recesión, tras un prolongado período de mayor dependencia de la financiación externa, como puede observarse en el gráfico B. Las sociedades no financieras también redujeron sustancialmente sus compras de acciones cotizadas en el cuarto trimestre del 2008, en fuerte contraste con el aumento de sus adquisiciones hasta el tercer trimestre del 2008, y limitaron sus recompras de acciones. Ade-

más, las sociedades no financieras siguieron reduciendo sus reservas de liquidez, a pesar de una carrera generalizada por conseguir efectivo, al desacelerarse de forma acusada la acumulación de depósitos de las empresas y continuar la desinversión de valores distintos de acciones y de participaciones en fondos de inversión, aunque a un ritmo menor (véase gráfico B). La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las sociedades no financieras volvió a ralentizarse, pero la financiación mediante préstamos siguió siendo considerable, debido a la necesidad de estas sociedades de financiar su posición deudora neta, que aún era elevada; también reflejaba una retirada de fondos de líneas de crédito establecidas anteriormente y otros tipos de financiación predeterminados. A la paralización del mercado de renta fija en las semanas posteriores a la quiebra de Lehman Brothers le siguió su reapertura y un aumento de la emisión de valores distintos de acciones hacia finales de año, aunque con unos rendimientos más elevados. Así pues, la tasa de crecimiento de la emisión de valores se incrementó a lo largo del trimestre, reflejando en parte unas condiciones de concesión de crédito más restrictivas.

El rápido deterioro de las cuentas de las *Administraciones Públicas* fue consecuencia, principalmente, del efecto de los estabilizadores automáticos en una economía en desaceleración, con un fuerte descenso de los impuestos directos sobre las sociedades no financieras, una caída de los impuestos indirectos y un débil crecimiento de los impuestos directos sobre los hogares. Los Tesoros Públicos incrementaron considerablemente la emisión de deuda en el cuarto trimestre 2008, con el fin de financiar los déficit, así como las importantes compras de activos (préstamos, valores distintos de acciones y acciones no cotizadas) llevadas a cabo en el contexto de las medidas de rescate financiero (en torno a 190 mm de euros, solamente en el cuarto trimestre del 2008).

La renta disponible neta de la *instituciones financieras* se contrajo –aunque se mantuvo en niveles elevados– debido a los menores ingresos por dividendos (aunque se siguieron pagando dividendos importantes), a pesar de que su excedente bruto de explotación se recuperó, como consecuencia de los mayores márgenes de los préstamos y de una marcada desaceleración de la remuneración de los asalariados. En el contexto del desapalancamiento actual, la expansión trimestral de sus balances se redujo considerablemente (100 mm de euros al trimestre, frente a más de un billón de euros, anteriormente). En el cuarto trimestre en su conjunto, las pérdidas del sector por tenencias de activos estructurados se compensaron con las ganancias en sus tenencias de valores públicos.

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

El crecimiento de la renta disponible bruta (en términos nominales) de la zona del euro quedó frenado repentinamente en el cuarto trimestre del 2008 (+0,2% en tasa interanual, frente al 3,1% registrado en el tercer trimestre del 2008), como consecuencia de la caída del crecimiento del PIB nominal. Esta desaceleración tan acusada afectó, sobre todo, a las *Administraciones Públicas* y a los hogares, mientras que las sociedades no financieras mostraron una recuperación de su renta. La resistencia del crecimiento de la renta bruta de los hogares que se había observado los trimestres anteriores desapareció, y esta variable creció un 2,5%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre, desde el 4,6% registrado en el tercer trimestre. A causa de los estabilizadores automáticos, la renta disponible bruta de las *Administraciones Públicas* cayó un 4,9%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre del 2008; un rápido descenso si se compara con el -1% del tercer trimestre del 2008 y el +2,9% del primer trimestre del 2008. La renta disponible de las instituciones financieras se redujo de forma acusada (véase gráfico C).

Gráfico C Renta disponible bruta de la zona del euro – contribución por sectores

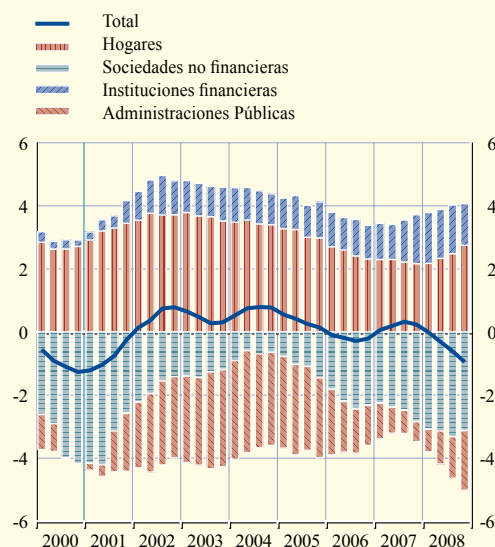
(tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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



Fuentes: BCE y Eurostat.

La contracción observada en el ahorro bruto de la zona del euro se aceleró en el cuarto trimestre del 2008 (-7% en tasa interanual), debido a que el acusado descenso del ahorro de las Administraciones Públicas y de las instituciones financieras superó el aumento del ahorro de los hogares. El crecimiento de la formación bruta de capital fijo en la zona del euro se tornó repentinamente negativo en el cuarto trimestre 2008. La inversión en capital fijo de las sociedades no financieras se contrajo un 5,5%, en términos anuales, hasta el cuarto trimestre del 2008, tras haber mostrado cierta resistencia hasta poco antes (+5,4% hasta el tercer trimestre del 2008), con las empresas retrasando sus proyectos en un entorno de condiciones de financiación restrictivas y de deterioro de las perspectivas de la demanda. La inversión de los hogares en capital fijo (inversión residencial y formación de capital de empresas sin personalidad jurídica propia) siguió reduciéndose un 5,5% en tasa interanual.

Al contraerse el ahorro más que la inversión, la necesidad/capacidad de financiación de la zona del euro (que se tornó negativa en el segundo trimestre del 2008) continuó deteriorándose, hasta situarse en el -0,9% del PIB, en términos de flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres. La necesidad de financiación de la zona del euro durante el último año es reflejo del déficit observado en las cuentas corrientes y de capital. Este empeoramiento, a pesar del favorable efecto de la caída de los precios de las materias primas a finales del 2008, fue consecuencia de una significativa contracción del volumen de exportaciones netas, al enfriarse rápidamente la demanda exterior, así como de la caída de las rentas netas de la propiedad recibidas. Desde un punto de vista sectorial, el deterioro de la necesidad/capacidad de financiación de la zona del euro se debió al pronunciado incremento observado en la necesidad de financiación del sector público, que superó el aumento de la capacidad de financiación neta de los hogares y la reducción de la necesidad de financiación neta de las sociedades no financieras (véase gráfico D).

Así pues, la zona del euro en su conjunto mostró de nuevo una necesidad de financiación neta hasta el cuarto trimestre del 2008, como consecuencia del saldo entre ahorro e inversión en la cuenta no financiera. Las prolongadas turbulencias financieras provocaron una desaceleración considerable de las operaciones transfronterizas en términos brutos. Las entradas netas de depósitos, que seguían siendo elevadas en los primeros tres trimestres, cayeron sustancialmente en el cuarto trimestre, al paralizarse las operaciones interbancarias transfronterizas tras la quiebra de Lehman Brothers. Sin embargo, lo anterior se vio contrarrestado, en parte, por el incremento de entradas netas de valores distintos de acciones. Las salidas anuales «netas» de acciones y participaciones se mantuvieron, mientras que las salidas netas de préstamos se redujeron (y se convirtieron en entradas en el cuarto trimestre).

Financiación de los sectores no financieros y mercados financieros

La tasa de crecimiento interanual de la financiación total de los sectores no financieros se recuperó ligeramente en el cuarto trimestre del 2008, en términos de flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres, debido a que las Administraciones Públicas emitieron deuda de forma muy activa, mientras que la financiación no pública siguió reduciéndose³. Por el lado de la inversión financiera, la adquisición neta de activos financieros por los sectores no financieros se recuperó en el cuarto trimestre del 2008, como consecuencia de una acumulación excepcionalmente importante de activos por parte de las Administraciones Públicas, relacionada principalmente con las operaciones de rescate financiero. Por el contrario, la adquisición neta de activos financieros por parte de los hogares y de las sociedades no financieras continuó disminuyendo.

Desde la perspectiva de los instrumentos financieros, en el mercado de valores de renta fija, mientras que las Administraciones Públicas aumentaban masivamente las emisiones de deuda, las IFM se convirtieron en compradores netos al reanudar sus adquisiciones y tornarse negativa su emisión neta. El resto del mundo también incrementó sus compras netas, mientras que los hogares pasaron a ser vendedores y las empresas de seguros y los fondos de pensiones redujeron sus adquisiciones. En lo que se refiere al mercado de fondos de inversión, las amortizaciones netas de participaciones en fondos de inversión no monetarios se aceleraron, y el resto del mundo se convirtió en vendedor neto. En cuanto al mercado de acciones cotizadas, las sociedades no financieras disminuyeron sus compras, mientras que las IFM y los hogares continuaron siendo importantes vendedores netos.

La dinámica del balance estuvo dominada por las pérdidas de tenencias

En el contexto del lento crecimiento de las tasas de variación de la financiación de todos los sectores, los movimientos observados en los balances estuvieron dominados por las revalorizaciones negativas. La caída de los precios de las acciones en todo el mundo tuvo unos efectos adversos sobre la riqueza financiera neta de los hogares, hasta un importe acumulado de 1,5 billones de euros hasta el cuarto trimestre del 2008. En los mercados de renta fija, el aumento de los precios de la deuda pública (y del dólar) en el segundo semestre compensó las enormes pérdidas de valor de los «activos tóxicos». Se recuerda que, en el caso de los préstamos, que se valoran por el nominal, el deterioro del valor sólo afecta a la riqueza financiera de los acreedores cuando efectivamente se contabilizan, lo que ocurre normalmente con un retraso evidente.

3 La tasa de crecimiento interanual de la financiación total de las cuentas integradas de la zona del euro es más moderada que la tasa de crecimiento de la financiación que se obtiene de sus componentes en las estadísticas monetarias y bancarias, así como en las estadísticas de emisión de valores del BCE, debido a una cobertura mayor y a otras diferencias metodológicas.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,6% en abril del 2009, sin cambios con respecto al mes de marzo. 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 anterior 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 y que se mantengan temporalmente en niveles negativos durante unos meses 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 se situó en el 0,6% en abril del 2009, sin cambios con respecto a marzo (véase cuadro 4). Aunque no se dispone todavía del detalle de esta estimación, se sabe que no se han producido efectos de base significativos en abril. La evolución de los precios del petróleo y los datos nacionales sugieren que los precios de la energía y de los alimentos han moderado la inflación, mientras que las tasas de variación interanual de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos pueden haber aumentado.

El detalle del IAPC de marzo indica que la caída de la inflación en relación con el mes precedente fue reflejo de los descensos de las tasas de variación interanual de la mayoría de los componentes del índice, especialmente de los de la energía y de los servicios, como consecuencia, en parte, de efectos de base (véase gráfico 20). La tasa de variación interanual de los precios de la energía disminuyó en marzo hasta el -8,1%. Aunque gran parte de esta reducción fue resultado de un fuerte efecto de base a la baja, los precios de la energía descendieron ese mes un 1,2% en comparación con febrero, como consecuencia, principalmente, de la disminución de los precios del transporte y de los combustibles para calefacción, pese a la subida de los precios del petróleo observada en marzo. La caída de los precios de los combustibles para calefacción, que fue particularmente acusada, estuvo fundamentalmente relacionada con la marcada contracción de los márgenes del refino del gasóleo hasta

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2008 Nov.	2008 Dic.	2009 Ene.	2009 Feb.	2009 Mar.	2009 Abr.
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	3,3	2,1	1,6	1,1	1,2	0,6	0,6
Energía	2,6	10,3	0,7	-3,7	-5,3	-4,9	-8,1	.
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	2,8	2,8	2,6	3,3	2,4	.
Alimentos elaborados	2,8	6,1	4,2	3,5	2,7	2,0	1,6	.
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	0,9	0,8	0,5	0,7	0,8	.
Servicios	2,5	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4	1,9	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,7	5,9	2,8	1,1	-0,7	-1,7	-3,1	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	43,1	32,1	34,3	34,6	36,5	39,0
Precios de las materias primas no energéticas	9,2	4,4	-7,7	-17,1	-20,7	-24,5	-24,9	-19,5

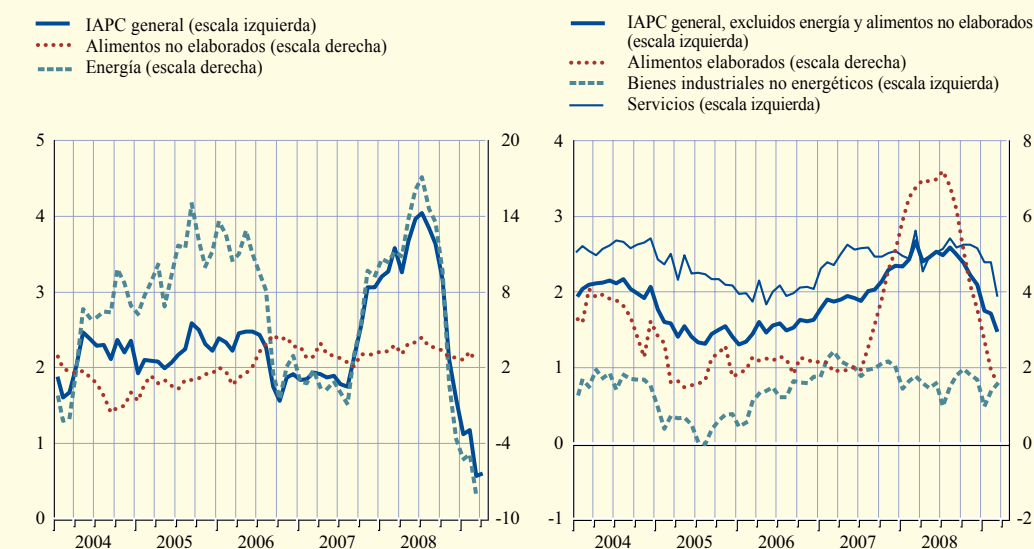
Fuentes: Eurostat, HWWI y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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

1) La inflación medida por el IAPC de abril 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.

mediados de marzo. Los precios de consumo del gas bajaron también entre febrero y marzo, reflejo del impacto retardado de los anteriores descensos de los precios del petróleo.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se redujo hasta el 2,4% en marzo, desde el 3,3% de febrero. Todos los subcomponentes contribuyeron a este descenso, especialmente los precios de las hortalizas, que habían subido notablemente en los primeros meses del 2009, debido a las condiciones atmosféricas. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados disminuyó hasta el 1,6% en marzo, desde el 2% de febrero, como resultado de un efecto de base. La evolución a corto plazo de este componente no ha registrado grandes variaciones en los últimos meses, lo que podría sugerir que la inversión de la perturbación que afectó a los precios de los alimentos está llegando lentamente a su fin.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, disminuyó al 1,5% en marzo, como consecuencia de un pronunciado descenso de la inflación en los precios de los servicios. De hecho, en marzo sólo la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos experimentó un aumento. Este incremento ha de considerarse en el contexto del período de rebajas, que suele durar de enero a marzo y que afecta especialmente a los precios de los artículos de vestir y del calzado. En marzo estos precios subieron considerablemente en términos intermensuales, elevando la tasa de variación interanual de los precios de este subgrupo. En el mismo mes se registraron también algunos aumentos de menor entidad de las tasas de variación interanual de los precios de otras partidas menos estacionales de los bienes industriales no energéticos, sobre todo de los precios de los automóviles. En general, parece que el descenso de la actividad y la debilidad de la demanda no han afectado todavía de forma significativa a la evolución agregada de los precios de los bienes industriales no energéticos. Por el contrario, la inflación en los precios de los servicios disminuyó, desde el 2,4% de febrero al 1,9% de marzo, el nivel más bajo observado desde agosto del 2006. Esta reducción estuvo determinada, en gran medida, por factores estacionales, ya que la Semana Santa cayó este año en fechas distintas a las del año pasado, lo que hizo decrecer de forma acusada la tasa de variación interanual de las partidas relacionadas con las vacaciones (viajes organiza-

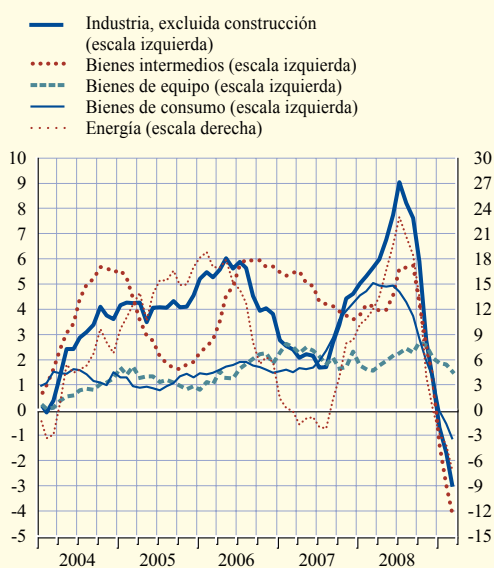
dos, alojamiento y transporte aéreo). Además, algunos ligeros descensos de las tasas de variación interanual de los precios de la hostelería y de las telecomunicaciones contribuyeron a la caída de la inflación en los precios de los servicios.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han reducido nuevamente en los últimos meses, en relación con los niveles muy elevados alcanzados en el verano del año pasado. La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, cayó al $-3,1\%$ en marzo del 2009, desde el $-1,7\%$ de febrero. La nueva disminución de la inflación en los precios industriales estuvo determinada por el descenso de los precios de todos los componentes, especialmente de los de la energía y de los bienes intermedios, como consecuencia de la evolución de los precios del petróleo y de las materias primas industriales. La tasa de variación interanual de los precios del componente energético cayó al $-7,3\%$ en marzo, desde el $-4,2\%$ de febrero, como resultado 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 redujo al $-1,7\%$ en marzo, reflejo, en particular, de la evolución de los precios de los bienes intermedios y de los bienes de consumo no duradero. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios cayó al $-4,1\%$ en marzo, debido a un nuevo descenso intermensual, y la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo disminuyó hasta el $1,5\%$. En las últimas fases de la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo bajó hasta el $-1,2\%$, 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 caída de los precios de los alimentos, al invertirse su tendencia al alza (véase gráfico 21).

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.

La información más reciente procedente de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas sugiere una cierta estabilización en la evolución de las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro (véase gráfico 22). Según el último índice de directores de compras, el índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero y el índice de precios cobrados en los sectores de manufacturas y de servicios se elevaron ligeramente en abril, por primera vez desde mediados del 2008, mientras que el índice de precios de los bienes intermedios en el sector servicios descendió ligeramente. Sin embargo, todos los índices se mantienen en niveles muy reducidos.

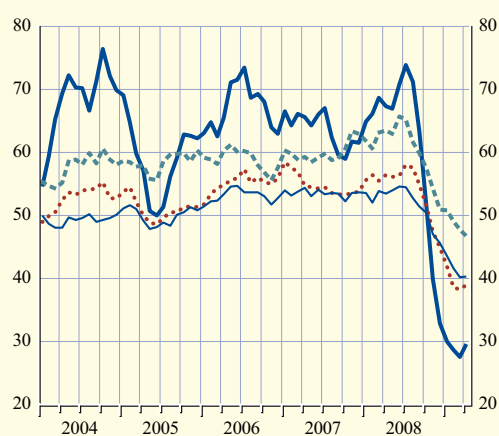
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los datos estadísticos disponibles indican que persistió el pronunciado crecimiento de los salarios negociados en el último trimestre del 2008, aunque muestran también unas primeras señales de desaceleración de las presiones salariales

Gráfico 22 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)

- Sector manufacturero; precios de los bienes intermedios
- ... Sector manufacturero; precios cobrados
- - - Sector servicios; precios de los bienes intermedios
- Sector servicios; precios cobrados



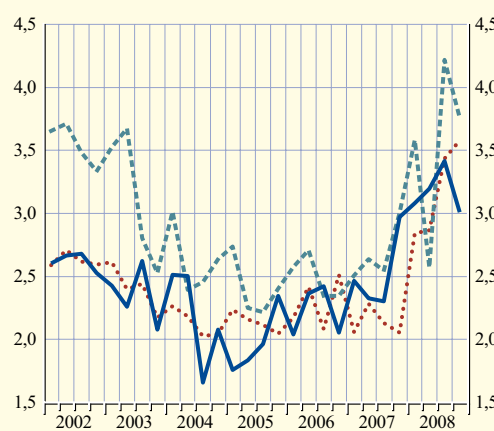
Fuente: Markit.

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

Gráfico 23 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Remuneración por asalariado
- ... Salarios negociados
- - - Costes laborales por hora



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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

(véanse gráfico 23 y cuadro 5). La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados aumentó un 3,6% en el cuarto trimestre del año, desde el 3,4% del tercer trimestre. El crecimiento de los salarios negociados registrado en el cuarto trimestre del 2008 estuvo impulsado por unos pagos extraordinarios realizados en un país de gran tamaño de la zona del euro. Sin embargo, la información disponible sugiere una posible desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en el primer trimestre del 2009. Otros indicadores del crecimiento salarial descendieron en el cuarto trimestre del 2008. 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. El menor número de horas trabajadas en el sector manufacturero, como consecuencia del debilitamiento de la actividad económica, elevó los costes laborales por hora. Si se tuviese en cuenta esta caída de las horas trabajadas, el crecimiento de los costes laborales por hora sería menor en el cuarto trimestre

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	3,4	3,0
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,8	0,0	0,5	0,6	0,4	0,0	-1,4
Costes laborales unitarios	1,7	3,2	2,5	2,4	2,8	3,4	4,5

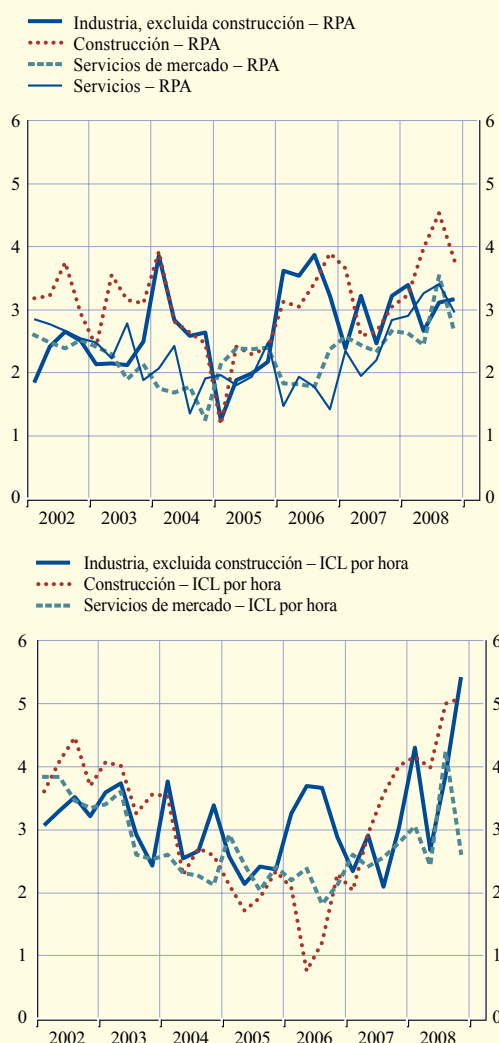
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

del 2008. Por sectores, se observa que la reducción de los costes laborales por hora fue más acusada en el sector servicios, como resultado, probablemente, de un mayor recorte de las horas trabajadas, así como de la elevación del coste de los despidos en los sectores de industria y 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 3,4% del tercer trimestre. Unido al mayor crecimiento 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 hasta el -1,4% en términos interanuales en el último trimestre del 2008, desde el 0% del trimestre anterior. En consecuencia,

el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se aceleró notablemente, desde el 3,4% del tercer trimestre del 2008, hasta el 4,5% del cuarto trimestre, siendo esa la tasa de crecimiento interanual más alta registrada en más de una década.

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 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Manteniendo la tendencia moderadora observada tras el fuerte crecimiento experimentado en el período anterior al 2005, la inflación en los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro siguió reduciéndose en el 2008, disminuyendo de forma continua, desde el 7,7% alcanzado en el primer semestre del 2005, hasta el 0,6% observado en el segundo semestre del 2008, año en el que registró una notable desaceleración a nivel nacional en la mayor parte de los países de la zona del euro (véase cuadro 6). Los últimos datos disponibles muestran que los precios de la vivienda han bajado considerablemente en términos interanuales en seis países de la zona del euro, y sugieren que, en general, los países en los que estos precios subieron más en el pasado son los que tienden actualmente a experimentar las correcciones de precios más pronunciadas.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Según la estimación de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,6% en abril del 2009, sin cambios con respecto al mes de marzo. El descenso de la inflación observado desde el pasado verano refleja, principalmente, la fuerte caída

Cuadro 6 Precios nominales de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Ponderación (%)	1999-2005 Tasa media de variación interanual	2006	2007	2008	2008		2008				2009
						1S	2S	I	II	III	IV	I
Bélgica ¹⁾	3,7	9,4	11,1	9,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Alemania ²⁾	27,0	-0,9	0,2	0,7	0,2	-	-	-	-	-	-	-
Irlanda ²⁾	2,1	12,2	13,4	0,9	-9,4	-9,0	-9,8	-8,6	-9,4	-10,0	-9,7	-9,8
Grecia ²⁾	2,5	9,5	12,2	4,6	2,6	2,6	2,7	1,7	3,5	2,4	2,9	-
España ²⁾	11,7	13,8	10,4	5,8	0,7	2,9	-1,4	3,8	2,0	0,4	-3,2	-6,8
Francia ¹⁾	21,1	11,2	12,1	6,6	1,3	3,7	-1,0	4,3	3,0	0,8	-2,9	-
Italia ²⁾	17,1	7,5	5,8	4,9	4,2	4,5	3,9	-	-	-	-	-
Chipre	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Luxemburgo ²⁾	0,4	11,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Malta ²⁾	0,1	10,8	3,5	1,1	-2,7	-1,7	-3,8	-0,7	-2,7	-3,2	-4,4	-
Países bajos ¹⁾	6,3	7,8	4,6	4,2	2,9	3,7	2,2	4,2	3,1	2,8	1,7	-0,3
Austria ^{2), 3)}	3,0	0,7	4,0	4,1	-	1,0	-	2,1	-0,2	0,7	-	-
Portugal ²⁾	1,8	2,9	2,1	1,3	3,9	3,1	4,7	2,3	4,0	4,8	4,7	2,7
Eslovenia	0,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Eslovaquia ¹⁾	0,6	-	16,8	23,9	-	32,8	-	34,5	31,2	19,9	-	-
Finlandia ¹⁾	2,0	-	7,4	5,9	0,9	3,2	-1,4	3,7	2,7	0,6	-3,4	-

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Las ponderaciones se basan en el PIB nominal del 2007. La estimación del agregado de la zona del euro se basa en la interpolación de los datos anuales de Alemania.

Definiciones:

1) Viviendas de segunda mano (casas y apartamentos); todo el país.

2) Todas las viviendas (casas y apartamentos, nuevos y de segunda mano); todo el país.

3) Datos hasta el 2000, para Viena.

da 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 anterior 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 y que permanezcan temporalmente en niveles negativos durante unos meses 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 en valores positivos y por debajo del 2% en el 2010, siendo atemperada por la atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países.

En comparación con la encuesta anterior, la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) recoge una nueva revisión a la baja de las expectativas de inflación para el 2009 y el 2010, que se sitúan ahora en el 0,5% y el 1,3%, respectivamente (véase recuadro 4). Las expectativas de inflación a más largo plazo se mantienen sin cambios en el 1,9%, lo que confirma que la esperada volatilidad del IAPC en el 2009 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.

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

Recuadro 4

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL SEGUNDO TRIMESTRE DEL 2009

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al segundo trimestre del 2009 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 16 y el 20 de abril de 2009 y respecto de la cual se recibieron 52 respuestas. En esta encuesta se recogen las expectativas de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB y el desempleo de la zona del euro¹.

Expectativas de inflación para los años 2009 y 2010

Desde la encuesta anterior (realizada en enero), los participantes en la EPE han revisado a la baja sus expectativas de inflación para los años 2009 y 2010, que sitúan ahora en el 0,5% y el 1,3%, respectivamente (véase cuadro)². La mayor parte de los encuestados señaló que sus expectativas de inflación a corto plazo se fundamentan en los fuertes efectos de base derivados de la caída de los precios de las materias primas y de los alimentos.

Las expectativas de inflación de la EPE para el 2009 y el 2010 se aproximan a los niveles más altos de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la

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

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

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Horizonte de la encuesta					
Inflación medida por el IAPC	2009	Mar 2010	2010	Mar 2011	A largo plazo ²⁾
EPE II 2009	0,5	1,2	1,3	1,6	1,9
EPE anterior (I 2009)	0,9	-	1,6	-	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE	0,1 - 0,7	-	0,6 - 1,4	-	-
Consensus Economics (abril 2009)	0,4	-	1,3	-	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2009)	0,5	-	1,2	-	2,1
Crecimiento del PIB real	2009	IV 2009	2010	IV 2010	A largo plazo ²⁾
EPE II 2009	-3,4	-2,0	0,2	0,9	2,0
EPE anterior (I 2009)	1,7	-	0,6	-	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE	-3,2 - -2,2	-	-0,7 - 0,7	-	-
Consensus Economics (abril 2009)	-3,4	-	0,3	-	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2009)	-3,2	-	0,3	-	2,2
Tasa de desempleo ¹⁾	2009	Feb 2010	2010	Feb 2011	A largo plazo ²⁾
EPE II 2009	9,3	10,3	10,5	10,5	8,4
EPE anterior (I 2009)	8,7	-	9,4	-	7,8
Consensus Economics (abril 2009)	9,3	-	10,2	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2009)	8,6	-	10,3	-	9,8

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a largo plazo de la EPE y del Barómetro de la Zona del Euro se refieren al 2013, y las de Consensus Economics, al período 2015-2019.

zona del euro en marzo del 2009 (cerradas a finales de febrero del 2009), y están, en general, en línea con las previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para ambos años (publicadas en abril del 2009).

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad a que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. La distribución de probabilidad obtenida promediando las respuestas proporciona un resumen de sus valoraciones y también ayuda a conocer cómo calibran, en promedio, los encuestados el riesgo de que el resultado futuro se sitúe por encima o por debajo del intervalo más probable. En línea con el descenso medio de las estimaciones para los años 2009 y 2010, la distribución de probabilidad agregada sitúa los resultados en niveles inferiores a los previstos en la EPE anterior (véase gráfico A). En general, los encuestados consideran que las previsiones a corto plazo están sujetas a riesgos bajistas, debido a que la debilidad de la actividad económica, la reducida capacidad de fijación de precios de las empresas y la creciente tasa de paro deberían contrarrestar sobradamente los riesgos al alza derivados de posibles subidas de los precios de las materias primas o fluctuaciones del tipo de cambio. No obstante, algunas respuestas señalan el alza de los precios de las materias primas, los anteriores convenios colectivos y la abundancia de liquidez en la economía como fuentes de riesgos alcistas a finales del 2009 y en el 2010.

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

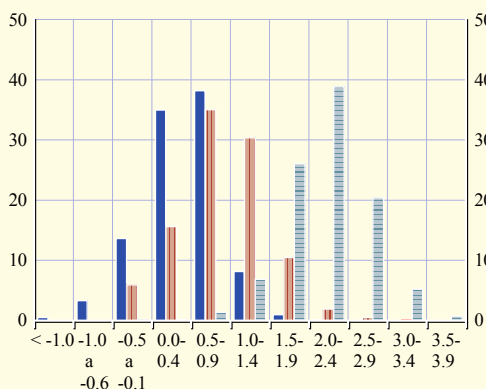
Las expectativas de inflación a más largo plazo (para el 2013) se han mantenido sin cambios en el 1,9%. La media de las estimaciones está en línea con las últimas previsiones de inflación a largo plazo publicadas por Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro en abril del 2009.

Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media anual en el 2009 y 2010 en las últimas encuestas EPE¹⁾

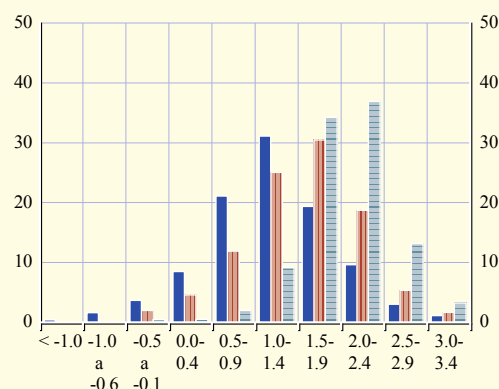
(probabilidad en porcentaje)

■ EPE II 2009
■ EPE I 2009
■ EPE IV 2008

a) 2009



b) 2010



Fuente: BCE.

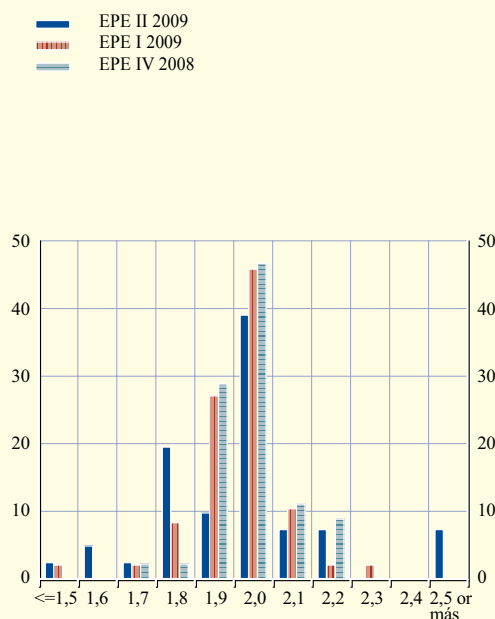
1) Corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

La estabilidad de la estimación media, en el 1,9%, en esta EPE va unida a la falta de acuerdo respecto a las expectativas de inflación a largo plazo, debido a la presencia de distintos valores erráticos (véase gráfico B). Al mismo tiempo, la probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% disminuyó hasta el 46%, desde el 49% de la EPE anterior (véase gráfico C). Estos resultados pueden compararse con la tasa de inflación implícita, que es un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado calculado como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación³. Hasta septiembre del 2008, la probabilidad de que la inflación se sitúe, en promedio, en un nivel igual o superior al 2% en los próximos cinco años estaba generalmente en línea con la evolución de los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros (es decir, la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, con datos desestacionalizados)⁴. Sin embargo, desde entonces y como consecuencia de la intensificación de las turbulencias financieras, las expectativas de inflación basadas en los mercados financieros han sido algo erráticas y pueden haber estado distorsionadas por el afán de los inversores por reducir el riesgo y el apalancamiento y por su marcada preferencia por los activos más líquidos y seguros⁵.

- 3 Véase también el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio del 2006.
4 Las tasas de inflación implícitas no deberían interpretarse como medidas directas de las expectativas de inflación, ya que pueden incorporar también varias primas de riesgo (como la prima por incertidumbre respecto a la inflación y la prima de liquidez).
5 Para un análisis más detallado del impacto de las actuales turbulencias financieras sobre las medidas de las expectativas de inflación basadas en los mercados, véase el recuadro titulado «Incrementos recientes de los rendimientos reales y sus consecuencias para el análisis de las expectativas de inflación», en el Boletín Mensual de noviembre del 2008.

Gráfico B Distribución de corte transversal de las expectativas de inflación a largo plazo (2013) de los participantes en la EPE

(porcentaje de encuestados)

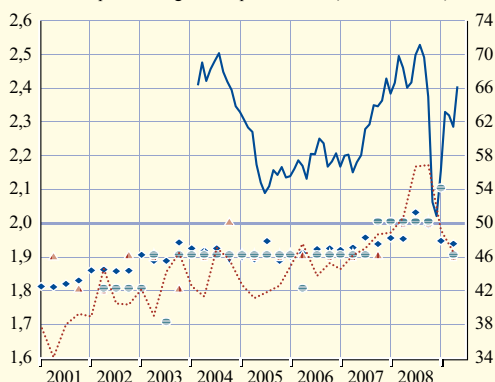


Fuente: BCE.

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

(tasas medias de variación interanual; probabilidad en porcentaje)

- ▲ EPE (para 2013; escala izquierda)
- Consensus Economics (para 2015-2019; escala izquierda)
- Barómetro de la Zona del Euro (para 2013; escala izquierda)
- Tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años (datos desestacionalizados; escala izquierda)
- Probabilidad en la EPE de que la inflación a largo plazo sea igual o superior al 2% (escala derecha)

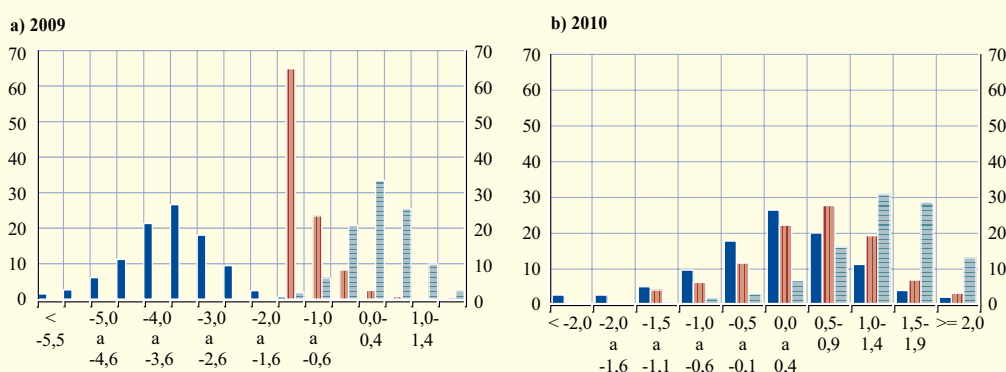


Fuentes: Consensus Economics, Barómetro de la Zona del Euro, Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico D Distribución de probabilidad para el crecimiento medio anual del PIB real en el 2009 y 2010 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)

■ EPE II 2009
■ EPE I 2009
■ EPE IV 2008



Fuente: BCE.

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

Expectativas de crecimiento del PIB real

Los participantes en la EPE han vuelto a revisar a la baja sus expectativas de crecimiento para el 2009 y esperan ahora una contracción del PIB real de la zona del euro del 3,4% en el presente año, lo que representa una nueva y significativa revisión a la baja, de 1,7 puntos porcentuales, de sus previsiones de crecimiento para el 2009, en relación con la encuesta anterior. Las expectativas de crecimiento para el 2010 sufrieron también una revisión a la baja, de 0,4 puntos porcentuales, hasta el 0,2%.

En sus comentarios, los encuestados se refieren a una recesión económica generalizada, caracterizada por la debilidad de la demanda interna y externa. En lo que se refiere a la economía interna, la debilidad de la inversión y del consumo privado, unida a las tensiones en los mercados financieros y a la restricción del crédito configuran las perspectivas económicas a corto plazo. En general, se considera que las previsiones están sujetas a riesgos bajistas.

Las expectativas de crecimiento recogidas en la EPE para el 2009 se sitúan ligeramente por debajo del intervalo de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro en marzo del 2009, y las relativas al 2010 se sitúan en un nivel próximo al valor medio del intervalo. Las expectativas de la EPE están generalmente en línea con las previsiones del Barómetro de la Zona del Euro para ambos años y ligeramente por debajo de las estimaciones de Consensus Economics para el 2009.

En línea con la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento del PIB real, la distribución de probabilidad agregada para los años 2009 y 2010 se ha revisado también a la baja (véase gráfico D). Además de esperar un crecimiento negativo del PIB real en el 2009, los encuestados consideran que existe una elevada probabilidad (37%) de que el crecimiento anual del PIB real sea también negativo

en el 2010. Basándose en la distribución de probabilidad agregada, se estima que las previsiones están sujetas a riesgos ligeramente bajistas en ambos años.

Se observa todavía una elevada incertidumbre, derivada de la distribución de probabilidad agregada, respecto a las previsiones del PIB real a un año y a dos años vista. Sin embargo, la mayor parte de los encuestados confían en una cierta recuperación en el transcurso del 2010, aunque no existe consenso respecto a si se producirá en el primer o el segundo semestre del año. Entre los factores que impulsarían la recuperación económica, los encuestados señalan la reactivación de los mercados de exportación de la zona del euro y del comercio mundial, así como los planes de estímulo fiscal y el recorte de los tipos de interés oficiales.

Las expectativas respecto al crecimiento a más largo plazo (para el 2013) se han revisado a la baja, hasta el 1,9%, frente al 2% de la encuesta anterior. En general, estas previsiones están sujetas a riesgos ligeramente bajistas en opinión de los encuestados.

Expectativas para la tasa de desempleo en la zona del euro

En línea con las revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento, los encuestados han revisado al alza las expectativas referidas a la tasa de desempleo en todos los horizontes temporales. En promedio, la tasa de desempleo se ha revisado al alza para el 2009 (en 0,6 puntos porcentuales, hasta el 9,3%) y para el 2010 (en 1,1 puntos porcentuales, hasta el 10,5%). Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo se han revisado significativamente al alza (en 0,6 puntos porcentuales, hasta el 8,4%), por segunda vez consecutiva en la EPE. Los encuestados indican que sus previsiones están sujetas a riesgos bajistas derivados de reformas estructurales de los mercados de trabajo.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Los últimos datos y la información procedente de las encuestas confirman que la actividad económica de la zona del euro continuó debilitándose en el primer trimestre del 2009, en paralelo con la recesión de la economía mundial. Este debilitamiento observado en el primer trimestre parece haber sido mucho más acusado de lo previsto en marzo. Más recientemente, los datos de las encuestas han mostrado algunos indicios de estabilización, aunque en niveles muy bajos. En general, es probable que la actividad económica mantenga su debilidad en lo que resta de año y que se recupere gradualmente durante el 2010. En particular, la sustancial caída de 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 externa como la interna deberían beneficiarse de los efectos de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de las adoptadas hasta el momento para restablecer el funcionamiento del sistema financiero tanto fuera como dentro de la zona del euro. Los riesgos para estas perspectivas siguen estando, en general, equilibrados.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

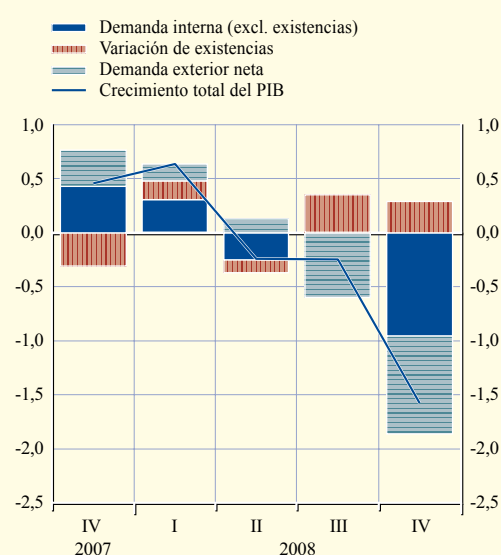
El ritmo de actividad en la zona del euro se deterioró de forma acusada en el último trimestre del 2008. En su segunda estimación, Eurostat revisó a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, el crecimiento del PIB real de la zona del euro, hasta situarlo en el 1,6%, en tasa intertrimestral, en el último trimestre del 2008 (véase gráfico 25). Los datos tanto cuantitativos como cualitativos publicados en los primeros meses de este año también apuntan a una contracción muy pronunciada en el primer trimestre del 2009.

La segunda estimación de la desagregación del PIB por el lado del gasto para el cuarto trimestre del 2008 confirmó una caída del consumo privado y revisó a la baja la inversión. Asimismo, puso de manifiesto que la contribución negativa de la demanda exterior neta fue mayor de lo previsto, debido a la revisión a la baja de las exportaciones. La contribución de la variación de existencias se mantuvo sin cambios. En el recuadro 5 se analiza la evolución reciente de las existencias en la zona del euro, utilizando información complementaria proporcionada por las encuestas.

Los resultados recientes de los indicadores de gasto en consumo sugieren que la demanda de consumo mantuvo su atonía a comienzos del 2009. Las ventas del comercio al por menor (que suponen en torno al 45% del gasto en consumo) se contrajo un 0,6%, en tasa intermensual, en marzo. El nivel más bajo de las ventas del comercio al por menor reflejaba, principalmente, un descenso de las ventas de alimentos. Pese a la ligera recuperación de abril, la confianza de los consumidores se mantuvo en niveles muy reducidos. En términos de medias móviles de tres meses, esta confianza ha disminuido todos los meses desde julio del 2007. Al mismo tiempo, algunos factores podrían

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.

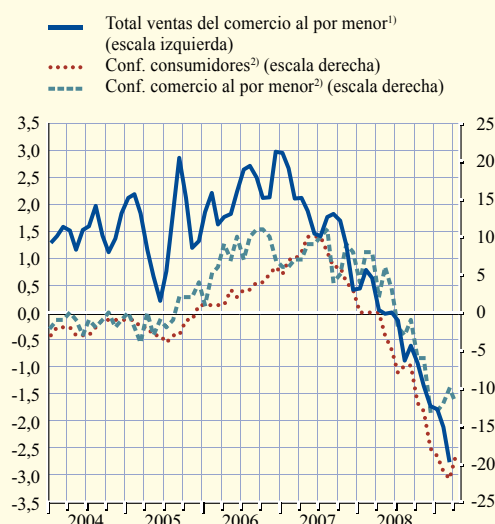
contribuir a moderar el descenso esperado del consumo en el 2009. En primer lugar, los datos sobre matriculaciones de automóviles en el primer trimestre del 2009 son menos negativos que en el último trimestre del 2008, a causa de los incentivos públicos a la compra de automóviles. En segundo lugar, se espera que el consumo privado se beneficie de caídas anteriores en los precios de las materias primas que sostienen la renta real. En tercer lugar, aunque no se debe sobrestimar el efecto económico real de las fluctuaciones a corto plazo del precio de las acciones, la reciente estabilización de los mercados bursátiles ha contribuido a atenuar en cierta medida los efectos negativos del acusado retroceso observado en los mercados de valores desde mediados del 2007 (véase la sección 2.6).

De cara al futuro, se prevé que el consumo mantenga su moderación, debido a un nuevo deterioro del mercado de trabajo y a la escasa confianza de los consumidores. Al mismo tiempo, las sustanciales caídas registradas en los precios de las materias primas respaldarán, probablemente, la renta real disponible y el gasto de los hogares.

En línea con el patrón observado en periodos anteriores de recesión económica, la formación bruta de capital fijo ha sido uno de los principales factores determinantes de la actual desaceleración de la actividad económica. Los datos publicados sobre el PIB de la zona del euro en el cuarto trimestre pusieron de manifiesto algunas diferencias entre los componentes de inversión: mientras que la inversión excluida la construcción (principalmente, activos que se pretende utilizar en la producción de bienes y servicios) se redujo un 5,3% en tasa intertrimestral, la inversión en construcción registró una caída intertrimestral del 2,7%. Probablemente, la inversión empresarial seguirá contribuyendo negativamente al crecimiento económico en el 2009, como consecuencia de la contracción prevista en la actividad general, tanto interna como externa, la menor rentabilidad de las empresas y las restricciones a la financiación. Con respecto a esto último, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2009 mostraba una reducción de la demanda de préstamos a empresas en el primer trimestre del 2009. Ello se debió a un acusado descenso de las necesidades de financiación para la inversión en capital fijo (véase recuadro 2). Se prevé también que la inversión en construcción mantenga su moderación en el 2009, principalmente como resultado de la corrección observada en el mercado de la vivienda. Esta corrección está asociada a una reducción de los precios de la vivienda en varios países de la zona del euro. El apalancamiento relativamente elevado de las empresas de la zona del euro puede seguir frenando su disposición a acometer nuevas inversiones en el 2009. Las cuentas de la zona del euro muestran que la necesidad/capacidad de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro ha continuado empeorando (véase recuadro 3).

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. Excluido el combustible.
2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

Recuadro 5

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ACUMULACIÓN DE EXISTENCIAS

En este recuadro se examina la evidencia disponible acerca de la evolución reciente de las existencias y se consideran sus consecuencias para la evaluación de la situación económica actual. Dada la evidencia generalizada de que se ha producido una desacumulación sustancial de existencias en la zona del euro y en el resto del mundo durante los últimos meses —procedente, por ejemplo, de las encuestas efectuadas para elaborar el índice de directores de compras (PMI)¹—es importante entender los efectos de esta variable sobre la evolución económica reciente y futura.

Desde un punto de vista histórico, un rasgo común de las desaceleraciones económicas ha sido que un ciclo de existencias puede acentuar procíclicamente tanto la recesión como la posterior recuperación. Al inicio de una recesión se produce una acumulación involuntaria de existencias, ya que la demanda cae a un ritmo más rápido del que puede ajustarse la producción. A este período le sigue un proceso de desacumulación, al tratar las empresas de reducir el nivel de existencias mediante recortes de producción, al mismo tiempo que mantienen el flujo de caja. Una vez que se alcanza el punto más bajo de la actividad, la contribución de las existencias al crecimiento del PIB comienza a aumentar de nuevo, sustentando con ello la recuperación económica general.

Cabría preguntarse hasta qué punto el actual ciclo de existencias sigue este patrón y qué diferencias pueden observarse. Si nos centramos en el período más reciente, la información recogida en las cuentas nacionales para el cuarto trimestre del 2008 difiere de un país a otro: mientras que algunos declaran importantes contribuciones negativas de las existencias al crecimiento del PIB (por ejemplo, Francia), otros comunican contribuciones positivas (Alemania y los Países Bajos) —mientras que las existencias efectuaron una contribución positiva de 0,3 puntos porcentuales al crecimiento del PIB de la zona del euro (tras una contribución de 0,2 puntos porcentuales, -0,1 puntos porcentuales y 0,3 puntos porcentuales en el primer, segundo y tercer trimestres del 2008, respectivamente)²—. Este recuadro se centra en la información complementaria proporcionada por las encuestas, que tiene la ventaja de ser más frecuente y puntual.

Evidencia procedente de las encuestas

La evidencia proporcionada por el índice de directores de compras apunta a una caída de las existencias en la zona del euro, iniciada en la última parte del año pasado. Aunque los productores almacenaban existencias de productos terminados hasta mediados de diciembre del 2008 (y en el cuarto trimestre del 2008 en su conjunto), las existencias de productos intermedios se han contraído rápidamente desde este último verano, al igual que las del comercio al por menor. Según las encuestas, el alcance de la desacumulación afectó a toda la economía —hasta abarcar los productos terminados— y el ritmo se aceleró de forma pronunciada a finales del 2008 y en el primer trimestre del 2009.

1 El índice de directores de compras es elaborado por Markit.

2 Mientras que, en general, las cuentas nacionales tienen la ventaja de ofrecer una cobertura completa, es necesario ser cautos a la hora de interpretar las variaciones de existencias en términos intertrimestrales, porque constituyen el componente menos fiable de la desagregación del PIB por el lado del gasto. Debido a que, con frecuencia, se carece de los datos originales de las existencias, con periodicidad trimestral, la variación de existencias suele desempeñar un papel destacado en el proceso equilibrador de las cuentas nacionales y, por lo tanto, contienen un importante elemento residual. La práctica muestra también que la evolución de las existencias suele revisarse considerablemente. Véase 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.

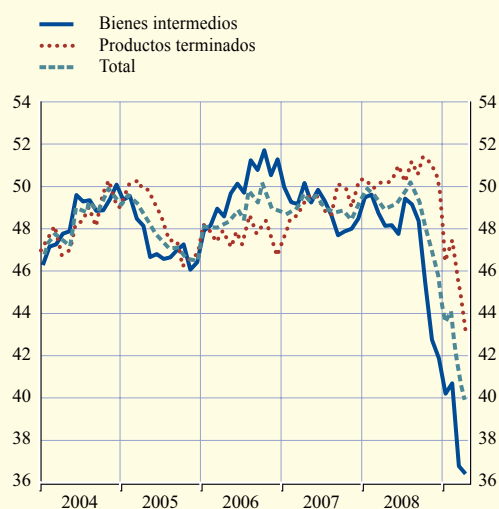
Esta caída de las existencias recogida en las encuestas no se limita a la zona del euro, sino que se observa a escala mundial. En Estados Unidos, la encuesta a los directores de compras efectuada por el Institute for Supply Management (ISM) indica que se había producido una reducción acelerada de las existencias en las manufacturas al menos desde septiembre del 2008. El «PMI general» —que combina los resultados de las encuestas realizadas por Markit para elaborar el índice de directores de compras con los de otras encuestas, como la encuesta ISM para Estados Unidos— muestra una des-
acumulación de bienes intermedios en las manufacturas, al menos desde septiembre del 2008, e incluso antes en el caso de algunos de sus componentes, como el índice de directores de compras del Reino Unido.

En los gráficos A y B se muestra el índice de difusión del índice de directores de compras relativo a las preguntas de la encuesta sobre las existencias. Un valor por encima de 50 indicaría una acumulación de existencias, mientras que un valor por debajo de 50 señalaría una des-
acumulación³. Sin embargo, conviene ser cauto a la hora de interpretar un valor de 50 como una forma de equilibrio, por dos motivos. En primer lugar, existe un cierto grado de incertidumbre en cuanto a qué nivel es compatible con una variación de existencias verdaderamente igual a cero. En segundo lugar, el crecimiento económico puede ser compatible con una caída persistente de las existencias durante períodos muy prolongados, dada la creciente importancia de los servicios en la economía y la continua mejora de las técnicas de control de inventarios «just-in-time».

3 Un índice de difusión suma el porcentaje de encuestados (adecuadamente ponderado) que dieron una respuesta positiva a la mitad de los que facilitaron una contestación neutra. En el caso de las existencias, se pregunta a los encuestados que informen «del nivel de existencias de los materiales comprados/productos terminados (en unidades, no en dinero) este mes, en comparación con el mes pasado».

Gráfico A Composición de la variación de existencias de productos manufacturados en la zona del euro

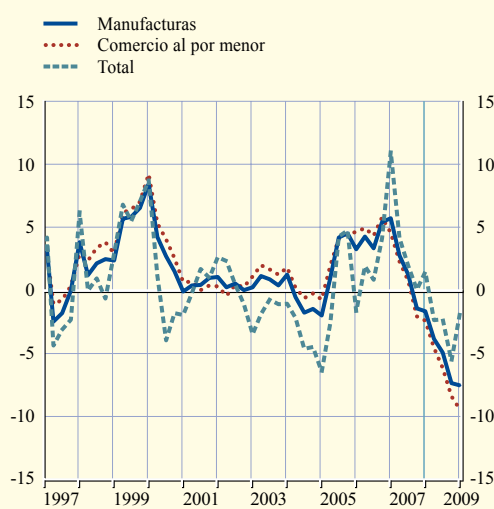
(índice de difusión)



Fuentes: Índice de directores de compras de Markit y cálculos del BCE.
Nota: La última observación se refiere a abril del 2009.

Gráfico B Variación de existencias en las manufacturas y en el comercio al por menor en la zona del euro

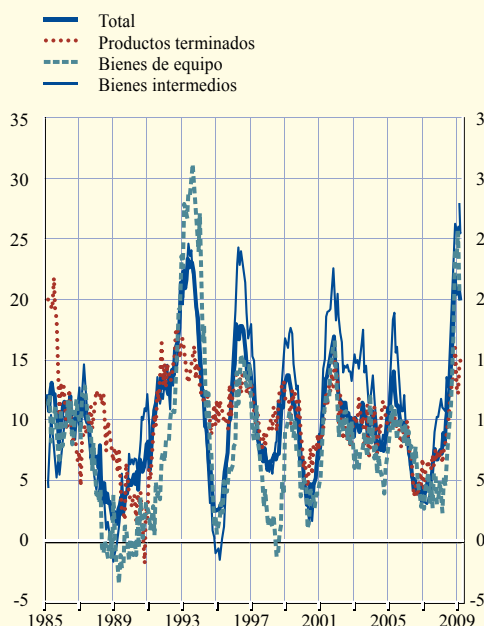
(índice de difusión)



Fuentes: Índice de directores de compras de Markit y cálculos del BCE.
Nota: La última observación se refiere a abril del 2009.

Gráfico C Nivel de existencias de productos terminados en comparación con el nivel «normal» en las manufacturas de la zona del euro

(saldo neto)



Fuente: DG ECFIN.

Nota: La última observación se refiere a abril del 2009.

2008 es compatible con la evidencia derivada del índice de directores de compras de una acumulación de productos terminados en el 2008. Sin embargo, el hecho de que este indicador haya continuado registrando unas lecturas muy elevadas en la valoración del nivel de existencias en relación con el nivel «normal» a comienzos del 2009 podría parecer, inicialmente, que contradice la evidencia procedente del índice de directores de compras, que sugería que los niveles de existencias estaban cayendo. Sin embargo, las dos series pueden reconciliarse si la desacumulación de productos terminados de la que informa el índice de directores de compras fue voluntaria o se consideró insuficiente, habiéndose reducido los objetivos de las empresas relacionados con las existencias al mismo tiempo que los niveles.

Interpretación de la evidencia procedente de esta encuesta

La evidencia proporcionada por el índice de directores de compras sugiere, entre otras cosas, que la desaceleración observada en el consumo de los hogares durante el año 2008 —debido a las presiones a la baja ejercidas por los precios del petróleo sobre el poder adquisitivo de los hogares— podría haber constituido una sorpresa para el sector del comercio al por menor (así como para los concesionarios de automóviles) y dado lugar a una acumulación involuntaria de existencias. Además, durante el otoño, el descenso de la cartera de pedidos exteriores, la reducción de la inversión y el endurecimiento de las condiciones de financiación dio motivos a las empresas para disminuir la tenencia de existencias. En

En el gráfico A se observa claramente una pronunciada diferencia en la evolución de las existencias de bienes intermedios y de productos terminados en las manufacturas. Probablemente, la reducción de existencias de bienes intermedios comenzó en septiembre del 2008 y, posteriormente, aumentó su velocidad. Por el contrario, la acumulación de existencias de productos terminados parece haber continuado (e incluso haberse acelerado ligeramente) hasta mediados de diciembre del 2008. Una media simple de las dos series proporciona un perfil que sugiere que la desacumulación general en las manufacturas comenzó en octubre del 2008⁴.

Mientras que la encuesta PMI proporciona información sobre la variación de existencias en cada período, otras encuestas se interesan directamente por su nivel, preguntando hasta qué punto difieren del nivel «normal» (como las encuestas de opinión de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea —DG ECFIN— véase gráfico C). La acusada subida observada en la valoración de los niveles de existencias frente al nivel «normal» en el

4 En general, estos resultados para la zona del euro se reproducen en cada uno de los países de la zona del euro incluidos en el índice de directores de compras, salvo Italia, donde la desacumulación se inició en el 2009, y, en menor medida, Austria.

lo que se refiere a los minoristas, ello suponía reducir las existencias de bienes destinados a la venta, comprando menos bienes a los productores, y, por lo que respecta a estas empresas, implicaba disminuir las existencias de bienes intermedios (materiales y otras compras). Todo ello dio lugar a que los productores acumularan productos terminados de forma involuntaria, ya que, como consecuencia de los retrasos en la producción, tenían un margen muy pequeño para poner freno a esa acumulación en el corto plazo. Además, estos hechos proporcionaron incentivos a los productores para reducir las existencias de bienes intermedios, al anticipar que habría menos necesidades de producción en el futuro próximo. Esto les indujo a reducir rápidamente la producción —por ejemplo, cerrando las fábricas en Navidad más tiempo del habitual— en un intento de limitar el exceso de existencias de productos terminados. A partir de diciembre, ello llevó a un pronunciado descenso de las existencias de productos terminados no deseadas.

Por último, las mercancías en tránsito en el contexto del comercio internacional pueden también constituir un concepto más amplio de existencias, que podría incluirse en el índice de directores de compras. Dada la contracción tan acusada observada en el comercio internacional, parece probable que se ha producido una notable disminución de las existencias de bienes que se encuentran actualmente en tránsito.

Consecuencias de las acusadas variaciones de existencias

La pronunciada desacumulación de existencias observada a finales del 2008 y en el primer trimestre del 2009 indica que el producto de la zona del euro cayó realmente más que la demanda final en el primer trimestre de este año. Así pues, si, como se esperaba, se produjo una acusada contracción del PIB en el primer trimestre, podría deberse a un importante componente técnico, consecuencia del ajuste de existencias. Los datos procedentes del índice de directores de compras también señalan que es probable que la caída de las existencias en el primer trimestre del 2009 haya seguido un ritmo excepcionalmente elevado. A la vista de la información reciente, sería de esperar, sin embargo, que el ritmo de desacumulación podría aminorarse en los próximos trimestres.

Una moderación en el ritmo de desacumulación tendría consecuencias en el crecimiento del PIB durante este año. Es importante observar que no es la variación intertrimestral de existencias la que tiene por sí misma un impacto en el crecimiento intertrimestral del PIB, sino que es la «variación de la variación» (es decir, su aceleración o desaceleración). Esto tiene su origen en el hecho de que es la variación del *stock* de existencias la que constituye un componente de la desagregación del PIB por el lado del gasto (por ejemplo, la producción no vendida en el mismo período contable, incrementando así las existencias en ese período). Por lo tanto, es la variación de la variación (es decir, la variación del flujo) de las existencias la que afecta al crecimiento del PIB. Así pues, para que se produzca una contribución positiva de las existencias al crecimiento no es necesaria una acumulación, sino simplemente que se reduzca el ritmo de desacumulación.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

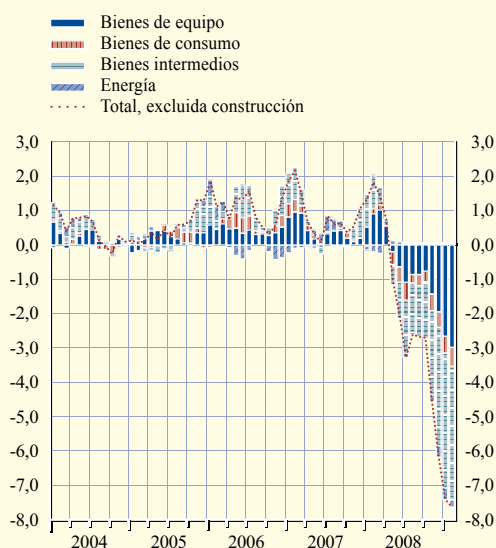
La segunda estimación del valor añadido real en el cuarto trimestre del 2008 apenas se modificó con respecto a la primera estimación. El valor añadido de la industria, excluida la construcción, cayó un 5,5% en tasa intertrimestral, y el valor añadido de la construcción se redujo un 1,7% (en el recuadro 6 se presenta un análisis más detallado de la recesión en la construcción). El descenso del valor añadido de los servicios fue más moderado, ascendiendo a un 0,5%, en tasa intertrimestral.

Los indicadores mensuales sugieren que la actividad mantuvo su debilidad en el primer trimestre del 2009. En febrero, la producción industrial de la zona del euro cayó un 2,3%, en tasa intermensual, tras un pronunciado descenso en enero (véase gráfico 27). La acusada contracción observada en la producción en los dos primeros meses de 2009, junto con un significativo efecto arrastre negativo de la caída de la producción en el cuarto trimestre del 2008, indican que la actividad industrial de la zona del euro experimentó una nueva y considerable caída en el primer trimestre del año.

Las encuestas de opinión han mostrado recientemente algunos indicios de moderación del ritmo de desaceleración (véase gráfico 28). Por ejemplo, los indicadores de actividad del índice directores de compras (PMI) mejoraron ligeramente en marzo y abril (aunque se mantuvieron muy por debajo del umbral de 50, lo que indica que la economía se está contrayendo). Del mismo modo, las encuestas de opinión de la Comisión Europea informaron de que la confianza se elevó moderadamente en abril desde el mínimo histórico registrado en marzo. En general, las últimas encuestas PMI y de la

Gráfico 27 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

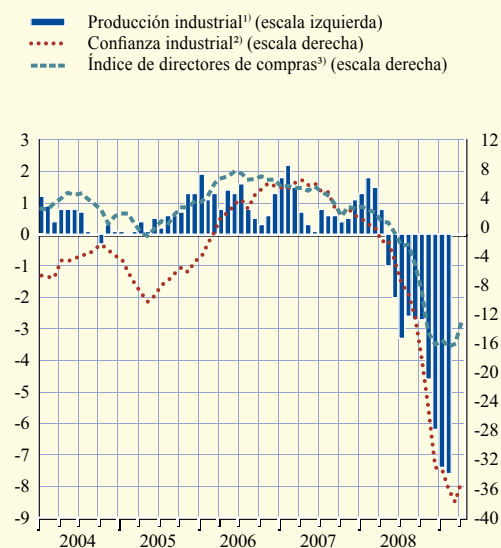
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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.

Comisión Europea sugieren que el ritmo de contracción de la actividad podría haber disminuido últimamente.

Recuadro 6

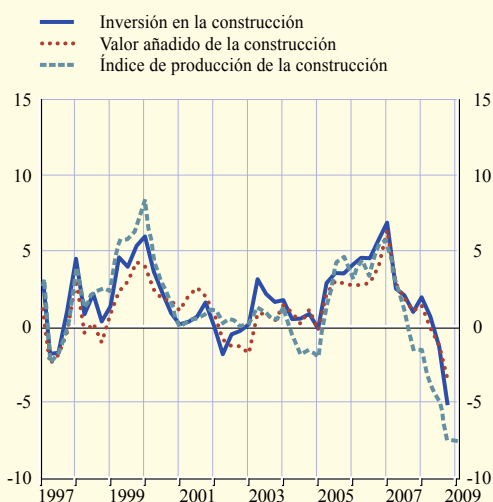
EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN DURANTE LA DESACELERACIÓN ECONÓMICA

La actividad en la construcción ha venido contrayéndose durante casi un año. La desaceleración se inició a mediados del 2007 y, hacia finales del 2008, la actividad estaba disminuyendo a una tasa interanual del 3,5%. Según los indicadores disponibles, parece que el descenso se aceleró en los primeros meses del 2009. El objetivo de este recuadro es evaluar —desde una perspectiva de largo plazo— la reciente debilidad observada en la construcción, examinando algunos de los rasgos de su comportamiento cíclico y su importancia para la economía de la zona del euro.

El sector de la construcción en la zona del euro experimentó un rápido crecimiento desde el año 2004, alcanzando su máximo a comienzos del 2007. Ello puede observarse claramente en la evolución de la inversión, del valor añadido y de la producción de la construcción, que se presenta en el gráfico A. Si se consideran los países por separado, las contribuciones más importantes a la expansión de la actividad general de la construcción en la zona del euro durante el período 2004-2007 procedieron de Italia, Francia y, en particular, España, que compensaron la contracción registrada en la construcción en Alemania. En términos de los tipos de producción, como se muestra en el gráfico B, la fortaleza de esta rama de actividad durante este período se debió principalmente al rápido crecimiento de la construcción de edificios, que incluye la construcción de inmuebles residenciales y no residenciales. El otro segmento —la ingeniería civil—, cuyo principal cliente es el sector público, registró un tímido crecimiento antes del 2007.

Gráfico A Inversión, valor añadido e índice de producción de la construcción

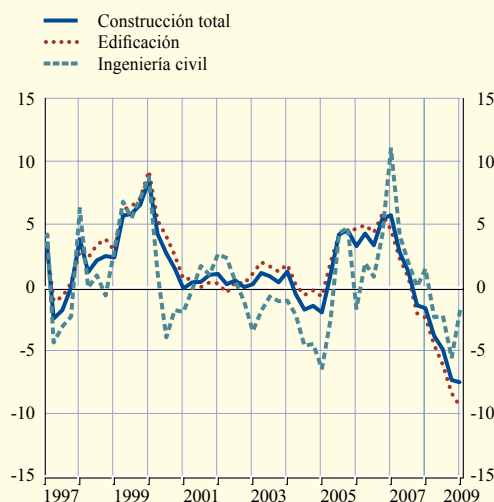
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico B índices de producción de la edificación, la ingeniería civil y la construcción total

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuente: Eurostat.

El sector de la construcción, en particular el subsector de construcción de edificios, hace un uso relativamente intensivo del trabajo. Según Eurostat¹, el porcentaje de los costes de personal en el gasto total es elevado en la construcción en su conjunto (23,3%) y, sobre todo, en el subsector de acabado de edificios (30,8%), que se sitúa muy por encima de la media de las empresas no financieras (16,4%). Como consecuencia, la creación de empleo en esta rama de actividad fue relativamente importante en el período 2004-2007², siendo equivalente al 17% del crecimiento del empleo neto total en la zona del euro durante este periodo, porcentaje significativamente superior a la participación de este sector en términos de valor añadido, que ascendió al 6%. Asimismo, parece probable que los efectos indirectos en otras ramas de actividad hayan sido sustanciales (afectando, por ejemplo, a los productos metálicos, al cemento, la madera, las actividades inmobiliarias, etc.), por lo que este sector merece una atención estrecha al evaluar los movimientos cíclicos de la economía de la zona del euro.

Una de las características del sector de la construcción son los prolongados períodos de producción, que lo hace muy dependiente de la financiación externa. El BCE comenzó hace poco a estimar, para la zona del euro, los datos agregados de los préstamos a las sociedades no financieras por tipo de actividad, según la clasificación NACE. Ello permite evaluar la magnitud de las necesidades financieras del sector por primera vez. Conviene ser cautos al realizar este análisis, puesto que los datos se basan en estadísticas nacionales no armonizadas que difieren en distintos aspectos. Según estos nuevos datos, hacia finales del 2008 más de 9% de los préstamos a las sociedades no financieras se concedieron para financiar actividades de construcción, porcentaje que se sitúa por encima del 6% del valor añadido de la construcción en el 2008. Existen importantes diferencias entre los países, siendo en Irlanda y España donde la proporción de préstamos para financiar la construcción en el total de préstamos fue relativamente elevada³.

La desaceleración se inició en el 2007 y la producción de la construcción se redujo durante la mayor parte del 2008

Hacia mediados del 2007, el crecimiento de la producción en la construcción se había desacelerado considerablemente, y desde la primavera del 2008 se había observado una contracción del valor añadido. A finales del 2008, el valor añadido de la construcción se había reducido un 3,5%, con respecto al cuarto trimestre del 2007. Según los datos relativos a la producción de la construcción, la intensidad de la desaceleración varió entre los subsectores y los países. El descenso fue más acusado en el componente de edificios residenciales y comerciales (incluidos en la leyenda «Edificación» del gráfico B), mientras que el componente de la ingeniería civil tuvo, en general, una mayor resistencia. Si nos centramos en los datos más recientes sobre la producción de la construcción, cabe mencionar que, si bien todos los países han registrando descensos, entre los países más grandes la caída ha sido mayor en España y en Alemania. En España, la tasa de crecimiento interanual de la media móvil de tres meses hasta febrero cayó un 16%, mientras que en Alemania esta tasa se redujo un 11,3%, aunque es posible que esta última cifra esté distorsionada por los efectos de un tiempo inusualmente frío en Europa central durante los primeros meses del 2009. La contracción registrada en esta rama de actividad se reflejó en el porcentaje cada vez menor de empresas constructoras en el volumen total de préstamos a las sociedades no

1 *European business: Facts and figures*, Eurostat 2007.

2 Véase el recuadro 9 del Boletín Mensual de marzo del 2008, titulado «Evolución del desempleo en el sector de la construcción de la zona del euro».

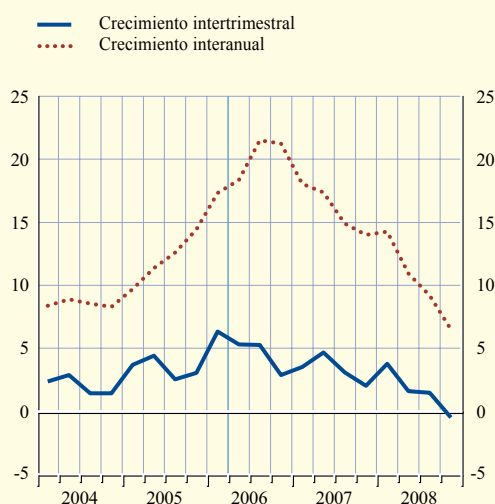
3 Según datos del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland de diciembre del 2008 y de indicadores económicos del Banco de España.

financieras; el número de préstamos vivos al sector de la construcción alcanzó su máximo a mediados del 2007, situándose en el 9,6% del volumen total de préstamos a las sociedades no financieras, y se ha reducido gradualmente desde entonces, alcanzando el 9,2% a finales del 2008. Esta evolución también puede observarse en el gráfico C, que muestra la rápida desaceleración del crecimiento de los préstamos a empresas constructoras en el 2008.

La información disponible para los primeros meses del 2009 apunta a un nuevo descenso de las actividades de construcción. Como se puede ver en el gráfico A, el índice de producción de la construcción, que sigue de forma bastante estrecha los datos de valor añadido de la zona del euro, señala una nueva contracción en el primer trimestre del 2009, más intensa en el componente de edificación y más moderada en el de la ingeniería civil (gráfico B). El previsible impacto sobre el empleo ya es visible en varios países. De cara al futuro, mientras que las estadísticas del índice de directores de compras muestran un ligero repunte en febrero, siguen estando muy por debajo del nivel de 50, que se considera compatible con una producción estable; y los datos recientes también indican que la confianza de la construcción sigue siendo débil, sin ningún indicio acerca de que, por el momento, se produzca un cambio (véase gráfico D).

Gráfico C Préstamos de las IFM a empresas constructoras

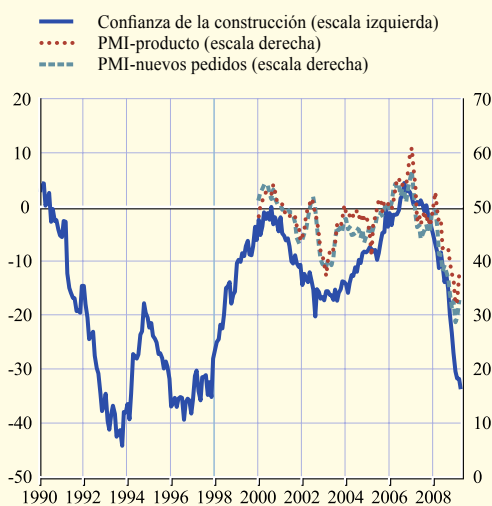
(variaciones interanuales e intertrimestrales; datos trimestrales)



Fuente: BCE.

Gráfico D Indicadores de construcción procedentes de encuestas

(tasas de variación interanual e indicadores de difusión)



Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Markit.

Cuadro 7 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
Del cual:							
Agricultura y pesca	-1,3	-1,4	-0,3	0,6	-1,3	-0,5	0,2
Industria	1,4	-0,9	0,1	0,2	-0,6	-0,7	-1,4
Excluida la construcción	0,3	-0,3	0,1	0,2	-0,2	-0,4	-1,0
Construcción	4,1	-2,4	0,0	0,1	-1,6	-1,5	-2,3
Servicios	2,2	1,5	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0
Comercio y transporte	1,9	1,3	0,2	0,5	0,2	0,1	-0,4
Finanzas y empresas	4,0	2,5	0,8	1,1	0,3	0,1	-0,5
Administración pública ¹⁾	1,4	1,2	0,3	-0,1	0,6	0,1	0,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

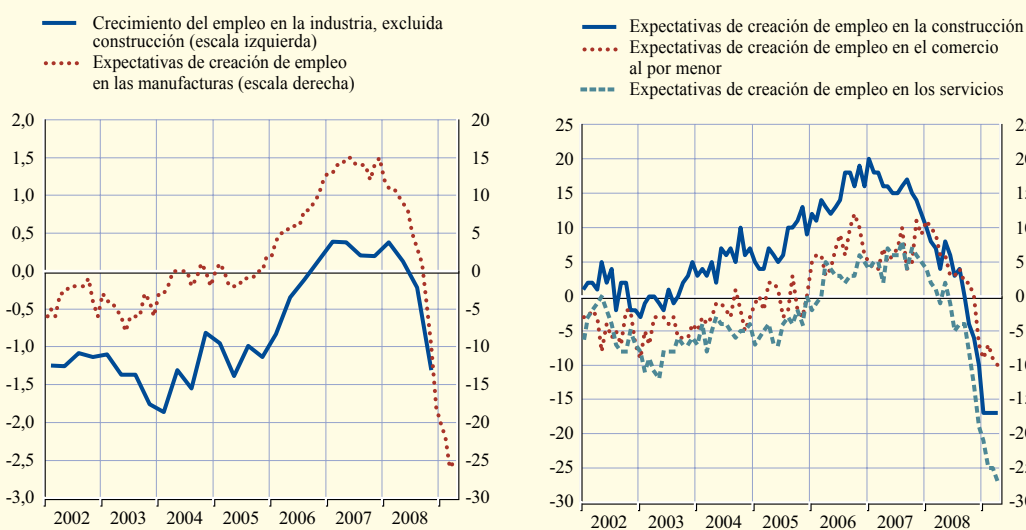
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

MERCADO DE TRABAJO

Las condiciones de los mercados de trabajo de la zona del euro han seguido deteriorándose en los últimos meses. La estimación final de Eurostat confirmó que el empleo en la zona del euro se redujo un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2008 (véase cuadro 7). La estimación final ofreció una desagregación por sectores que mostraba una marcada contracción del empleo en la industria (véase gráfico 29), mientras que se mantenía estable 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.

De cara al futuro, las encuestas sobre las expectativas de creación de empleo de las empresas señalan que el empleo mantendrá su moderación en los próximos meses. En abril, los índices PMI de expectativas de creación de empleo en la industria y en los servicios se mantuvieron prácticamente sin cambios, en niveles muy reducidos. Las últimas encuestas de la Comisión Europea sobre expectativas de creación de empleo ofrecieron un panorama igualmente sombrío de las perspectivas del empleo.

Al contraerse la actividad, la productividad del trabajo también se redujo en el cuarto trimestre del 2008, y la caída interanual del 1,4%, de la que informa la segunda estimación de Eurostat fue la más acusada desde que se creó la Unión Económica y Monetaria. El importante descenso de la productividad del trabajo en el cuarto trimestre es consecuencia de la pronunciada caída registrada en la industria (salvo en la construcción, donde la productividad del trabajo se elevó como consecuencia de la importante contracción del empleo), así como del notable deterioro observado en el comercio y el transporte. De cara al futuro, el último índice de productividad de la encuesta a los directores de compras sugiere que apenas puede esperarse una mejora en la productividad del trabajo de la zona del euro en el primer semestre del 2009.

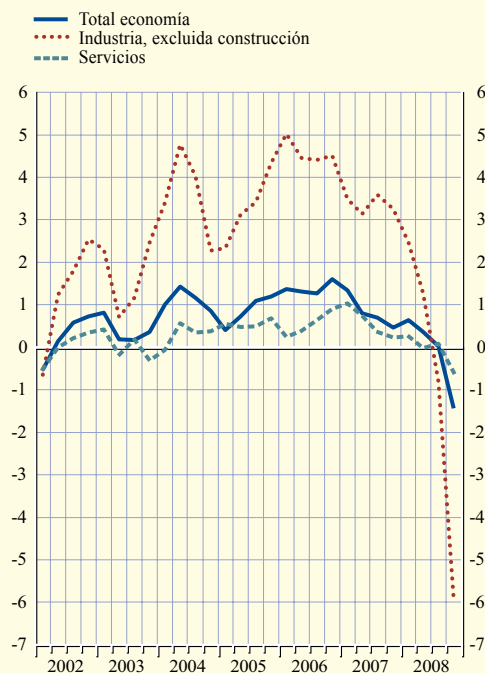
La tasa de desempleo de la zona del euro ascendió al 8,9% en marzo. Esta subida se produjo prácticamente en todo los países de la zona, con incrementos especialmente importantes en España, Irlanda y Eslovaquia. Los reducidos niveles de confianza, junto con las elevadas expectativas de paro, indican que la tasa de desempleo de la zona del euro seguirá aumentando en los próximos meses.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El ritmo de actividad de la zona del euro continuó debilitándose en el primer trimestre del 2009, en paralelo con la recesión de la economía mundial. Este debilitamiento observado en el primer trimestre parece haber sido mucho más acusado de lo previsto en marzo. Más recientemente, los datos de las encuestas han mostrado algunos indicios de

Gráfico 30 Productividad del trabajo

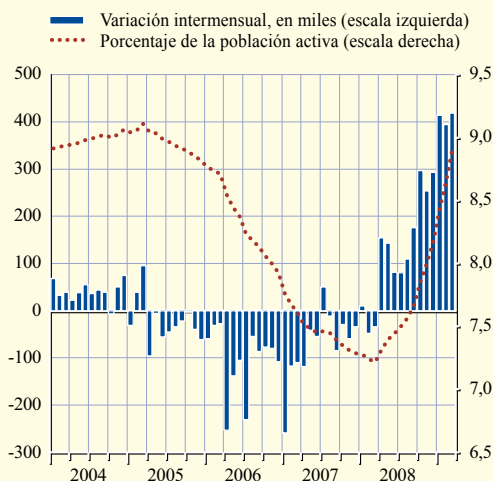
(tasas de variación interanual)



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.

estabilización, aunque en niveles muy bajos. En general, es probable que la actividad económica mantenga su debilidad en lo que resta de año y que se recupere gradualmente durante el 2010. En particular, la sustancial caída de 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 externa como la interna deberían beneficiarse de los efectos de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de las adoptadas hasta el momento para restablecer el funcionamiento del sistema financiero tanto fuera como dentro de la zona del euro.

Los riesgos para estas perspectivas siguen estando, en general, equilibrados. En cuanto a los riesgos a la baja, preocupa la posibilidad de que las turbulencias que afectan a los mercados financieros tengan un mayor impacto sobre la economía real y se teme que puedan intensificarse las presiones inflacionistas y se produzca una evolución negativa de la economía mundial como resultado de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Al mismo tiempo, 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 económica adoptadas.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En términos efectivos nominales, el euro se ha apreciado moderadamente desde finales de enero del 2009 en un contexto de nuevos descensos de la volatilidad de los tipos de cambio.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 6 de mayo 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 2% por encima de los niveles vigentes a finales de enero del 2009 y en torno a un 1% por debajo de la media del 2008 (véase gráfico 32). La apreciación del euro desde finales de enero del 2009 refleja un fortalecimiento frente al yen japonés y, en menor medida, frente al dólar estadounidense. Este movimiento alcista se contrarrestó ligeramente con una depreciación frente a la libra esterlina, la corona sueca y el forint húngaro. En abril y en los primeros días de mayo el tipo de cambio efectivo nominal del euro se debilitó, principalmente como consecuencia de su depreciación frente a la libra esterlina.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

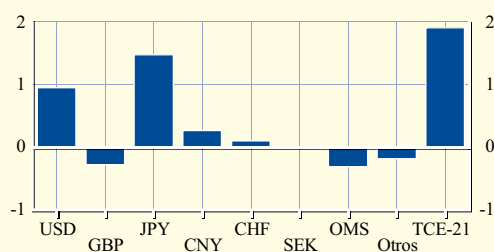
El euro se mantuvo prácticamente estable frente al dólar estadounidense en abril y en los primeros días de mayo en un clima de cierta fluctuación. Tras un inicial y ligero debilitamiento, posiblemente como consecuencia de la publicación de algunos datos desfavorables sobre la actividad económica de la zona del euro y el consiguiente aumento de las expectativas de los mercados respecto a la posibilidad de que el BCE recortara de nuevo los tipos de interés en un futuro cercano, el euro repuntó frente al dólar a mediados de abril, cuando, al publicarse datos más positivos de lo esperado respecto a las principales áreas económicas, los inversores abandonaron, al parecer, el refugio seguro que habían buscado en ciertas monedas, entre ellas el dólar estadounidense y el yen japonés, que habían desempeñado un papel muy destacado desde finales del 2008. La estabilidad del euro en abril y en los primeros días de mayo siguió a un periodo de apreciación en marzo, en el que influyó, sobre todo, el anuncio por parte del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, el 18 de marzo, de una serie de

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

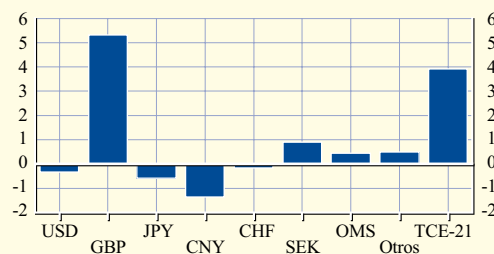
(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 31 de enero de 2009 al 6 de mayo de 2009
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 3 de enero de 2005 al 6 de mayo de 2009
(en puntos porcentuales)



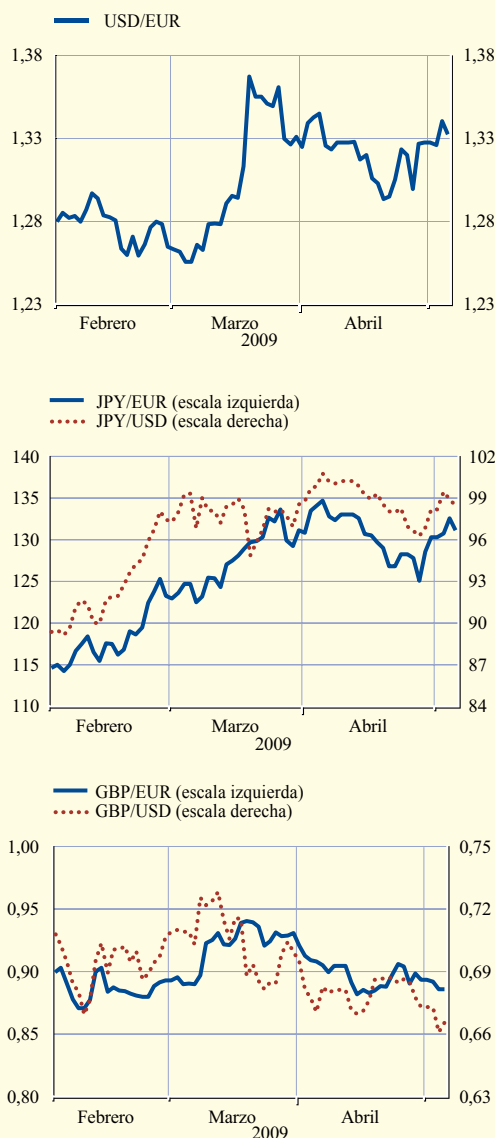
Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 21 socios comerciales más importantes de la zona del euro 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.

Gráfico 33 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

medidas de política monetaria no convencionales, y a otro de estabilidad generalizada durante el mes de febrero. El 6 de mayo, el euro cotizaba a 1,33 dólares estadounidenses, alrededor de un 4% por encima de los niveles registrados a finales de enero y un 9,4% por debajo de la media del 2008 (véase gráfico 33).

YEN JAPONÉS/EURO

Siguiendo una evolución prácticamente paralela a la observada frente al dólar, el euro se depreció frente al yen japonés en abril, posiblemente como consecuencia de la publicación de datos, en los que se evidenciaba un debilitamiento de la actividad económica en la zona del euro y el creciente temor ante una pandemia de la gripe porcina, que podría haber conducido a los mercados hacia otras monedas en busca de refugio seguro. Después, el euro repuntó en los primeros días de mayo, debido, posiblemente, a la publicación de nuevos datos, más favorables de lo previsto, en las principales áreas económicas, y a nuevos descensos del nivel de incertidumbre percibida respecto a los tipos de cambio. La estabilidad del euro frente al yen japonés en abril y en los primeros días de mayo siguió a la considerable apreciación registrada en la segunda mitad de febrero y en marzo, que posiblemente tuvo su origen en la pronunciada caída de la actividad económica en Japón en el último trimestre del 2008, reforzada por las significativas revisiones de las perspectivas de crecimiento de la economía japonesa. El 6 de mayo, el euro cotizaba a 131,17 yenes, alrededor de un 14% por encima del nivel observado a finales de enero del 2009 (véase gráfico 33), pero todavía un 14% por debajo de la media del 2008.

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 depreció frente al euro en febrero y se mantuvo bastante estable a partir de entonces en un valor de alrededor de 0,71 lats, es decir, 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 al conocerse una serie de evidencias que confirmaban la gravedad de la recesión que atraviesa actualmente el Reino Unido. Tras registrar un ligero

repunte, posiblemente asociado a la subida de los precios de las acciones en el Reino Unido, la libra se estabilizó en cierta medida frente al euro, y también como consecuencia de la notable revisión negativa de las perspectivas respecto al déficit público del Reino Unido, que afectó a la moneda británica. El 6 de mayo de 2009, el euro cotizaba a 0,89 libras esterlinas, un 1,3% por debajo del nivel registrado tres meses antes y un 11,2% por encima de la media del 2008. Desde finales de enero, el euro ha registrado una moderada depreciación (del 1,1%) frente al zloty polaco y un debilitamiento más acusado frente al leu rumano (3,5%), la corona checa (3,9%) y el forint húngaro (4,4%).

OTRAS MONEDAS

Entre mediados de septiembre del 2008 y principios de marzo del 2009, y a pesar de algunas grandes fluctuaciones, el euro continuó depreciándose frente al franco suizo como consecuencia del rápido aumento de la volatilidad implícita de los tipos de cambio, así como de la convergencia de los niveles de los tipos de interés entre las principales áreas económicas. El 12 de marzo, tras la reunión sobre política monetaria del Banco Nacional de Suiza y el anuncio de que la entidad interveniría en el mercado suizo de renta fija privada y en los mercados de divisas, el franco suizo se depreció de forma bastante significativa. Posteriormente, tendió a apreciarse de nuevo, aunque a un ritmo muy moderado. El 6 de mayo de 2009, el euro cotizaba en torno a 1,51 francos suizos, es decir, alrededor de un 1,5% por encima del nivel observado a finales de enero y un 5% por debajo de la media del 2008. Entre finales de enero y el 6 de mayo de 2009, el euro se depreció un 1,7% frente a la corona noruega.

5.2 BALANZA DE PAGOS

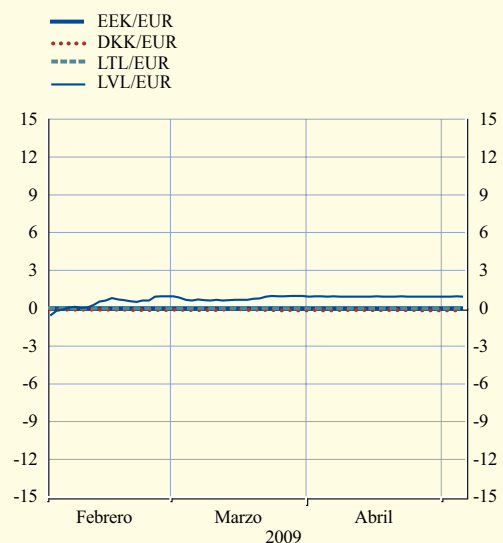
El déficit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro siguió aumentando y ascendió a 107 mm de euros (1,2% del PIB) en el año transcurrido hasta febrero del 2009, como consecuencia, principalmente, del creciente déficit de la balanza de bienes. En la cuenta financiera, las mayores entradas netas de instrumentos del mercado monetario se contrarrestaron, en parte, con un aumento de las salidas netas de inversiones directas, lo que se tradujo en un incremento de las entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera que se elevó, en cifras acumuladas, a 191,3 mm de euros durante el mismo período.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En el año transcurrido hasta febrero del 2009, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit acumulado de 107 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas de días laborables), que corresponden a un 1,2% del PIB, aproximadamente, frente al superávit de 6 mm de euros contabilizado durante el mismo período un año antes. Esta evolución estuvo determinada, en gran medida, por un cambio de signo, de superávit a déficit, en la balanza de bienes, aunque el descenso del superávit de la balanza de servicios y el aumento de los déficit de las balanzas de rentas y

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 $\pm 15\%$.

transferencias corrientes también influyeron en cierta medida. El deterioro del comercio de bienes elevó el déficit de la balanza de bienes hasta 12,1 mm de euros en el año transcurrido hasta febrero del 2009, frente al superávit de 46,4 mm de euros registrado un año antes (véase gráfico 35). El mayor coste de las importaciones de petróleo durante el primer semestre del 2008 y el hecho de que, en la segunda mitad del período, las exportaciones registraran una caída más acusada que las importaciones son los principales factores determinantes de esta evolución.

Considerando la evolución más reciente, la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre del 2008 parece haber estado asociada a una notable contracción del comercio a escala mundial. En consonancia con esta situación mundial, el retroceso de las exportaciones y las importaciones de bienes de la zona del euro se agravó de forma significativa en los tres meses transcurridos hasta febrero del 2009, descendiendo tanto unas como otras, en términos nominales, en torno a un 11%. Por el contrario, en el anterior período de tres meses (hasta noviembre del 2008) la contracción fue mucho menor: 3,6% en el caso de las exportaciones y 3,3% en el de las importaciones (véase cuadro 8).

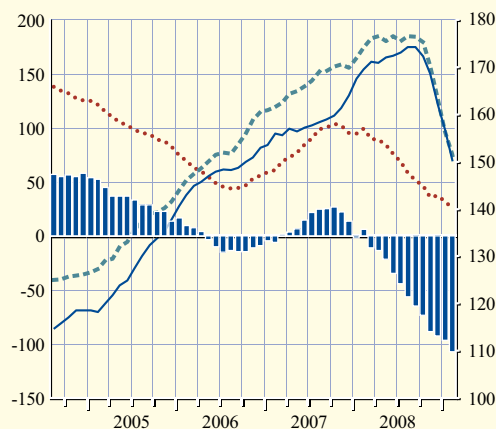
La desagregación de comercio de bienes en volúmenes y precios, disponible hasta enero del 2009, muestra que la fuerte desaceleración de las exportaciones de bienes se debió casi en su totalidad a una caída en términos reales. El crecimiento de las exportaciones reales ya había comenzado a contraerse en el segundo trimestre del 2008, pero experimentó un fuerte deterioro en el último trimestre del año. Aunque la caída de las exportaciones se debió, principalmente, al debilitamiento de la demanda mundial, el deterioro de la situación financiera y de la confianza a escala mundial desde septiembre del 2008 podría haber sido un factor agravante. Al mismo tiempo, la reducción de las importaciones nominales en el último trimestre del 2008 se debió tanto a una contracción de las importaciones en términos reales como a una caída de los precios de importación como resultado del descenso de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas y de la demanda interna. En el recuadro 7 se analiza con más detalle la evolución de los precios del comercio y de la competitividad.

La distribución geográfica del comercio de bienes de la zona del euro muestra que, en los tres meses transcurridos hasta enero del 2009, las exportaciones reales de la zona del euro se redujeron, en general, en comparación con el período de tres meses anterior. En particular, se observó una fuerte contracción de las exportaciones a Estados Unidos, Reino Unido, Asia y los países que se han incorporado a la Unión Europea desde el año 2004. Las exportaciones a los países de la OPEP también comenzaron a reducirse durante el mismo período, tras una larga etapa de crecimiento excepcional. Esta contracción podría asociarse con los negativos efectos sobre la riqueza

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)

- Balanza por cuenta corriente (datos acumulados de doce meses; escala izquierda)
- ... Balanza comercial (datos acumulados de doce meses; escala izquierda)
- - - Exportaciones de bienes y servicios (media móvil de tres meses; escala derecha)
- Importaciones de bienes y servicios (media móvil de tres meses; escala derecha)



Fuente: BCE.

Cuadro 8 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		
	2009 Ene	2009 Feb	2008 May	2008 Ago	2008 Nov	2009 Feb	2008 Feb	2009 Feb
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-12,3	-8,1	-7,0	-7,6	-10,0	-11,1	6,0	-107,0
Bienes	-3,9	0,1	-0,3	-1,2	-0,4	-2,2	46,4	-12,1
Exportaciones	110,1	108,5	133,3	134,7	128,2	111,3	1.539,0	1.522,6
Importaciones	114,0	108,5	133,6	135,9	128,6	113,5	1.492,6	1.534,7
Servicios	3,8	3,0	3,8	3,5	2,0	3,5	52,8	38,2
Exportaciones	41,8	39,1	42,2	41,9	42,0	40,1	497,4	498,6
Importaciones	38,0	36,1	38,4	38,4	40,1	36,6	444,7	460,5
Rentas	-3,6	-4,7	-2,3	-2,0	-3,3	-4,4	-4,3	-35,9
Transferencias corrientes	-8,6	-6,5	-8,2	-7,9	-8,3	-8,0	-88,9	-97,2
Cuenta financiera ¹⁾	51,2	-5,4	24,3	21,3	43,2	21,9	35,1	331,9
Total inversiones directas y de cartera netas	-23,3	48,0	-17,6	17,9	60,6	2,9	49,6	191,3
Inversiones directas netas	-15,9	-13,2	-17,0	-12,8	-28,9	-17,2	-142,0	-227,9
Inversiones de cartera netas	-7,4	61,2	-0,6	30,7	89,5	20,1	191,6	419,2
Acciones y participaciones	-52,3	2,3	-7,4	5,9	-15,0	-17,0	108,1	-100,5
Valores distintos de acciones	44,9	58,9	6,8	24,9	104,5	37,1	83,5	519,7
Bonos y obligaciones	16,9	48,3	15,3	16,2	25,6	19,8	152,7	231,1
Instrumentos del mercado monetario	28,0	10,6	-8,6	8,6	78,9	17,2	-69,2	288,7
<i>Variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-1,7	-2,8	0,8	0,6	-3,6	-11,1	9,1	-0,7
Importaciones	-1,0	-4,9	1,4	1,3	-3,3	-11,0	7,3	3,0
Bienes								
Exportaciones	-4,3	-1,5	1,6	1,0	-4,8	-13,2	8,4	-1,1
Importaciones	-3,2	-4,9	1,2	1,8	-5,4	-11,8	6,4	2,8
Servicios								
Exportaciones	6,0	-6,4	-1,5	-0,9	0,5	-4,6	11,3	0,2
Importaciones	6,5	-4,9	2,1	-0,2	4,4	-8,6	10,2	3,6

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.

y, posiblemente, con el debilitamiento de la demanda de importaciones como consecuencia de la caída de los ingresos petroleros en los países exportadores de petróleo (véase el recuadro 1, titulado «Efectos de la caída del precio del petróleo en la balanza por cuenta corriente de algunas economías»).

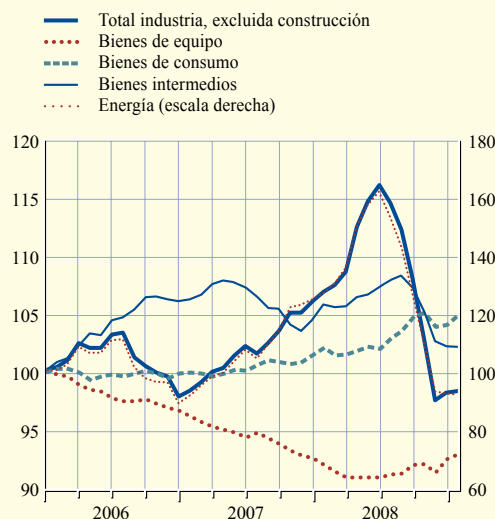
Recuadro 7

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DEL COMERCIO CON PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO Y COMPETITIVIDAD EN TÉRMINOS DE PRECIOS

Desde julio hasta diciembre del 2008, los precios de las importaciones procedentes de fuera de la zona del euro cayeron un 16% (véase gráfico A) y los de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona bajaron un 3,5% (véase gráfico B). En ambos casos se trata de precios expresados en euros. Desde entonces, los precios del comercio han mostrado ciertas señales de estabilización. En este recuadro

Gráfico A Precios industriales de las importaciones procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro

(índice: enero 2006 = 100; datos mensuales)

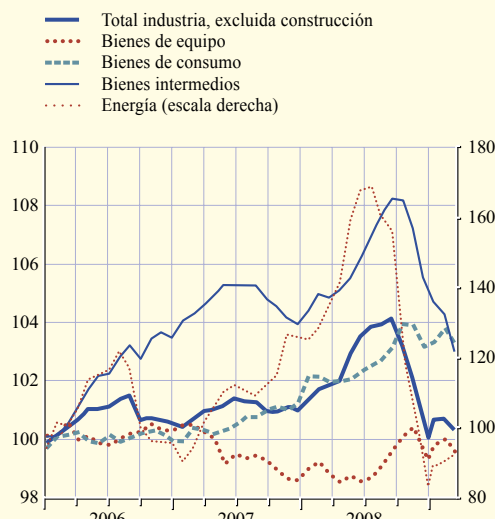


Fuente: Eurostat.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a febrero del 2009.

Gráfico B Precios industriales de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro¹⁾

(índice: enero 2006 = 100; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a febrero del 2009.

1) Los precios industriales de las exportaciones se refieren a transacciones directas entre productores de la zona del euro y clientes no pertenecientes a la zona. No incluyen las exportaciones de mayoristas o las reexportaciones, por lo que sólo son un índice aproximado de precios de exportación de bienes industriales.

se analizan los distintos factores determinantes de esta evolución y sus implicaciones para la competitividad de la zona del euro en términos de precios.

La brusca caída de los precios de exportación e importación registrada en el segundo semestre del 2008 estuvo determinada por factores comunes, especialmente por las repercusiones del marcado descenso de los precios de las materias primas, en particular de los de la energía, después del comienzo de la actual crisis financiera. Entre julio y diciembre del 2008, al disminuir los precios de importación y exportación de la energía, en un 42,6% y un 50,4%, respectivamente, la reducción de los precios de la energía contribuyó en gran medida al descenso de los precios totales del comercio. A principios del 2009, los precios de las materias primas repuntaron y los precios del comercio se estabilizaron en cierta medida. Al transmitirse gradualmente a los costes de los bienes intermedios, la caída de los precios de las materias primas ha ejercido también indirectamente presiones a la baja sobre los precios del comercio en otras categorías. Por ejemplo, los precios de las exportaciones de bienes de consumo a países no pertenecientes a la zona del euro respondieron con retraso, experimentando un descenso del 0,7% en diciembre.

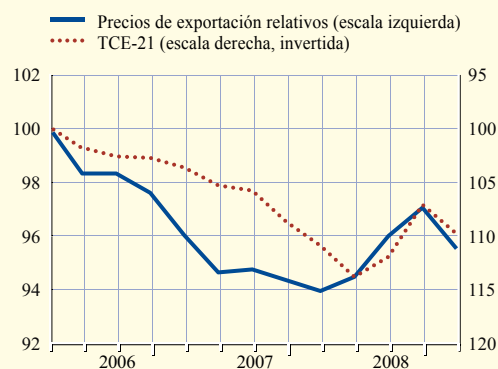
La creciente presión de la competencia en los mercados internacionales puede haber impulsado a los exportadores de dentro y fuera de la zona del euro a recortar los precios más allá del margen de maniobra ofrecido por el descenso de los precios de los bienes intermedios, a fin de proteger su cuota de mercado. Por otro lado, a la luz de la pronunciada desaceleración de la demanda mundial, los efectos de la depreciación del euro en términos efectivos nominales registrada en el segundo semestre del 2008 (véase gráfico C) parecen haberse transmitido de forma asimétrica: los productores de

la zona del euro trasladaron la depreciación a precios de exportación más bajos en moneda extranjera, posiblemente en mayor medida que en una fase de expansión mundial, y los exportadores a la zona del euro pueden haber tenido menor disposición a elevar los precios en euros, prefiriendo reducir los márgenes. Se espera que estos efectos de la competencia sean, a corto plazo, más acusados que el impacto de los precios de las materias primas, que se han estabilizado en los últimos tiempos. Además, la reciente desaceleración del crecimiento de los precios de importación ha de considerarse en el contexto de las presiones a la baja sobre los precios de importación de las manufacturas resultantes de la creciente participación de las importaciones en la zona del euro de bienes manufacturados procedentes de países de bajos costes, como China y los nuevos Estados miembros de la UE¹.

Desde el inicio de la recesión mundial se ha observado una elevada sincronización entre los precios de exportación de los competidores, medidos en las monedas nacionales, y los de la zona del euro. Con todo, los precios de exportación relativos (expresados en euros) ponderados por el comercio indican que la zona del euro ha ganado competitividad en términos de precios en el segundo semestre del 2008, como resultado, básicamente, de la depreciación del euro (véase gráfico C). Sin embargo, esta ganancia se ha reducido ligeramente, tras la apreciación del euro registrada a comienzos del 2009. De cara al futuro, la competitividad en términos de precios dependerá fundamentalmente de la evolución del tipo de cambio y del comportamiento de los precios de exportación de los competidores, dada la posible intensificación de la competencia en un entorno de debilidad del comercio mundial.

Gráfico C Precios de exportación relativos de la zona del euro y tipo de cambio efectivo nominal (TCE-21)

(índice: I 2006 = 100; datos trimestrales)



Fuentes: Cálculos de los expertos del BCE y Eurostat.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden al primer trimestre del 2009. Un aumento de los precios de exportación relativos señala una mayor competitividad de la zona del euro en términos de precios.

1 Los cálculos de los expertos del BCE muestran que el aumento de la penetración de importaciones procedentes de países de bajos costes podría haber moderado los precios de importación de bienes manufacturados en la zona del euro aproximadamente en 2 puntos porcentuales por año en el periodo 1995-2004 (véase el artículo titulado «Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro», en el Boletín Mensual de enero del 2008). Ello se debe, en gran medida, al «efecto de participación» de China y de los nuevos Estados miembros de la UE, que recoge el impacto a la baja sobre los precios de importación del aumento de la cuota de importación de los países de bajos costes, combinado con el nivel de precios relativamente más bajo de los proveedores de importaciones de bajo coste.

Por categorías amplias de bienes, las contracciones más acusadas de las exportaciones nominales durante los tres meses transcurridos hasta enero del 2009 se registraron en los bienes intermedios y de capital (véase gráfico 36). Al mismo tiempo, se observó una caída de las importaciones en términos reales, especialmente en las rúbricas de bienes de capital e intermedios. Esta evolución refleja la desaceleración de la actividad económica mundial y, posiblemente, una mayor sensibilidad del comercio ante las condiciones de financiación y la situación macroeconómica internacionales en un entorno mundial en el que los procesos de producción y las cadenas de suministro se definen por su carácter transnacional.

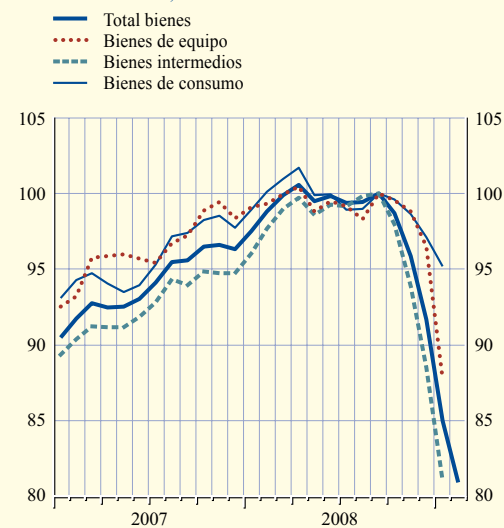
Por lo que respecta a los otros componentes de la balanza por cuenta corriente, el superávit de la balanza de servicios se redujo a 38,2 mm de euros en el año transcurrido hasta febrero del 2009 (desde los 52,8 mm de euros contabilizados un año antes). Durante el mismo periodo, el déficit de la balanza de rentas aumentó de 4,3 mm de euros a 35,9 mm de euros, como resultado, en gran medida, del descenso de los ingresos por rentas de no residentes en la zona del euro. Por último, el déficit de la balanza de transferencias corrientes también aumentó, de 88,9 mm de euros en febrero del 2008 a 97,2 mm de euros en febrero del 2009.

CUENTA FINANCIERA

En los doce meses transcurridos hasta febrero del 2009, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró un significativo aumento de las entradas netas, que ascendieron a 191,3 mm de euros, frente a las entradas netas de 49,6 mm de euros contabilizadas en el mismo periodo un año antes (véase gráfico 37). Este aumento tuvo su origen, principalmente, en un incremento de las entradas netas de inversiones de cartera que, a su vez, se debió sobre todo a un fuerte crecimiento de las entradas netas de instrumentos del mercado monetario. El entorno de mayor aversión al riesgo, combinado con la falta de liquidez observada tras la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre del 2008 hizo que los inversores, tanto residentes como no residentes, repatriaran fondos y diversificaran sus inversiones orientándolas hacia categorías de activos más líquidos, como los instrumentos del

Gráfico 36 Valores nominales de las exportaciones de algunos bienes a países no pertenecientes a la zona del euro

(índice: septiembre 2008 = 100; datos desestacionalizados: medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a enero del 2009, excepto para el total bienes (febrero del 2009).

Gráfico 37 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

mercado monetario. Examinando la situación con más detalle, se observa que las entradas netas de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro aumentaron hasta 288,7 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta febrero del 2009, en comparación con las salidas netas de 69,2 mm de euros registradas un año antes. En octubre del 2008, las entradas netas contabilizadas en esta categoría de activos alcanzaron el nivel mensual más alto registrado desde 1999. Por lo que respecta a las inversiones directas, el mayor sesgo nacional parece haber sido un importante factor determinante de la evolución observada durante el pasado año, ya que los flujos de este tipo de inversiones se redujeron significativamente en el período de doce meses transcurrido hasta febrero del 2009, tanto en el lado del activo como en el del pasivo, en comparación con el año anterior. No obstante, el descenso de la inversión exterior neta en la zona del euro fue mayor que la contracción de la inversión de la zona del euro en el exterior, lo que se tradujo en unas salidas netas de inversiones directas de 227,9 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta febrero del 2009, frente a los 142 mm de euros registrados en los doce meses anteriores.

Los datos correspondientes al período de tres meses más reciente sugieren que la evolución de los instrumentos del mercado monetario sigue siendo el principal factor determinante de la dinámica general de la cuenta financiera. El agregado de inversiones directas y de cartera registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 2,9 mm de euros en los tres meses transcurridos hasta febrero del 2009, a diferencia de las entradas netas de 60,6 mm de euros contabilizadas en el período de tres meses anterior (véase cuadro 8). La causa principal es el descenso de las entradas netas de instrumentos del mercado monetario.

EXPECTATIVAS E INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



La política monetaria conlleva prever la evolución económica futura, gestionar y realizar un seguimiento de las expectativas del sector privado durante el ciclo, y proporcionar un ancla nominal a largo plazo para la economía. Como sugiere la experiencia histórica, unas expectativas de inflación a largo plazo bien ancladas son un requisito indispensable para una correcta instrumentación de la política monetaria y un indicador crucial de la credibilidad de un banco central. A este respecto, la definición cuantitativa de estabilidad de precios del BCE es un activo clave. A lo largo del ciclo, la gestión de las expectativas está asociada al comportamiento coherente del banco central, y requiere una comunicación activa. Al mismo tiempo que trata de alcanzar un grado elevado de previsibilidad acerca de la evolución del tipo de interés a corto plazo, el Consejo de Gobierno del BCE estructura su comunicación basándose en una valoración exhaustiva de la situación macroeconómica y de los riesgos a medio plazo para la estabilidad de precios. En épocas de mayor incertidumbre, el BCE debe realizar un atento seguimiento de las percepciones del sector privado sobre las perspectivas económicas y mantener su capacidad para influir en las expectativas en el medio plazo.

I INTRODUCCIÓN

Las decisiones económicas están determinadas, en gran medida, por las expectativas de los agentes. Las expectativas constituyen un elemento fundamental de la teoría macroeconómica contemporánea y desempeñan un papel clave en las prácticas de los bancos centrales modernos. En consecuencia, la instrumentación de la política monetaria conlleva prever la evolución futura, gestionar y realizar un seguimiento de las expectativas del sector privado durante el ciclo, y proporcionar un ancla nominal a largo plazo para la economía. Los bancos centrales deben formarse constantemente una opinión sobre las perspectivas económicas en el horizonte a medio plazo relevante para la política monetaria. Al planificar sus medidas de política monetaria, deben tener presente en todo momento que sus decisiones tienen un efecto duradero para las expectativas. La formación de expectativas exageradas o poco razonables constituye siempre un motivo de preocupación para las autoridades monetarias.

En la sección 2 de este artículo se examinan los principales motivos de la importancia crucial de las expectativas en la instrumentación de la política monetaria, y se explica, en particular, el papel fundamental de las expectativas de inflación a largo plazo. En la sección 3 se analizan las configuraciones económicas específicas en las que las expectativas de inflación pueden convertirse en una fuente independiente de inestabilidad macroeconómica, mientras que en la sección 4 se

consideran los instrumentos de los bancos centrales que la experiencia y la práctica han demostrado que son eficaces para evitar estas circunstancias adversas. En la sección 5 se abordan retos más específicos para la política monetaria asociados a la formación de expectativas poco razonables en la determinación de los precios de los activos o al riesgo de trampas de las expectativas, y en la sección 6 se presentan las conclusiones.

2 ¿POR QUÉ ES NECESARIO REALIZAR UN SEGUIMIENTO DE LAS EXPECTATIVAS?

EXPECTATIVAS Y PROPAGACIÓN MACROECONÓMICA

Los bancos centrales deben facilitar la formación de expectativas acerca de la evolución económica futura y realizar un seguimiento de las mismas de forma constante por dos motivos. En primer lugar, las medidas de política monetaria causan un efecto retardado en la economía y en la inflación, de modo que una política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios debe formar expectativas sobre la evolución probable de la economía en el futuro y responder a los riesgos para la estabilidad de precios teniendo en cuenta dicha posible evolución futura. Ciertamente, se dispone de amplia evidencia empírica para distintos países y regímenes monetarios alternativos que documenta los desfases que se producen en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Esta literatura sugiere que los impulsos monetarios influyen en la actividad económica con un desfase de va-

rios trimestres y, en consecuencia, afectan a la inflación con algo más de retraso. Los resultados obtenidos a partir de modelos de series temporales, como los modelos estructurales de vectores autorregresivos (VAR) para la zona del euro son acordes, en líneas generales, con las conclusiones de la literatura sobre Estados Unidos y muchos otros países¹. La evidencia procedente de los modelos económicos estructurales estimados confirma en gran medida estos resultados². Como consecuencia de los desfases en la transmisión, los bancos centrales deben sopesar sus medidas para ejercer cierta influencia sobre la evolución macroeconómica prevista con varios trimestres de antelación. Por tanto, desde el punto de vista operativo, la instrumentación de la política monetaria exige una valoración exhaustiva de los riesgos para la estabilidad de precios en el horizonte relevante a efectos de dicha política.

En segundo lugar, los bancos centrales realizan un seguimiento de las expectativas del sector privado porque los cambios previstos en variables económicas (por ejemplo, precios y cantidades) pueden influir profundamente en el comportamiento económico presente a través de múltiples canales. Por ejemplo, los aumentos esperados de los precios en el futuro ejercen presiones al alza sobre los precios en el presente a través de diversos canales, entre los que se incluyen exigencias de aumentos salariales, ya que los trabajadores demandan estos incrementos en el presente para compensar la pérdida esperada de poder adquisitivo en el futuro. De igual modo, las expectativas de aumento de la inflación afectan a las decisiones actuales de fijación de precios de las empresas, ya que éstas tienden a subir sus precios para compensar el incremento previsto de sus costes marginales de producción. Otro canal importante a través del cual las expectativas pueden influir en el estado actual de la economía son los precios de los activos y su impacto sobre el valor presente de la riqueza y las rentas. Ciertamente, existen diversos canales a través de los cuales se considera que los precios de los activos influyen en las decisiones económicas y en la demanda agregada. La investigación económica ha puesto de relieve el notable impacto que causa la riqueza financiera y no financiera sobre el com-

portamiento del consumo, la relevancia del efecto Q de Tobin sobre los planes de inversión, el papel desempeñado por los balances en el gasto privado (a través del canal del crédito) y los efectos confianza de las variaciones de los precios de los activos sobre el consumo³.

La estrecha interrelación existente entre la formación de los precios de los activos, las elecciones económicas actuales y las expectativas constituye otro motivo para que los bancos centrales realicen un atento seguimiento de las expectativas del sector privado acerca de los resultados económicos futuros. Las expectativas que se forman los agentes económicos pueden cambiar no sólo como reacción ante variaciones en variables económicas fundamentales, sino también como consecuencia de errores de percepción o de predicción. En la medida en que los agentes económicos actúen en función de tales percepciones erróneas al tomar decisiones económicas en el presente, y en tanto en cuanto dichas percepciones erróneas estén incorporadas en los precios de los activos, pueden constituir una fuente autónoma de fluctuaciones económicas⁴.

1 Esta literatura es analizada por L. Christiano, M. Eichenbaum y C. Evans (2000), «Monetary policy shocks: what have we learned and to what end?»; en J. B. Taylor y M. Woodford (eds.) (2003), *Handbook of Macroeconomics*, G. Peersman y F. Smets (2003), «The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis», Working Paper n.º 91, BCE, se señala, por ejemplo, que un incremento inesperado y transitorio del tipo de interés a corto plazo tiende a ir seguido de una caída temporal del producto al cabo de dos trimestres. El efecto sobre el producto registra un máximo transcurridos de tres a cinco trimestres y posteriormente retorna al punto de partida. Sin embargo, los precios responden con mucha más lentitud, y el impacto de los impulsos de la política monetaria sólo es significativo estadísticamente al cabo de dos años. En comparación con Estados Unidos, los precios de la zona del euro parecen responder con más lentitud, lo que muy probablemente se deba a un factor bien documentado, el menor grado de flexibilidad de los precios en la zona del euro, en comparación con Estados Unidos.

2 Para la zona del euro, F. Smets y R. Wouters (2003 y 2005) apuntan hacia respuestas con forma de U invertida de la inflación y de la brecha de producto como consecuencia de una perturbación que afecta a la política monetaria, con efectos máximos acordes con los obtenidos en el modelo estructural VAR.

3 Véase F. Altissimo et ál. (2005), «Wealth and asset price effects on economic activity», Occasional Paper n.º 29, BCE.

4 Este mecanismo que provoca fluctuaciones económicas se describe en trabajos iniciales sobre la evolución macroeconómica, por ejemplo, en A. C. Pigou (1927), *Industrial Fluctuations*, London (MacMillan), y constituye la base de la literatura sobre burbujas del precio de los activos. Véase también el artículo titulado «Burbujas del precio de los activos y política monetaria», en el Boletín Mensual de abril del 2005.

La política monetaria resulta particularmente afectada por un ciclo económico impulsado por expectativas, ya que la influencia de la política monetaria sobre la economía está condicionada, en gran parte, por las expectativas del sector privado acerca de las medidas futuras de política monetaria.

EL PAPEL CRUCIAL DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Aunque la estabilidad de precios es la mejor aportación que la política monetaria puede realizar a un crecimiento económico sostenible, a la creación de empleo y a la prosperidad⁵, la credibilidad de la autoridad monetaria a la hora de proporcionar estabilidad de precios de manera coherente se construye y se preserva con el tiempo. Esta credibilidad es clave para el proceso mediante el cual los agentes se forman expectativas de la evolución futura de los precios y, por tanto, para el propio mecanismo de formación de precios. Por consiguiente, los bancos centrales deben realizar un seguimiento constante de las percepciones del público en general acerca de su compromiso con el mantenimiento de la estabilidad de precios, lo que servirá para aproximar la probabilidad de que realmente cumplan este objetivo. A este respecto, el anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo parecer ser un indicador fundamental de la credibilidad de los bancos centrales e, indirectamente, de su éxito.

Como tal, la credibilidad es asimismo un requisito indispensable para una instrumentación eficaz de la política monetaria. Una evolución inestable de las expectativas de inflación podría producirse como consecuencia de la pérdida de confianza de los participantes en el mercado en el compromiso del banco central de mantener la estabilidad de precios, o como resultado de discrepancias en su valoración de las perspectivas económicas. En esta situación, en la que la valoración y las intenciones del banco central y las percepciones del público en general son diferentes, la política monetaria se torna más compleja. Por consiguiente, para evitar que se produzcan tales situaciones, resulta pertinente realizar un seguimiento constante de las expectativas del sector privado.

EL SEGUIMIENTO DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A MEDIO Y A LARGO PLAZO POR PARTE DEL BCE

Existen diversos indicadores para valorar las expectativas de inflación del sector privado en la zona del euro, que presentan considerables problemas de medición (para información sobre la evolución reciente de estos indicadores, véase el recuadro 1). Algunas de estas medidas se obtienen de encuestas, mientras que otras se extraen de datos de los mercados financieros. Entre las distintas encuestas que recaban información sobre las expectativas de inflación en la zona del euro, una fuente de información importante es la encuesta a expertos en previsión económica del BCE (SPF, en sus siglas en inglés). Las principales ventajas de esta encuesta son un panel relativamente amplio de participantes, lo que hace que sea bastante representativa del estado general de las expectativas, y el hecho de que los participantes también faciliten su valoración de la probabilidad de que los resultados futuros estén contenidos en determinados intervalos. Otros indicadores basados en encuestas son de naturaleza más cualitativa. Por ejemplo, las opiniones de los consumidores sobre la evolución de la inflación en la zona del euro recabadas por la Comisión Europea ofrecen una indicación de las percepciones generales acerca de la inflación pasada y de la trayectoria esperada de la inflación en el futuro, y se refieren únicamente a la evolución a corto plazo⁶.

5 Por ejemplo, cuando la inflación aumenta resulta más difícil que los agentes privados distingan las variaciones de los precios relativos (cuyo conocimiento es necesario para asignar los recursos de eficiencia y para potenciar la productividad de la economía) de los cambios en el nivel general de los precios. Además, una inflación más elevada causa un impacto negativo sobre la acumulación de capital y, por tanto, sobre la productividad a largo plazo, debido a la no indexación del sistema tributario. Para un análisis más detallado, véase el artículo titulado «Estabilidad de precios y crecimiento», en el Boletín Mensual de mayo del 2008.

6 Los consumidores deben indicar sus percepciones de la evolución de la inflación pasada (en los doce meses previos) y sus expectativas en cuanto a la evolución futura (en los siguientes doce meses). Por construcción, las estadísticas de saldos únicamente facilitan información cualitativa sobre el cambio de orientación en las percepciones y las expectativas de inflación de los consumidores, y no proporcionan indicaciones de la magnitud de las tasas de inflación percibida y esperada. Para un análisis más detallado, véase el artículo titulado «Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo del 2007.

Recuadro I

EL ANCLAJE DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se considera el anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro, y se proporciona evidencia procedente de encuestas y de indicadores de mercado¹. En comparación con Estados Unidos, estas expectativas han sido más estables en la zona del euro.

Expectativas de inflación obtenidas de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE

Las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro han fluctuado, desde 1999, entre el 1,8% y el 2%, y en un intervalo más estrecho, situado entre el 1,9% y el 2%, entre el 2003 y el 2007 (véase gráfico A). La dispersión también se ha reducido gradualmente, como indica, por ejemplo, el intervalo comprendido entre los cuartiles superior e inferior, aumentando el cuartil inferior desde un mínimo del 1,5%, registrado a mediados del 2006, hasta el 1,9% actual. En líneas generales, el cuartil superior se ha mantenido estable, en el 2%, salvo en la encuesta correspondiente al tercer trimestre del 2008 (realizada a mediados de julio), en la que tanto las expectativas de inflación media como las situadas en el cuartil superior alcanzaron un máximo. En general, la información sobre las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro procedente de las encuestas, pese a los riesgos señalados por el ligero aumento observado en el 2008, sugiere que se mantuvieron en niveles reducidos, pero próximos al 2%.

Utilizando datos de encuestas, una forma indirecta de evaluar el anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo es considerar su sensibilidad a las variaciones de las expectativas de inflación a muy corto plazo². A este respecto, en el gráfico B se representan las revisiones individuales de las expectativas de inflación a corto plazo (esto es, a un año vista) y a largo plazo (es decir, a cinco años vista) para el período comprendido entre el segundo trimestre del 2001 y el primer trimestre del 2009, y se observa que, ciertamente, no existe una relación clara entre las variaciones de las expectativas de inflación a corto plazo y las de las expectativas a largo plazo.

Indicadores financieros de las expectativas de inflación

En el gráfico C se muestra la descomposición de la tasa de inflación implícita a diez años en la tasa de inflación implícita a cinco años (que mide las expectativas de inflación media en los próximos cinco años) y la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años (que mide las expectativas de inflación media en el período comprendido entre los cinco y los diez años siguientes)³. La tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, ha fluctuado en un intervalo comprendido entre el 2% y el 2,5% durante la mayor parte de la muestra disponible. Se observaron grandes fluctuaciones en el 2004, en el primer semestre del 2008 y, en particular, desde que se intensificaron las actuales turbulencias financieras en el otoño del 2008, cuando el acusado descenso de los precios del petróleo y de las expectativas de inflación provocaron una venta masiva de bonos indicados con la inflación que, en unas condiciones de liquidez extremadamente reducida, dieron lugar a importantes correcciones de los precios de estos instrumentos e influyeron

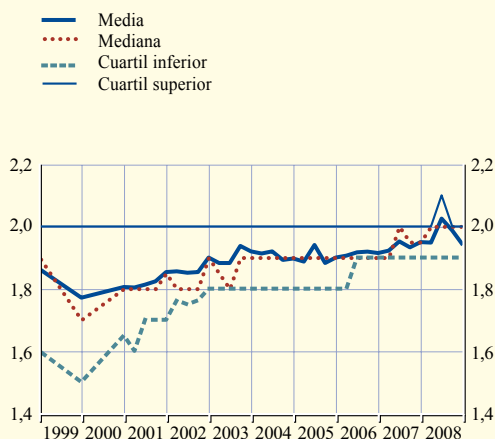
1 Véase también el artículo titulado «Medidas de las expectativas de inflación en la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio del 2006.

2 Véase E. Castelnuovo, S. Nicoletti-Altimari y D. Rodríguez Palenzuela (2003), «Definition of price stability, range and point inflation targets: the anchoring of long-term inflation expectations», Working Paper n.º 273, BCE.

3 Para conocer un análisis más detallado, véase J. A. García y A. van Rixtel (2007), «Inflation-linked bonds from a central bank perspective», Occasional Paper n.º 62, BCE, y para una descripción de la metodología aplicada en el BCE para calcular las tasas de inflación implícitas, véase J. Ejsing, J. A. García y T. Werner (2007), «The term structure of euro area break-even inflation rates: the impact of seasonality», Working Paper n.º 830, BCE.

Gráfico A Expectativas de inflación a largo plazo (a cinco años) obtenidas de la encuesta a expertos en previsión económica

(tasas de variación interanual)

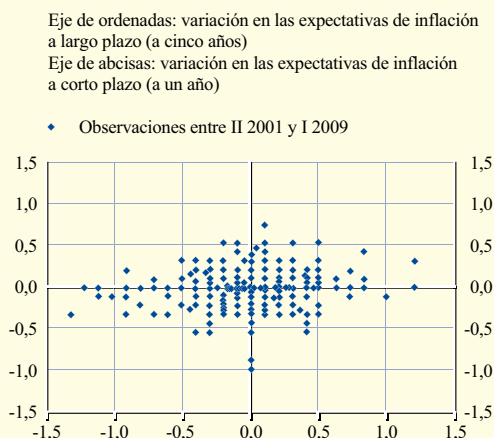


Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Los últimos datos se refieren al primer trimestre del 2009. Para conocer un resumen de los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE correspondiente al segundo trimestre del 2009, véase el recuadro 4 de la sección 3 de este Boletín Mensual.

Gráfico B Variaciones de las expectativas de inflación a corto plazo y a largo plazo obtenidas de la encuesta a expertos en previsión económica

(puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: Para conocer un resumen de los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE correspondiente al segundo trimestre del 2009, véase el recuadro 4 de la sección 3 de este Boletín Mensual.

en el cálculo de las tasas de inflación implícitas. No obstante, la evidencia disponible, procedente de la descomposición de las tasas de inflación implícitas en expectativas de inflación y primas asociadas mediante modelos de estructura temporal indica que la estructura temporal de las primas de riesgo de inflación en la zona del euro muestra una pendiente ascendente y que sus fluctuaciones son el principal factor determinante de las variaciones de las tasas de inflación implícitas, con unas expectativas de inflación (a largo plazo) ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios⁴.

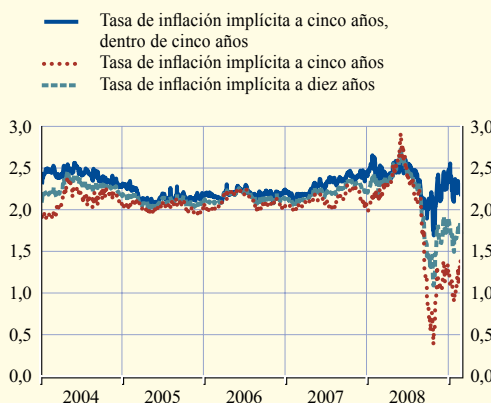
En el gráfico D se representa la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, y la medida comparable derivada de los *swaps* iniciados con la inflación. Ambas medidas registraron movimientos muy similares, siendo muy probable que las discrepancias observadas se deban a factores específicos de los mercados de deuda pública y de *swaps* iniciados con la inflación, entre los que se incluyen las variaciones de las primas de riesgo de crédito, de mercado y de liquidez provocadas por elevados flujos de inversión (esto es, desplazamientos de fondos hacia la deuda pública en determinados momentos del actual período de turbulencias en los mercados financieros). Sin embargo, desde el tercer trimestre del 2008, las perturbaciones registradas en diversos segmentos de los mercados financieros internacionales, el aumento general de la incertidumbre y de la volatilidad en los mercados, así como el despalancamiento y la consolidación de los balances de destacados participantes en los mercados de productos iniciados con la inflación, causaron importantes fluctuaciones en los dos indicadores, complicando con ello su valoración. En particular, las tasas de inflación implícitas a largo plazo registraron niveles muy bajos a finales del 2008, si bien es probable que estos niveles reflejaran los efectos transitorios sobre los diferenciales de rendimiento de los elevados y repentinos desplazamientos de fondos hacia la deuda pública, así como de determinadas perturbaciones en los mercados de *repos*⁵.

4 Véanse P. Hördahl y O. Tristani (2007), «Inflation risk premia in the term structure of interest rates», Working Paper n.º 734, BCE, y J. A. García y T. Werner (2009), «Inflation risks and inflation risk premia», Working Paper Series BCE, de próxima publicación.

5 Para conocer un debate más exhaustivo sobre el impacto de las turbulencias actuales en los mercados financieros sobre las medidas de las expectativas de inflación basadas en el mercado, véase el recuadro titulado «Incrementos recientes de los rendimientos reales y sus consecuencias para el análisis de las expectativas de inflación», en el Boletín Mensual de noviembre del 2008.

Gráfico C Tasas de inflación implícitas en la zona del euro a horizontes diferentes

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico D Tasas de inflación implícitas a largo plazo derivadas de bonos y swaps indicados con la inflación

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Comparación con las expectativas de inflación a largo plazo en Estados Unidos

De la comparación con las expectativas de inflación en Estados Unidos se puede obtener alguna información adicional sobre el anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro.

El descenso de las expectativas de inflación durante los años noventa y su estabilización en niveles relativamente reducidos en los diez últimos años no se ha limitado a la zona del euro, sino que también se ha registrado en Estados Unidos (véase gráfico E). Al comparar las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro con las obtenidas de la encuesta a expertos en previsión económica para Estados Unidos, se observa que las primeras parecen haber estado ancladas en un nivel más bajo. Resulta más significativo el hecho de que la discrepancia observada en las expectativas de inflación a largo plazo, medida como la desviación típica con respecto a los valores estimados, muestre que las expectativas de inflación han sido más homogéneas en la zona del euro que en Estados Unidos (véase gráfico F). En cuanto a los indicadores financieros, los resultados para las tasas de inflación implícitas a largo plazo son similares: centrándose en el período muestral comprendido entre el primer trimestre del 2004 y el segundo trimestre del 2008, para evitar períodos de distorsiones importantes en los mercados internacionales de productos indicados con la inflación, las tasas de inflación implícitas a cinco años, dentro de cinco años, de Estados Unidos, fluctuaron en un intervalo más amplio (2,3%-3,3%) y mostraron una mayor volatilidad (una desviación típica de alrededor de 0,20) que las tasas correspondientes de la zona del euro (0,13).

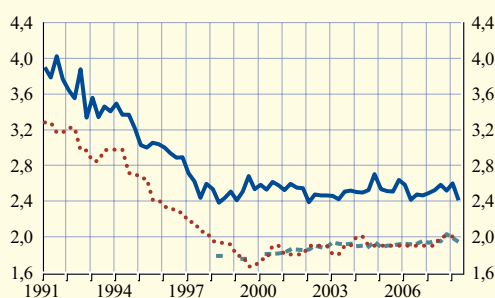
En algunos estudios se ha investigado el anclaje de las expectativas de inflación centrándose en la reacción de los indicadores financieros (las tasas de inflación implícitas a largo plazo y los tipos de interés nominales) a las noticias macroeconómicas. Ehrmann et ál. (2007)⁶ muestran que desde el inicio de la UEM, los tipos de interés nominales a largo plazo de países importantes de la zona del euro no han tendido a reaccionar ante las noticias macroeconómicas. Esta evidencia es especialmente relevante si se tiene en cuenta que, a menudo, las reacciones de los tipos de interés nominales a

6 M. Ehrmann, M. Fratzscher, R. Gürkaynak y E. Swanson (2007), «Convergence and anchoring of yield curves in the euro area», Working Paper n.º 817, BCE.

Gráfico E Expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos

(tasas de variación interanual)

- Estados Unidos (encuesta a expertos en previsión económica - media del IPC en los diez años siguientes)
- Zona del euro: Consensus Economics (media dentro de seis a diez años)
- Zona del euro (encuesta a expertos en previsión económica - IAPC dentro de cinco años)

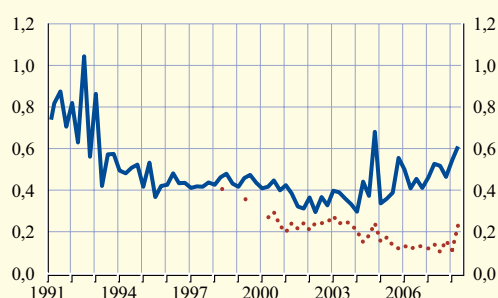


Fuentes: BCE, Reserva Federal de Filadelfia y Consensus Economics.
Notas: A efectos de comparación, los datos más recientes se refieren al primer trimestre del 2009 para las encuestas a expertos en previsión económica del BCE y de Estados Unidos, y a octubre del 2008 para los datos de Consensus Economics. Con anterioridad al año 2003, los datos de la zona del euro se han obtenido de Castelnuovo et ál. (2003) (en la nota 2 figura la referencia completa). A partir de abril del 2003, los datos proceden de Consensus Economics. Para conocer un resumen de los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE del segundo trimestre del 2009, véase el recuadro 4 de la Sección 3 de este Boletín Mensual.

Gráfico F Discrepancia en las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos

(desviación típica con respecto a los valores estimados)

- Encuesta a expertos en previsión económica de Estados Unidos
- Encuesta a expertos en previsión económica del BCE



Fuentes: BCE y Reserva Federal de Filadelfia.
Nota: A efectos de comparación, los datos más recientes se refieren al primer trimestre del 2009 para las encuestas a expertos en previsión económica del BCE y de Estados Unidos.

largo plazo en Estados Unidos a dichas noticias se consideran estadísticamente significativas⁷. La evidencia disponible también indica que, en Estados Unidos, las tasas de inflación implícitas a largo plazo reaccionan fuertemente ante la publicación de datos macroeconómicos, incluso en horizontes largos, mientras que las reacciones en la zona del euro son significativas para las tasas de inflación implícitas a corto plazo, pero no a largo plazo, lo que respalda la conclusión de que el anclaje de las expectativas de inflación es más sólido en la zona del euro⁸.

En general, la evidencia obtenida de encuestas y de indicadores financieros presentada en este recuadro apunta a que las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro están relativamente bien ancladas. Desde el inicio de la tercera fase de la UEM, en 1999, la zona del euro se ha visto afectada por varias perturbaciones alcistas importantes para la evolución a corto plazo de los precios, pero las citadas expectativas parecen haber tenido una reacción moderada y se han mantenido acordes, en líneas generales, con el objetivo del Consejo de Gobierno de que las tasas de inflación se sitúen en niveles inferiores, pero próximos, al 2%, en el medio plazo.

7 Véanse, por ejemplo, R. Gürkaynak, B. Sack y E. Swanson (2005), «The sensitivity of long-term interest rates to economic news: evidence and implications for macroeconomic models», *American Economic Review*, Vol. 95(1), pp. 425-436; M. Beechey y J. Wright (2008), «The high-frequency impact of news on long-term yields and forward rates: is it real?», *Finance and Economics Discussion Paper n.º 39*, Board of Governors of the Federal Reserve.

8 M. Beechey, E. Johannsen y A. Levin (2007), «Are long-run inflation expectations anchored more firmly in the euro area than in the United States?», *Discussion Paper n.º 6536*, CEPR.

A diferencia de los resultados de las encuestas, las expectativas de inflación extraídas de datos de los mercados financieros no son directamente observables y deben estimarse. Existen algunas medidas para inferir las expectativas de los mercados a partir de los precios de los activos. En primer lugar puede construirse una tasa de inflación implícita para los distintos plazos. Por definición, la tasa de inflación implícita es la tasa que, si efectivamente se registra, igualaría los rendimientos esperados de una inversión en un bono nominal convencional a los de un bono indiciado con la inflación al mismo plazo. En segundo lugar, los precios observados en el mercado de derivados sobre la inflación, en concreto los *swaps* indicidos con la inflación, permiten elaborar medidas alternativas de compensación por inflación. No obstante, estas medidas de las expectativas de inflación basadas en los mercados financieros deben interpretarse con cautela, ya que suelen incorporar diversas primas de riesgo que compensan a los inversores en bonos, en particular, por la incertidumbre en torno a la inflación y por el riesgo de liquidez.

3 FUENTES TEÓRICAS DE INESTABILIDAD DE LAS EXPECTATIVAS

La evolución de las prácticas de los bancos centrales y los progresos realizados en el ámbito de la investigación teórica y práctica respaldan claramente la opinión de que las expectativas de inflación desempeñan un importante papel. Unas expectativas incorrectamente gestionadas podrían constituir una fuente independiente de inestabilidad macroeconómica. En esta sección se analizan las principales teorías que explican cómo las citadas expectativas pueden apartarse del objetivo del banco central y se pone de relieve el papel que la política monetaria puede desempeñar, tolerando estas desviaciones en una fase temprana, en la propagación y la agudización de una perturbación inflacionista.

DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA CON ARREGLO A LA HIPÓTESIS DE LAS EXPECTATIVAS RACIONALES Y ANCLAJE DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO

En un mundo que se rige por la hipótesis de las «expectativas racionales», los agentes económicos actúan

teniendo en cuenta la posible evolución futura y forman sus expectativas de modo eficiente y homogéneo utilizando toda la información disponible, entre la que se incluye un conocimiento detallado del funcionamiento de la economía. Según la hipótesis de las expectativas racionales, la inestabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo únicamente puede surgir si la política monetaria no se percibe como un guardián creíble de la estabilidad de precios.

Un historial sistemático de respuestas no suficientemente enérgicas a presiones inflacionistas puede llevar a los agentes privados a cuestionar el compromiso del banco central con la estabilidad de precios. En la literatura se han debatido ampliamente las soluciones que servirían para anclar las expectativas en torno al objetivo que persigue la política monetaria, con el fin de evitar este resultado no deseado. En marcos de modelización de expectativas racionales muy simples de última generación, esta solución adopta la forma del «principio de Taylor», según el cual el tipo de interés nominal reacciona con un aumento más que proporcional ante variaciones de la tasa de inflación (observada o esperada). Una amenaza constante y creíble de incremento del tipo de interés real a corto plazo en respuesta a expectativas de aumento de la inflación, por ejemplo, asegura, dentro de estos marcos macroeconómicos simples, que cualquier presión inflacionista se reabsorberá con rapidez. A su vez, esta certeza es suficiente para anclar las expectativas y evitar, en primer lugar, una evolución desestabilizadora de las expectativas.

En descripciones más generales y realistas del funcionamiento de la economía y, en particular, del mecanismo de formación de las expectativas, el requisito de que la política monetaria proporcione un punto de referencia creíble para las expectativas a largo plazo puede diferir, en cierta medida, del principio de Taylor⁷. Sin embargo, la principal conclusión de política monetaria que se obtiene de esta corriente de la literatura sigue siendo que una instrumentación bien diseñada y

⁷ Véase J. Benhabib, S. Schmitt-Grohé y M. Uribe (2001), «Monetary policy and multiple equilibria», *American Economic Review*, Vol. 91, pp. 167-186.

adecuadamente orientada de la política monetaria puede y debe anclar correctamente las expectativas de inflación a largo plazo.

DINÁMICA DE APRENDIZAJE E INESTABILIDAD DE LAS EXPECTATIVAS

Incluso en los modelos macroeconómicos de optimización simples de última generación es posible estudiar patrones de las expectativas de inflación en los que algunos de los supuestos implícitos en la hipótesis de las expectativas racionales se han relajado. Cuando se realiza una descripción más compleja y realista de la formación de expectativas, las expectativas de inflación pueden convertirse en una fuente independiente de fluctuaciones económicas, que no necesariamente tiene su origen en una falta sistemática de fuerza de la reacción de la política monetaria a la inflación.

La incipiente literatura sobre aprendizaje y conocimiento imperfecto de la macroeconomía⁸ considera que perturbaciones de magnitud similar se amplifican y se prolongan en un contexto de aprendizaje, en comparación con una situación en la que los agentes forman expectativas racionales coherentes con los modelos. En determinadas condiciones, las expectativas de inflación a largo plazo ciertamente pueden reaccionar de modo exagerado ante perturbaciones y desviarse endógenamente, reflejando el impacto que causan las perturbaciones sobre la nueva valoración que realizan los agentes privados de los parámetros clave que describen el funcionamiento de la economía. En última instancia, el proceso de aprendizaje podría conducir a la convergencia de todas las expectativas de inflación a medio y a largo plazo con el objetivo del banco central. No obstante, esta línea de investigación también ha señalado que pueden darse casos en los que dicho proceso de aprendizaje no converge. En consecuencia, las normas de política monetaria que conducirían a un equilibrio único con arreglo a la hipótesis de las expectativas racionales pueden ser inestables en un contexto de aprendizaje⁹.

4 DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA PARA EVITAR Y CONTRARRESTAR LA INESTABILIDAD DE LAS EXPECTATIVAS

Los bancos centrales han diseñado satisfactoriamente salvaguardias institucionales que pueden eliminar eficazmente la inestabilidad de las expectativas. Los marcos de política monetaria orientados hacia la estabilidad constituyen el principal y más eficaz baluarte contra la aparición de esta inestabilidad.

VENTAJAS DE LA COMUNICACIÓN DE UNA DEFINICIÓN CUANTITATIVA DE ESTABILIDAD DE PRECIOS

En un mundo caracterizado por una racionalidad limitada y un conocimiento imperfecto, la comunicación del objetivo de política monetaria, reforzado por una definición numérica precisa de estabilidad de precios, se convierte en un poderoso instrumento para evitar que el proceso de aprendizaje de las expectativas del sector privado se desvíe.

Un número creciente de bancos centrales han dado a conocer un objetivo cuantitativo como parte de su estrategia de política monetaria. Los estudios disponibles indican claramente que el anuncio de un objetivo explícito de estabilidad de precios contribuye a anclar las expectativas de inflación. En la zona del euro, el Consejo de Gobierno del BCE ha definido la estabilidad de precios como una tasa de inflación anual medida por el IAPC positiva inferior al 2%. Dentro de este intervalo, el Consejo de Gobierno ha anunciado que su objetivo es mantener las tasas de inflación de la zona del euro «próximas al 2%» en el medio plazo. Este objetivo ha proporcionado una orientación

8 Véanse A. Orphanides y J. Williams (2005), «Imperfect knowledge, inflation expectations and monetary policy», en B. Bernanke and M. Woodford (eds.), *The Inflation Debate*, University of Chicago Press; A. Orphanides y J. Williams (2006), «Inflation targeting under imperfect knowledge», Reserva Federal de San Francisco, Documento de Trabajo n.º 2006-14; y V. Gaspar, F. Smets y D. Vestin (2006), «Adaptive learning, persistence, and optimal monetary policy», *Journal of the European Economic Association*, Vol. 4(2-3), pp. 376-385.

9 Véase G. W. Evans y S. Honkapohja (2008), «Expectations, learning and monetary policy: an overview of recent research», Discussion Paper n.º 6640, CEPR.

muy precisa a los mercados y ha actuado claramente como punto de referencia para las expectativas de inflación. En la zona del euro, tanto las expectativas de inflación de medio a largo plazo basadas en encuestas como las basadas en los mercados han permanecido firmemente ancladas en niveles compatibles con la definición cuantitativa de estabilidad de precios del BCE, incluso cuando la inflación se vio sometida a volatilidad temporal resultante de perturbaciones adversas para la oferta y la demanda (véase recuadro 1).

Aunque, por norma general, los marcos que establecen objetivos de inflación incorporan también una cuantificación del objetivo de política monetaria, la estrategia del BCE en este ámbito presenta dos rasgos distintivos adicionales: el destacado papel de los agregados monetarios y su orientación a medio plazo. El análisis monetario se basa principalmente en regularidades empíricas fundamentales bien conocidas que muestran que los componentes de largo plazo del crecimiento monetario y de la inflación están estrechamente relacionados, dado que el crecimiento monetario tiene propiedades de indicador adelantado de la inflación¹⁰. La orientación a medio plazo de la política monetaria del BCE no se ha cuantificado con precisión porque existen desfases variables y prolongados en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. La valoración de las medidas de política monetaria depende del estado de la economía, de la naturaleza de las perturbaciones estructurales y de comportamientos económicos que varían con el tiempo que tenderían a influir en el horizonte temporal adecuado para que dicha política estabilice la inflación.

Además de la definición cuantitativa de estabilidad de precios, el anclaje eficaz de las expectativas de inflación a largo plazo depende de la credibilidad del compromiso de la autoridad monetaria para cumplir su mandato. En el caso del BCE, la credibilidad de este compromiso aplicando medidas coherentes y sistemáticas de política monetaria está fuertemente arraigada en el marco institucional de la UEM. El Tratado de Maastricht dispone claramente que la instrumentación de la política monetaria de la zona del euro corre a cargo de un banco central independiente al que se le

ha asignado el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios.

VENTAJAS DE UNA RESPUESTA SISTEMÁTICA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Aparte de la necesidad de lograr un anclaje eficaz de las expectativas de inflación a largo plazo mediante la adopción de un objetivo cuantitativo claro, la investigación académica ha puesto de relieve las virtudes de una política de gestión sistemática de las expectativas, y ha subrayado el impacto de una política monetaria coherente y previsible sobre las expectativas del público en general (véase recuadro 2).

La literatura sobre política monetaria óptima indica que un compromiso de adoptar un comportamiento coherente y previsible al adoptar decisiones de política monetaria es mejor que una instrumentación totalmente flexible de esta política, en la que las medidas se adoptan secuencialmente sin tratar de integrar cada medida aislada en un marco sistemático general de respuesta a la evolución del estado de la economía.

Si el banco central puede convencer a los agentes económicos de su análisis de las perspectivas económicas y de su valoración de los riesgos para la estabilidad de precios, éstos pueden asimilar plenamente la respuesta sistemática de la política monetaria, de modo que las expectativas de medidas futuras de política monetaria se ajusten orientándose hacia el equilibrio en cuanto se publiquen las noticias macroeconómicas. Esta influencia de las declaraciones y las acciones del banco central sobre el comportamiento económico de los agentes privados es un activo que puede llegar a ser extremadamente valioso en caso de surgir perturbaciones y riesgos importantes.

Además, un comportamiento coherente es un requisito necesario para obtener credibilidad y, como principio general, al sopesar los argumentos a favor y en contra de una decisión, los bancos

10 Véase L. Benati (2009), «Long-run evidence on money growth and inflation», Working Paper, BCE, N° 1027.

Recuadro 2

LITERATURA ACADÉMICA SOBRE LA GESTIÓN ÓPTIMA DE LAS EXPECTATIVAS

En este recuadro se consideran con más detalle las principales recomendaciones de la literatura sobre la política monetaria óptima, centrándose, en particular, en la gestión de las expectativas privadas en el contexto de las «trampas de las expectativas», en las que el tipo de interés nominal a corto plazo se encuentra en niveles que no se pueden reducir más.

Desde una perspectiva académica, los resultados de numerosos trabajos de investigación sobre la política monetaria óptima con expectativas racionales indican que es fundamental tener en cuenta los efectos de un comportamiento reiterado y coherente de la política monetaria sobre las expectativas privadas. De esta línea de investigación se desprenden dos conclusiones. En primer lugar, al comprometerse con una política monetaria óptima se obtienen mejores resultados que con una política monetaria totalmente flexible, en la que las decisiones se adoptan secuencialmente sin un marco estratégico coherente para diseñar y comunicar las medidas adoptadas.

En segundo lugar, en el «modelo de referencia» utilizado en el análisis de la política monetaria¹, la ejecución óptima de la política monetaria incorpora una medida de «dependencia histórica» por la que, al fijar los tipos de interés, un banco central, aunque tiene en cuenta la evolución futura, no pierde de vista el comportamiento pasado. Se considera que una política que incluye una medida adecuada de dependencia histórica puede moderar el impacto de las perturbaciones sobre la estabilidad macroeconómica influyendo en las expectativas privadas sobre medidas posteriores de política monetaria con el fin de estabilizarlas. El resultado se deriva de una gestión óptima de las expectativas del sector privado cuando el banco central disfruta de una credibilidad perfecta. El compromiso del banco central de corregir desviaciones anteriores con respecto a la definición de estabilidad de precios induce a los agentes a prever que los riesgos actuales para la estabilidad de precios desaparecerán, lo que ejerce una influencia moderadora en las decisiones actuales de fijación de precios. Una norma simple que, en estos modelos, obligaría al banco central a introducir un grado de dependencia histórica, sería el «establecimiento de objetivos de nivel de precios», por el que el banco central corregiría las desviaciones pasadas del nivel de precios con respecto a la senda esperada.

Las recomendaciones sobre la política monetaria óptima que han demostrado ser válidas en un contexto de expectativas racionales siguen siendo cruciales para el diseño de la política monetaria en caso de que haya imperfecciones en la formación de expectativas. En particular, el valor del compromiso y la dependencia histórica de la política monetaria no varían con la formación de expectativas «casi racionales» por parte del sector privado². Aunque la intuición básica sugiere que las ventajas de fijar un objetivo de nivel de precios, principalmente a través de las expectativas, deberían ser menores en un entorno de aprendizaje o de credibilidad imperfecta, los trabajos de investigación más recientes indican que una política que incorpora cierto grado de dependencia histórica seguiría siendo eficaz para anclar las expectativas en un mundo con aprendizaje adaptativo³.

La literatura académica ha puesto de relieve las ventajas de asumir un compromiso creíble y de utilizar la dependencia histórica ante la persistencia de riesgos a la baja para la estabilidad de precios y unos

1 Véase M. Woodford (2003), *Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy*, Princeton University Press.

2 Véase M. Woodford (2008), «Robustly optimal monetary policy with near-rational expectations», mimeo, Columbia University.

3 Véase V. Gaspar, F. Smets y D. Vestin (2007), «Is time ripe for price level path stability?», Working Paper n.º 644, BCE.

tipos de interés nominales a corto plazo en niveles muy reducidos. La gestión correcta de las expectativas relativas a la orientación futura de la política monetaria puede ser muy eficaz para conseguir el autoequilibrio de los tipos de interés reales ex ante. La capacidad del banco central de influir en las expectativas sobre la orientación futura de su política monetaria cuando se materialicen perturbaciones de carácter adverso puede estabilizar a medio plazo las expectativas de inflación del sector privado, presionando a la baja los tipos de interés reales y, por consiguiente, contribuyendo a una orientación aún más acomodaticia. Dentro de los estrechos límites de los modelos teóricos utilizados en la literatura, y según una serie de supuestos relativos al régimen de política fiscal, algún tipo de estrategia de fijación de un objetivo de nivel de precios llevaría a la práctica la política óptima y conseguiría reducir en la medida adecuada los tipos de interés reales ex ante⁴. Obsérvese que, en este planteamiento, el compromiso condicionado a una política dependiente de una senda establecida por el banco central se refiere a las perspectivas de los precios y no al instrumento de política monetaria.

Esta corriente de investigación económica muestra que el límite inferior de los tipos de interés nominales a corto plazo tiene importantes implicaciones para los resultados económicos y para la instrumentación óptima de la política monetaria, ya que los agentes muestran un comportamiento diferente si prevén que el límite podría ser vinculante. Al mismo tiempo, un marco de política monetaria basado en una definición clara del objetivo de estabilidad de precios y en una gestión cauta de las expectativas de inflación parece ser una herramienta eficaz para afrontar episodios de deflación, en caso de que se produzcan.

Los satisfactorios resultados de esta línea de investigación relativa a la capacidad de una política monetaria orientada hacia la estabilidad de evitar espirales deflacionistas se reafirman si se dejan de lado los estrechos límites del modelo simple en el que se basan estos resultados. Ciertamente, la descripción del canal de aplicación de la política monetaria que se utiliza en este modelo, según el cual la política monetaria sólo actúa sobre la economía influyendo en la sustitución intertemporal del gasto privado, es excesivamente simplificada y, en concreto, no tiene en cuenta la gran variedad de tipos de interés que caracteriza el funcionamiento de los mercados de renta fija y de crédito en las economías avanzadas. En la práctica existen importantes fricciones financieras en la economía, que se reflejan en los diferenciales de crédito y de liquidez observados en los mercados financieros. En consecuencia, la política monetaria también puede ejercer cierta influencia sobre la evolución económica tratando de influir en estos diferenciales. En cambio, en el modelo simple aludido anteriormente, la determinación de los precios de los valores a largo plazo se basa en el supuesto de que la teoría de las expectativas de la estructura temporal de los tipos de interés es válida, de forma que el único canal mediante el cual la política monetaria puede influir en los tipos de interés a largo plazo es comprometiéndose con una senda para el tipo de interés a corto plazo futuro.

En líneas generales, en este recuadro se respalda el argumento expresado en el texto principal de que un marco estratégico claro y una política de gestión de las expectativas basada en dicho marco pueden actuar de línea de defensa eficaz contra las trampas de las expectativas. El éxito de estas herramientas depende fundamentalmente de la credibilidad de su aplicación, precisamente porque funcionan influyendo en las expectativas del sector privado. Esto pone de manifiesto la importancia de la coherencia

4 Estos argumentos se recogen formalmente en G. B. Eggertsson y M. Woodford (2003), «The zero bound on interest rates and optimal monetary policy», *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 34, Issue 1, pp. 139-235, y K. Adam y R. M. Billi (2006), «Optimal monetary policy under commitment with a zero bound on nominal interest rates», *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38(7), pp. 1877-1905, por ejemplo.

y la eficacia de la comunicación del banco central. Se ha de subrayar, asimismo, que los bancos centrales pueden utilizar otras medidas de política monetaria, complementarias y que sirvan de refuerzo, para modificar las condiciones del crédito y respaldar la intermediación financiera, ya que los tipos de interés nominales a corto plazo pueden llegar a situarse en niveles muy reducidos ante la persistencia de riesgos a la baja para la estabilidad de precios⁵.

5 Véase D. Reifschneider y J. C. Williams (2000), «Three lessons for monetary policy in a low-inflation era», *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 17(4), pp. 145-166.

centrales nunca deben dejar de valorar que sus medidas de política monetaria tienen un efecto duradero para la formación de expectativas y, por tanto, para el comportamiento económico. La credibilidad del compromiso del Consejo de Gobierno para proporcionar estabilidad de precios mediante la aplicación de medidas de política coherentes y sistemáticas está fuertemente arraigada en la estrategia de política monetaria del BCE.

5 RETOS ASOCIADOS A LA GESTIÓN DE EXPECTATIVAS

LA UTILIZACIÓN DE LA COMUNICACIÓN EN LA GESTIÓN DE EXPECTATIVAS

Como ya se ha mencionado, la evidencia procedente de encuestas sobre las expectativas del sector privado, al igual que las predicciones efectuadas en los bancos centrales, sugieren que gran parte del proceso de aprendizaje tiene lugar en la economía y que las expectativas parecen ser bastante heterogéneas entre los distintos agentes. Ciertamente, las expectativas a corto plazo del sector privado que se apartan del objetivo del banco central con frecuencia se deben simplemente a la información imperfecta disponible sobre el estado actual de la economía. En este contexto se han hecho algunas reflexiones sobre el uso de la comunicación como medio para reforzar la gestión de las expectativas.

Existe una tensión intrínseca, que los bancos centrales no pueden ignorar, entre su capacidad para gestionar las expectativas del sector privado y proporcionar orientación a los profesionales de los

mercados, por un lado, y su necesidad de aprender de los mercados, por otro. En la medida en que un banco central es eficaz al influir en las acciones de los agentes económicos mediante la señalización de sus intenciones, los participantes individuales en los mercados pueden verse alentados a conceder una importancia relativamente mayor a los anuncios de los bancos centrales que a su propia información privada al tomar decisiones¹¹.

En consecuencia, el papel coordinador que puede desempeñar un banco central en el proceso de formación de expectativas debe utilizarse con cautela, ya que puede dar lugar a que se produzca un impacto desproporcionado de la opinión del banco central sobre el comportamiento económico. Por otra parte, si el banco central no reconoce que el valor informativo de las fuentes descentralizadas de valoración económica podría degradarse como resultado de su propio éxito en influir en las opiniones, unas expectativas de inflación ancladas podrían dar lugar a una sensación equivocada de tranquilidad. En ocasiones, esta complacencia podría enturbiar las señales de que se están formando expectativas poco razonables en algunos segmentos de la economía¹².

Para mejorar el mecanismo de formación de expectativas y minimizar cualquier desajuste que se produzca entre las expectativas del sector privado

11 Véanse, por ejemplo, S. Morris y H. S. Shin (2002), «Social value of public information», *American Economic Review*, Vol. 92, No 5, pp. 1521-1534, y S. Morris y H. S. Shin (2005), «Central bank transparency and the signal value of prices», *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 36, Issue 2, pp. 1-66.

12 Véase también C. Borio y P. Lowe (2002), «Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus», Working Paper n.º 114, BPI.

y las intenciones del banco central, se ha propuesto que los bancos centrales proporcionen a los participantes en el mercado indicaciones cuantitativas razonablemente precisas sobre la probable senda futura de los tipos de interés oficiales más allá del muy corto plazo. Aunque es cierto que estas líneas de comunicación pueden hacer que las expectativas de los mercados y las consideraciones del banco central converjan en el momento en el que realiza el anuncio, existe preocupación sobre la viabilidad y la conveniencia de anunciar una senda probable futura específica de los tipos de interés oficiales¹³.

En cuanto a la viabilidad de que el banco central defina una senda futura de la orientación de la política monetaria, se ha observado que los comités que intervienen en la toma de decisiones pueden afrontar limitaciones operativas de carácter vinculante al tener que llegar a un acuerdo sobre la senda completa de los tipos de interés oficiales futuros, especialmente si tratan también de generar un consenso sobre las perspectivas económicas y sobre los riesgos para la consecución de los objetivos de política monetaria. Por lo que respecta a la conveniencia de que el banco central realice anuncios de este tipo, se ha señalado asimismo que la incertidumbre existente en torno a las perturbaciones económicas y al comportamiento macroeconómico hace que resulte muy difícil definir de manera precisa y fiable la magnitud y el calendario de los ajustes futuros de la orientación de la política monetaria. Por tanto, existe el riesgo de que los mercados y el público no comprendan plenamente la condicionalidad de la senda futura de la política monetaria anunciada a partir de la información y las valoraciones disponibles en el momento de realizar el anuncio. Como consecuencia de estos posibles malentendidos, las desviaciones frecuentes de la orientación de la política monetaria con respecto a la que se comunicó pueden hacer peligrar la credibilidad del banco central, así como socavar la confianza del público en la capacidad de predicción del banco central o en su compromiso para cumplir las promesas hechas en el pasado.

En última instancia, las ventajas y los costes de comunicar los posibles tipos de interés oficiales

futuros dependerán de la estructura y la complejidad de la economía, de la naturaleza y del grado de incertidumbre que deban afrontar los responsables políticos, y del marco institucional del banco central. Los problemas potenciales asociados a anunciar una senda de los tipos de interés pueden superar fácilmente a las ventajas. El BCE ha adoptado un enfoque bastante pragmático y flexible en su marco estratégico claramente definido, centrandose sus actividades de comunicación en la valoración de la situación del momento y de las perspectivas macroeconómicas que realiza el Consejo de Gobierno. Esto ha proporcionado una orientación clara para que los participantes en el mercado formen expectativas sobre la inflación, y ha constituido una base para comprender y prever la respuesta probable de la política monetaria a perturbaciones o a nueva información. Los estudios disponibles respaldan la conclusión de que la transparencia real y percibida de las valoraciones de los responsables políticos sobre el estado de la economía refuerza la previsibilidad de la política monetaria¹⁴.

EXPECTATIVAS POCO RAZONABLES

La posibilidad de que se registren períodos prolongados de formaciones atípicas de precios en determinados segmentos de los mercados financieros plantea complejos desafíos para los bancos centrales.

Una corriente reciente de la literatura académica se ha centrado en el papel de las «expectativas poco razonables» sobre las oportunidades económicas futuras como una causa de fuertes fluctuaciones de los precios de los activos y de las condiciones económicas. Instintivamente, dado que los agentes económicos únicamente reciben señales imperfectas acerca, por ejemplo, de la evolución futura de la productividad, un exceso de optimismo sobre el progreso tecnológico futuro puede

13 Véase T. Blattner et al. (2008), «The predictability of monetary policy», Occasional Paper n.º 83, BCE.

14 Véase, por ejemplo, A. Weber (2008), «Communication, decision-making and the optimal degree of transparency of monetary policy committees», Discussion Paper n.º 02/2008, Deutsche Bundesbank.

conducir a fases en las que, previendo que se alcanzarán elevados beneficios en el futuro, los agentes acumulen capital con rapidez y los precios de los activos tiendan a aumentar. Cuando las expectativas no se cumplen se produce un brusco repliegue de la inversión, una corrección de los precios de los activos y, posiblemente, un drástico replanteamiento generalizado de las perspectivas económicas. Este fenómeno puede formalizarse en el contexto de modelos macroeconómicos estructurales bajo expectativas racionales, en los que se producen «*shocks* de información» acerca de variables económicas fundamentales que dan lugar a fluctuaciones agregadas¹⁵. Aunque la existencia de señales imperfectas en las que se sustentan las «expectativas poco razonables» no modifica la primacía de la estabilidad de precios como objetivo de la política monetaria, algunos estudios recientes han planteado la posibilidad de una orientación procíclica inadecuada de la política monetaria si el banco central no consigue mantener su perspectiva de medio plazo y se centra excesivamente en resistir las presiones desinflacionistas a corto plazo derivadas de noticias positivas por el lado de la oferta¹⁶.

Desde una perspectiva operativa, la comunidad de bancos centrales ha considerado durante mucho tiempo que puede ser inapropiado contrarrestar los principales efectos secundarios de estas oleadas de expectativas exageradas o «poco razonables», concretamente los desajustes en los precios de los activos. En líneas generales, la información sobre la evolución de los precios de los activos siempre se ha considerado esencial para que un banco central se forme una opinión sólida acerca de si estos precios se han desviado con respecto a sus determinantes fundamentales y en qué medida.

No obstante, la profundidad de la crisis financiera actual pone en tela de juicio si es acertado ignorar los desajustes en los precios de los activos en la instrumentación de la política monetaria. Aunque las actividades de comunicación de los bancos centrales pueden contribuir a frenar la evolución de los precios de los activos, la crisis financiera demuestra asimismo que el impacto de tales comunicaciones públicas es limitado si no existen me-

canismos estratégicos de refuerzo aparte de una orientación cuantitativa de la estabilidad de precios. A este respecto, la estrategia de dos pilares del BCE constituye un instrumento que contribuye a limitar la tendencia de la política monetaria a ser procíclica en épocas de bonanza económica. A través del vínculo existente entre la evolución de los precios de los activos y la dinámica monetaria y crediticia, el análisis monetario incorpora indirectamente la evolución de los precios de los activos en la instrumentación de la política. Al realizar un seguimiento constante de la evolución de los mercados de activos y contrastarla con la de los mercados de crédito y la de una serie de indicadores de liquidez, el BCE puede contribuir, en una fase temprana, a limitar la posibilidad de que sigan aumentando las expectativas poco razonables sobre los precios de los activos¹⁷.

Ciertamente, la aplicación de políticas macroeconómicas orientadas hacia la estabilidad en todo el mundo es una condición necesaria para lograr la estabilidad financiera a escala global. Por tanto, es fundamental trabajar para tratar de corregir los puntos débiles de la supervisión macroeconómica global. Abordar la naturaleza procíclica de las políticas macroeconómicas, así como desarrollar mecanismos de incentivos que amplíen el horizonte temporal en el que se centran los participantes en los mercados financieros, contribuiría a crear estabilizadores automáticos conducentes al equilibrio en el núcleo del sistema financiero.

LAS TRAMPAS DE LAS EXPECTATIVAS

Las «trampas de las expectativas» han sido objeto de estudio como una explicación teórica de las situaciones en las que los cambios en las creencias

15 Véase, por ejemplo, P. Beaudry y F. Portier (2004), «An exploration into Pigou's theory of cycles», *Journal of Monetary Economics*, Vol.51, pp. 1183-1216.

16 Véase L. Christiano, C. Ilut, R. Motto y M. Rostagno, (2008) «Monetary policy and stock market boom-bust cycles», Working Paper n.º 955, BCE.

17 Véanse el artículo titulado «Burbujas del precio de los activos y política monetaria», en el Boletín Mensual de abril del 2005, y C. Borio (2008), «The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations», Working Paper n.º 251, BPI.

del sector privado en torno al rumbo futuro de la inflación se validan a posteriori, produciéndose desviaciones considerables y prolongadas con respecto a la estabilidad de precios como consecuencia de interacciones distorsionadas entre los agentes económicos y la autoridad monetaria. Las trampas de las expectativas pueden conducir a unas tasas de inflación excesivamente elevadas o, más raramente, a episodios prolongados de deflación. En los veinte últimos años, los bancos centrales han desarrollado, a través de un largo y fructífero proceso de reformas institucionales, salvaguardias que han incorporado a sus marcos estratégicos, para evitar caer en trampas de expectativas.

Aunque la interpretación de muchos episodios de la historia económica en los que las expectativas de inflación han manifestado inestabilidad al alza o a la baja todavía está abierta, muy a menudo es evidente el papel desempeñado por regímenes de política monetaria mal enfocados al tolerar la emergencia y la persistencia de inestabilidad en las expectativas. La «gran inflación» de los años setenta en muchos países se considera paradigmática de una situación en la que la inestabilidad al alza de las expectativas de inflación a largo plazo complicó seriamente la instrumentación de la política monetaria y se tradujo en malos resultados macroeconómicos. La hipótesis de que la economía estadounidense cayó en una trampa de expectativas a finales de la década de los sesenta y principios de los setenta ha sido respaldada en varios trabajos de investigación¹⁸. En muchos de estos episodios, el doble mensaje al público en general fue bien que el banco central no estaba en posición de restablecer la estabilidad de precios, a menos que otros actores económicos hubieran actuado primero, o que el banco central podría haber recuperado el control de la dinámica de la inflación, pero los costes a corto plazo de hacerlo se consideraron demasiado elevados y adversos. En consecuencia, las causas de la gran inflación pueden retrotraerse a la falta de un marco institucional adecuado que podría haber neutralizado la percepción del público de que ninguna reacción de la política monetaria acabaría con los altos y persistentes niveles de inflación.

Es posible que la gran inflación se hubiera evitado

si se hubiesen aplicado políticas macroeconómicas alternativas. El hecho de que ni Alemania ni Suiza registraran la gran inflación en la misma medida que muchos otros países probablemente se deba a los diferentes enfoques adoptados en la gestión de la política macroeconómica, y pone de manifiesto las ventajas de un marco sólido de política, que incluye una determinación firme de resistir presiones inflacionistas¹⁹.

Las trampas de las expectativas también se han estudiado en un contexto de expectativas de deflación con unos tipos de interés nominales a corto plazo muy reducidos. La deflación es una caída de los precios que se autoperpetúa durante un período prolongado de tiempo y en la que la fuerte contracción de la demanda agregada se ve reforzada por expectativas arraigadas de nuevas bajadas de los precios y por el aplazamiento de los planes de gasto. El análisis de los muy raros episodios históricos en los que parecen haberse producido estas espirales a la baja y los progresos realizados en el ámbito de la teoría económica sugieren que la política monetaria ejerce una influencia considerable sobre la evolución económica y que puede evitar la aparición de una dinámica deflacionista, o poner fin a la misma si ésta se generase.

El principal instrumento de prevención es un marco de política monetaria orientado hacia el logro de una definición numérica de estabilidad de precios. En ninguno de los pocos episodios del pasado lejano en los que espirales deflacionistas representaron una amenaza para la estabilidad de la economía de mercado se percibió el banco central como guardián de la estabilidad de precios. En tales episodios, la formación de precios y salarios propagó y prolongó las perturbaciones originales que causaron efectos negativos sobre los precios, ya que sólo se buscó orientación acerca de las expectativas de precios y salarios en la evolución pasada de la inflación, en lugar de en las intencio-

18 Véase, en particular, L. Christiano y C. Gust (2000), «The expectations trap hypothesis», *Economic Perspectives*, Reserva Federal de Chicago, Vol. 25 (2), pp. 21-39.

19 A. Beyer, V. Gaspar, C. Gerberding y O. Issing (2009), «Opting out of the Great Inflation: German monetary policy after the breakdown of Bretton Woods», Working Paper n.º 1020, BCE.

nes del banco central. En cambio, un firme anclaje de las expectativas en la formación de precios y salarios puede romper este mecanismo de propagación potencialmente extraordinario y restablecer los factores conducentes al equilibrio en una fase temprana del proceso.

Los bancos centrales siguen siendo poderosos incluso cuando el ajuste de la política monetaria realizado a través de canales convencionales se agota. En primer lugar, la influencia de las medidas de política monetaria sobre la economía no puede resumirse en sus modificaciones de los tipos de interés a muy corto plazo. Más bien, los tipos de interés a plazos más largos son mucho más importantes para las decisiones de gasto y de inversión de los hogares y las empresas. El vínculo fundamental entre los tipos de interés oficiales y los tipos a largo plazo es la formación de expectativas por parte del sector privado, que pueden resultar influidas por un banco central comprometido con la estabilidad de precios. En segundo lugar, también pueden adoptarse medidas para influir en los diferenciales y en los flujos de crédito en un entorno de tipos de interés a corto plazo muy bajos. Por consiguiente, incluso en caso de que haya riesgos persistentes a la baja para la estabilidad de precios, la adopción de medidas contundentes, junto con un seguimiento claro de las expectativas, son fundamentales para reafirmar la determinación del banco central de mantener la estabilidad de precios.

En la zona del euro, la atribución de la política monetaria a un banco central independiente con el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios, la definición cuantitativa de estabilidad de precios y la orientación a medio plazo de la estrategia de política monetaria del BCE constituyen sólidos baluartes frente a la desestabilización de las expectativas de inflación. La credibilidad del banco central en lo que respecta a proporcionar estabilidad de precios a medio plazo es un activo muy valioso en épocas de turbulencias. En tiempos de crisis, el BCE actúa como un ancla de confianza, permitiendo que los agentes económicos realicen proyecciones para el futuro con la seguridad de que su poder adquisitivo se preservará.

6 CONCLUSIONES

Uno de las prácticas más importantes de los bancos centrales modernos es gestionar y realizar un seguimiento de las expectativas del sector privado. Los bancos centrales deben tener presente en todo momento el horizonte de medio plazo relevante para la política monetaria, teniendo en cuenta el efecto duradero de sus decisiones para las expectativas. Al sopesar sus medidas, las expectativas del sector privado tienen una importancia primordial, debido, entre otras cosas, a que tienen consecuencias para la evolución económica del momento y para el mecanismo de transmisión de la política monetaria. El mantenimiento de la estabilidad de precios en muchos países durante casi dos décadas tiene su origen, en parte, en el pleno reconocimiento del papel fundamental que desempeñan las expectativas en el comportamiento macroeconómico y en la instrumentación de la política monetaria.

El diseño de la estrategia de política monetaria del BCE se basó en el reconocimiento del papel de las expectativas como un factor determinante clave de los resultados macroeconómicos. La citada estrategia proporciona una definición cuantitativa de la estabilidad de precios, que actúa como punto de referencia de las expectativas a largo plazo del sector privado y tiene una clara orientación a medio plazo, evitando con ello un activismo excesivo y la introducción de volatilidad innecesaria en la economía real. La exhaustividad del análisis en el que se basan las decisiones del Consejo de Gobierno, que se sustenta en los dos pilares de la estrategia y se refleja en la comunicación detallada sobre cómo trata de alcanzar sistemáticamente su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios, permite la formación de expectativas coordinadas de una instrumentación previsible de la política monetaria por parte del público en general y los participantes en el mercado. Esto tiene implicaciones positivas de largo alcance para la evolución de las expectativas durante el ciclo y para que la política monetaria consiga mantener la estabilidad de precios.

El diseño de la política monetaria afronta retos extraordinarios. La crisis financiera actual pone en tela de juicio la pertinencia de ignorar expectativas poco razonables incorporadas en los precios de los activos, y puede que haga necesario reforzar los mecanismos estratégicos más allá de un objetivo cuantitativo de

estabilidad de precios. El BCE, principalmente mediante el análisis monetario de su estrategia de política monetaria, está bien situado para detectar la acumulación de desajustes en los precios de los activos en una fase temprana mientras la inflación observada y esperada se mantiene bajo control.

CINCO AÑOS EN LA UNIÓN EUROPEA

ARTÍCULOS

Cinco años en la
Unión Europea

Hace cinco años, el 1 de mayo de 2004, la Unión Europea (UE) dio la bienvenida a diez nuevos Estados miembros. El 1 de enero de 2007, otros dos países —Bulgaria y Rumanía— se incorporaron a la UE. Tras examinar algunos aspectos institucionales relacionados con la integración en la zona del euro, en el presente artículo se describen las principales características macroeconómicas y estructurales de estos doce países, poniendo en perspectiva la evolución de los acontecimientos desde su incorporación a la UE. Muchos de ellos han logrado avances significativos en lo que a «convergencia» se refiere, en distintos niveles, así como en el fortalecimiento de sus perspectivas de integración en la zona del euro. Cuatro de estos países —Chipre, Malta, Eslovenia y Eslovaquia— ya han adoptado el euro. El resto de países aún tienen que hacer frente a algunos desafíos importantes para lograr una convergencia sostenible con la zona del euro.

I INTRODUCCIÓN

Hace cinco años, el número de países miembros de la UE aumentó de 15 a 25 en la que fue la mayor ampliación desde su creación. La República Checa, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004. El 1 de enero de 2007, la ampliación más reciente de la Unión, que supuso la incorporación de Bulgaria y Rumanía, dio lugar a la composición actual¹. Tras su incorporación a la UE, estos doce países (en adelante, nuevos Estados miembros, o NEM) asumieron —en un estricto sentido legal del término— los mismos derechos y obligaciones que todos los demás Estados miembros, participando por lo tanto en la UEM a título de «Estados miembros acogidos a una excepción», lo que significa que se comprometen a prepararse para su ingreso en la zona del euro en las condiciones que establece el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea.

A raíz de su incorporación a la UE, los NEM han de considerar las políticas económicas como «un asunto de interés común» (artículo 99 del Tratado) y participar en los procedimientos de coordinación y supervisión de las políticas de la UE, en particular, los que se refieren a las disposiciones pertinentes del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y al procedimiento de déficit excesivo. Además, tras la incorporación, los bancos centrales de los NEM ingresaron en el Sistema Europeo de Bancos Centrales, y sus gobernadores se convirtieron en miembros del Consejo General del BCE.

Desde su incorporación a la UE en el 2004, cuatro

países —Chipre, Malta, Eslovenia y Eslovaquia— han cumplido los criterios de convergencia establecidos en el Tratado y han adoptado el euro en diferentes momentos. Por consiguiente, los bancos centrales nacionales de estos cuatro países han ingresado en el Eurosistema y sus gobernadores se han convertido en miembros del Consejo de Gobierno del BCE. Los ocho NEM restantes se encuentran todavía en el proceso de avanzar en la convergencia y prepararse para la adopción del euro.

En el presente artículo se revisan varias características institucionales y económicas relacionadas con la ampliación de la UE. En la sección siguiente se describen algunos aspectos institucionales relativos al proceso de integración de los NEM en la zona del euro. Por otra parte, en la sección 3, se describen las principales características macroeconómicas y estructurales de los doce países en cuestión y en la sección 4 se consideran con más detalle los principales desafíos a los que estos países habrán de enfrentarse probablemente, en distinto grado, durante el proceso de convergencia. Por último, en la sección 5, se presentan las conclusiones.

2 EL CAMINO HACIA EL EURO: TRES ETAPAS DISTINTAS

El progreso para la adopción del euro tras la incorporación a la UE debe considerarse como un proceso continuo que, desde el punto de vista institu-

¹ Véanse el artículo titulado «La economía de la UE tras la adhesión de los nuevos Estados miembros», en el Boletín Mensual de mayo de 2004, y el artículo titulado «La UE ampliada y las economías de la zona del euro», en el Boletín Mensual de enero del 2007.

cional, se divide en tres etapas principales: i) participación en la UEM acogiendo a una excepción; ii) participación en el mecanismo europeo de tipos de cambio (MTC II) y, iii) plena participación en la UEM y adopción del euro, una vez cumplidas ciertas condiciones económicas y jurídicas concretas.

En su calidad de «Estados miembros acogidos a una excepción», los NEM han de considerar su política cambiaria, que sigue siendo competencia de las autoridades nacionales, «como un asunto de interés común» (artículo 124 del Tratado). Cuando lo estimen oportuno, podrán incorporarse al MTC II de conformidad con un acuerdo común sobre la paridad central de su moneda frente al euro, con una banda de fluctuación estándar de $\pm 15\%$. El MTC II proporciona un marco de estabilidad que respalda el proceso de convergencia y facilita el anclaje de las monedas de los países participantes en la etapa previa a la adopción del euro. Sólo un período de participación en el MTC II suficientemente largo (el Tratado prevé una participación de dos años como mínimo previo a la evaluación de la convergencia), manteniendo la estabilidad de los tipos de cambio, permite determinar de forma fiable el funcionamiento de la economía en unas condiciones relativamente similares a las que habrán de darse tras la adopción del euro.

Dadas las diferencias en el estado de la convergencia económica y otras circunstancias propias de cada país, es natural que los países sigan trayectorias de convergencia diferentes.

En los últimos cinco años, siete de los doce NEM se han incorporado al MTC II. El 28 de junio de 2004, se incorporaron al mecanismo la corona estonia, la litas lituana y el tolar esloveno. En el caso de Estonia y Lituania, se acordó entonces que sus monedas podrían incorporarse sin renunciar a sus respectivos regímenes de *currency board* en vigor, como compromiso unilateral, de forma que no se impusieran obligaciones adicionales al BCE. El 2 de mayo de 2005, se incorporaron al MTC II la libra chipriota, el lats letón y la lira maltesa. Por una parte, las autoridades de Malta manifestaron su intención de mantener el tipo de cambio de su mone-

da en la paridad central como compromiso unilateral, y, por otra, las autoridades de Letonia declararon que mantendrían el tipo de cambio del lats letón en la paridad central con una banda de fluctuación de $\pm 1\%$ como compromiso unilateral. Finalmente, el 28 de noviembre de 2005, se incorporó al MTC II la corona eslovaca. En cada caso, el acuerdo sobre la participación de estas monedas en el MTC II se basó en el firme compromiso, por parte de las respectivas autoridades nacionales, de aplicar medidas de política encaminadas a mantener la estabilidad macroeconómica y garantizar la sostenibilidad del proceso de convergencia.

Una vez transcurrido el período mínimo de dos años de participación en el MTC, el país puede, en principio, adoptar el euro si ha alcanzado un alto grado de convergencia sostenible, que se valora con el cumplimiento de los criterios de convergencia enumerados en el Tratado. Dichos criterios se refieren, en particular, a la evolución de la inflación, los tipos de interés a largo plazo, la estabilidad del tipo de cambio y la situación de las finanzas públicas en términos de déficit público y deuda. Basándose en estos criterios, la Comisión Europea y el BCE examinan el grado de convergencia sostenible alcanzado por cada Estado miembro. Además, analizan la compatibilidad de las respectivas legislaciones nacionales, incluidos los estatutos del banco central, con las disposiciones del Tratado y los Estatutos del SEBC. Teniendo en cuenta estas evaluaciones, el Consejo decide, por mayoría cualificada y en base a una recomendación propuesta por la Comisión, previa consulta al Parlamento Europeo y deliberación en el Consejo integrado por los Jefes de Estado y/o de Gobierno, si se deroga o no la excepción a la que se acoge el Estado miembro en cuestión.

De conformidad con los procedimientos establecidos en el Tratado, Eslovenia fue el primer NEM en cumplir los requisitos para la adopción del euro y, el 1 de enero de 2007, se convertía en el Estado miembro número trece de la zona del euro. De la misma manera, tras una evaluación positiva para determinar si la convergencia era sostenible, Chipre y Malta se incorporaron a la zona un año más tarde. El último país que se ha incorporado a la zona del euro ha sido Eslovaquia, que adoptó la moneda única el 1 de enero de 2009.

3 CONVERGENCIA E INTEGRACIÓN²

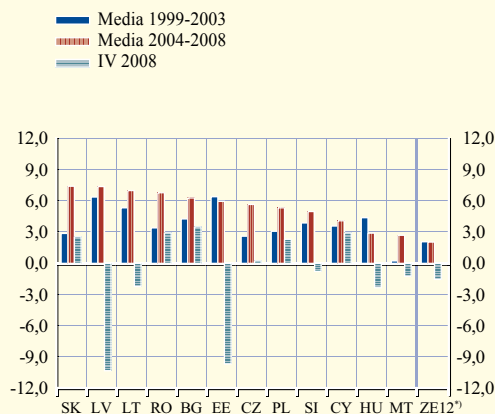
3.1 ESTRUCTURA DE CRECIMIENTO Y RENTA PER CÁPITA

En el momento de la adhesión a la UE, todos los NEM habían progresado notablemente en la estabilidad macroeconómica y habían adoptado ya una amplia gama de reformas estructurales para estimular el crecimiento. Después de incorporarse a la Unión, la mayoría de los NEM siguieron registrando una robusta expansión económica, que había sido estimulada, en parte, por la perspectiva de la incorporación. Ello, unido al alto grado de integración comercial y financiera dentro de la UE y a los niveles de PIB per cápita relativamente reducidos de la mayoría de los NEM, facilitó abundantes entradas de capital, atraídas por las expectativas de obtener elevados rendimientos. Las expectativas de un rápido crecimiento de los niveles de renta y de riqueza, apoyados en un continuo aumento de la productividad y un notable estrechamiento de las condiciones en los mercados de trabajo también alentaron el endeudamiento de los hogares para financiar el gasto en consumo. Además, el crecimiento del producto en los NEM se vio favorecido por el entorno exterior, tanto por el dinamismo de la demanda externa como por las favorables condiciones financieras para la obtención de financiación externa. Asimismo, los NEM recibieron un volumen sustancial de fondos estructurales de la UE. Por consiguiente, tras la incorporación a la UE, se aceleró notablemente el crecimiento del producto en casi todos estos países (véase gráfico 1). La principal excepción fue Hungría, en donde las tasas de crecimiento del PIB se redujeron de hecho, como resultado de los costes de ajuste que el país tuvo que pagar por las políticas fiscales excesivamente laxas aplicadas en la primera mitad de esta década.

Sin embargo, a lo largo del 2008, esta tendencia de rápida expansión económica en los NEM llegó a su fin en el contexto de la crisis financiera mundial, que exacerbó la desaceleración cíclica de la economía que ya estaba teniendo lugar en muchos de esos países. La desaceleración del crecimiento fue especialmente severa en los países que habían

Gráfico 1 Crecimiento del PIB real

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los NEM aparecen ordenados en función de la tasa de crecimiento del PIB durante el periodo 2004-2008, comenzando por la tasa más alta.

*) El agregado de la zona del euro (ZE) comprende los 12 Estados miembros de la UE que habían adoptado la moneda única antes del 2004.

registrado anteriormente las tasas de crecimiento más elevadas, sobre todo los Estados bálticos, en los que se produjo una acusada contracción del producto. En el resto de los países, el crecimiento del producto también se redujo notablemente a lo largo del 2008.

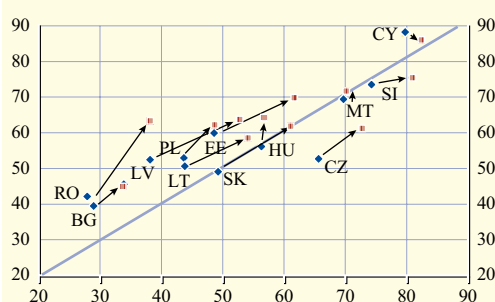
El crecimiento relativamente robusto registrado en los NEM en los últimos años ha contribuido, en general, a una convergencia de la renta per cápita hacia los niveles de la zona del euro. No obstante, se observan diferencias significativas entre unos países y otros. La convergencia con respecto a la zona del euro fue más pronunciada en los tres Estados bálticos, Rumanía y Eslovaquia, cuya renta per cápita se incrementó en diez o más puntos porcentuales desde el 2004. Por el contrario, en Chipre, Hungría y Malta, la convergencia real prácticamente no ha avanzado desde su incorporación a la UE. En general, en el 2008, los niveles de PIB per cápita en los NEM se han mantenido muy por debajo de los observados en la zona del euro, oscilando entre alrededor de un 34% de la media de la

2 La fecha de cierre de los datos incluidos en el presente artículo es el 14 de abril de 2009.

Gráfico 2 PIB per cápita y niveles de precios

Eje de abscisas: PIB per cápita en PPA (ZE12 = 100)
Eje de ordenadas: niveles de precios comparativos (ZE12 = 100)

◆ 2003
■ 2007



Fuente: Eurostat.
Nota: PPA significa paridad del poder adquisitivo.

zona en Bulgaria y más del 80% en el caso de Chipre y Eslovenia (véase gráfico 2).

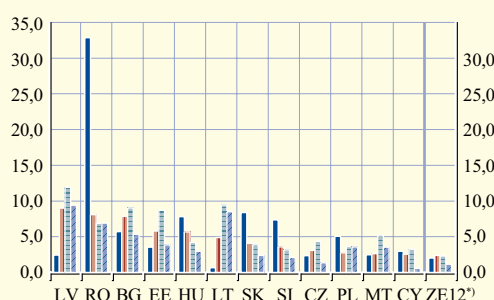
3.2 EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN

Con la excepción de Rumanía, la inflación había descendido hasta niveles de un solo dígito en todos los NEM en el momento de su incorporación a la UE (véase gráfico 3), aunque siguió siendo relativamente elevada en algunos países (por ejemplo, Hungría, Eslovaquia y Eslovenia). A esta evolución contribuyeron favorablemente la mejora de las instituciones, incluida la independencia del banco central, y la aplicación de políticas macroeconómicas más orientadas a la estabilidad. La moderación general del aumento de los precios de la energía y los alimentos en los años 2003 y 2004 fue un factor importante que contribuyó al proceso de desinflación en la mayoría de los NEM, dada la elevada ponderación de estos dos componentes en la cesta de consumo de estos países (en promedio, alrededor del 43% del total). Además, la mayor liberalización de los mercados de productos y de trabajo, la intensa competencia —especialmente de las economías emergentes de Asia— y el impacto general de la globalización

Gráfico 3 Índice armonizado de precios de consumo

(tasas de variación interanual)

— Media 1999-2003
- - - Media 2004-2008
— IV 2008
▨ Febrero 2009



Fuente: Eurostat.
Nota: Los NEM aparecen ordenados en función de la tasa media de inflación registrada durante el periodo 2004-2008, comenzando por la tasa más alta.
*) El agregado de la zona del euro (ZE) comprende los 12 Estados miembros de la UE que habían adoptado la moneda única antes del 2004.

también contribuyeron a contener la inflación en muchos NEM. En algunos países con tipos de cambio flexibles, la apreciación de la moneda también moderó, en parte, las subidas de los precios, especialmente en la República Checa, Rumanía y Eslovaquia. Al mismo tiempo, la liberalización gradual de los precios administrados y los cambios en los impuestos indirectos introducidos tras la incorporación a la UE fueron factores que contribuyeron a la inflación (y a la volatilidad de la inflación) en muchos NEM. En conjunto, la inflación interanual medida por el IAPC siguió siendo bastante moderada en el 2005 y el 2006 en la mayoría de los países. Sin embargo, el sólido crecimiento del producto y, en algunos casos, la aplicación de unas políticas fiscales insuficientemente restrictivas, vinieron acompañados de señales cada vez más evidentes, hacia finales del 2006, de que el proceso de desinflación había llegado a su fin en varios NEM.

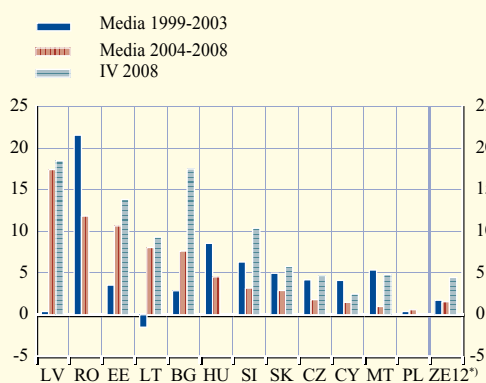
De hecho, a mediados del 2007, la mayoría de los NEM registraban ya fuertes presiones inflacionistas que, en algunos países (por ejemplo, los Estados bálticos y Bulgaria) se manifestaron en tasas de inflación de dos dígitos. Esta evolución puede

atribuirse a factores tanto internos como externos. Entre los primeros, la fortaleza de la demanda interna, respaldada por el sólido crecimiento de la renta disponible, la gran afluencia de inversión directa extranjera y, de forma importante, factores monetarios como los bajos tipos de interés reales y el dinámico crecimiento del crédito contribuyeron a estas presiones. Además, el rápido estrechamiento del mercado de trabajo, debido a la emigración de trabajadores a otros países de la UE, contribuyó a que los salarios aumentasen rápidamente, con frecuencia muy por encima del crecimiento de la productividad del trabajo, lo que dio lugar a un fuerte incremento de los costes laborales unitarios, especialmente en las economías con tasas de crecimiento más altas (véase gráfico 4). En esas circunstancias, las restricciones de la capacidad productiva y las señales de recalentamiento hicieron su aparición en muchos países, sobre todo en los Estados bálticos, Bulgaria y Rumanía. En cuanto a los factores externos, el rápido aumento de los precios de los alimentos y la energía desde mediados del 2007 fue un importante factor determinante. En general, la inflación medida por el IAPC siguió una trayectoria prácticamente ascendente hasta mediados del 2008. A partir de entonces, la acusada caída de los precios de las materias primas, el deterioro de las perspectivas de la economía mundial y el significativo ajuste del producto en muchos NEM favorecieron un descenso de la inflación medida por el IAPC. A principios del 2009, en todos los NEM, salvo Chipre, la inflación, medida por el IAPC, se mantenía por encima —y, en algunos casos, muy por encima— de la media de la zona del euro.

Para entender plenamente la evolución de la inflación en los NEM en relación con la zona del euro, también es importante considerar las diferencias en los niveles de precios. La creciente integración de los mercados en la zona del euro y el proceso de convergencia de la renta real deberían traer consigo —a través del arbitraje en los mercados de bienes y la gradual reducción de los diferenciales de productividad— la convergencia de los niveles de precios de una gama relativamente amplia de bienes de idénticas características. Este proceso de convergencia puede dar origen a la

Gráfico 4 Costes laborales unitarios

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los NEM aparecen ordenados en función de la tasa media de crecimiento de los costes laborales unitarios registrada durante el periodo 2004-2008, comenzando por la tasa más alta. No se dispone de datos trimestrales para Hungría, Polonia ni Rumanía.

*) El agregado de la zona del euro (ZE) comprende los 12 Estados miembros de la UE que habían adoptado la moneda única antes del 2004.

persistencia de diferenciales de inflación entre los NEM y la zona del euro y debe tenerse en cuenta a la hora de diseñar las políticas monetarias y cambiarias para el proceso de convergencia y decidir el momento apropiado para la adopción del euro. Pese a algunas limitaciones en cuanto a los datos, las diferencias en los niveles de precios entre la zona del euro y los NEM son, en general, bastante considerables, observándose diferencias significativas entre los distintos países de este último grupo. En el 2007, los diferenciales de precios oscilaban entre el 86% de la media de la zona del euro en el caso de Chipre y el 45% de Bulgaria (véase gráfico 2). Estos diferenciales tienden a aumentar cuanto mayor sea la brecha de la renta per cápita entre los NEM y la zona del euro. Además, el gráfico 2 sugiere que, en el 2007, el proceso de convergencia se hallaba más avanzado en el caso de los niveles de precios que en el de la renta per cápita en todos los NEM, con la notable excepción de la República Checa y, en menor medida, de Eslovenia.

En general, parece que una mayor convergencia real con la zona del euro traerá consigo aumentos significativos de los niveles de precios en los NEM.

Esta convergencia entrañará una notable apreciación del tipo de cambio real de las monedas de esos países frente al euro. Ello significa que las autoridades monetarias de los países en cuestión tendrán que tomar una decisión importante en materia de políticas para alcanzar el equilibrio apropiado entre la apreciación del tipo de cambio nominal y los diferenciales de inflación positivos frente a la zona del euro. Este equilibrio podría variar con el tiempo en función de las características específicas de cada país en su trayectoria hacia la adopción del euro. No obstante, en general, y en consonancia con el Tratado, el mantenimiento de la estabilidad de precios ha de ser la piedra angular en la que debe apoyarse el diseño de la estrategia de política monetaria. En la medida en que las expectativas de inflación estén ancladas, la estabilidad de precios contribuye a la convergencia sostenible de los salarios nominales y, por ende, a mantener la competitividad a medio plazo y a limitar los riesgos de una excesiva volatilidad del producto y de los precios de los activos.

3.3 EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE TRABAJO

El sólido crecimiento registrado en los años anteriores y posteriores a la ampliación de la UE contribuyó al notable aumento de la demanda de trabajo en

la mayoría de los NEM. Como consecuencia, el desempleo se ha reducido significativamente en esos países a partir del 2004, incluido también el desempleo juvenil. Con la excepción de Eslovaquia, las tasas de paro se situaban por debajo del nivel de la zona del euro en el 2008 (véase cuadro 1). Esta caída del paro refleja, principalmente, un robusto crecimiento del empleo. Las tasas de ocupación han aumentado en los NEM desde el 2004 salvo en Hungría, en donde se ha registrado un estancamiento en los últimos años. A pesar de esta mejora, las tasas de ocupación se mantuvieron por debajo de los niveles de la zona del euro en el 2008, excepto en la República Checa, Estonia, Chipre, Letonia y Eslovenia.

La evolución de las tasas de actividad en el mercado de trabajo ha sido más heterogénea entre los NEM. Si bien la tasa de actividad ha aumentado en la mayoría de los NEM desde el 2004, se ha reducido ligeramente en la República Checa, Lituania, Polonia y Eslovaquia. Aunque las tasas de actividad de Estonia, Chipre, Letonia y Eslovenia eran superiores a la de la zona del euro en el 2008, algunos NEM (por ejemplo, Hungría, Malta, Polonia y Rumanía) aún registraban tasas de actividad notablemente inferiores al nivel de la zona del euro.

Cuadro 1 Indicadores del mercado de trabajo

(porcentaje)

	Tasa de paro			Tasa de ocupación ¹⁾			Tasa de participación ²⁾		
	1999	2004	2008	1999	2004	2008	1999	2004	2008
Bulgaria	13,3 ³⁾	9,8	4,8	50,4 ³⁾	54,2	63,8	60,7 ³⁾	61,8	67,8
República Checa	6,2	6,4	3,7	65,6	64,2	66,5	72,0	70,0	69,6
Estonia	9,3	7,5	3,6	61,8	63,0	69,9	70,0	70,0	73,5
Chipre	5,1 ³⁾	4,8	3,9	63,7	69,1	70,8	63,7	72,6	73,6
Letonia	11,2	8,4	5,4	58,6	62,3	69,4	68,4	69,7	74,5
Lituania	11,5	9,5	3,9	61,4	61,2	64,5	72,2	69,1	68,0
Hungría	5,1	4,8	6,3	55,6	56,8	56,6	59,8	60,5	61,4
Malta	6,4	7,2	6,0	54,5 ³⁾	54,0	55,3	58,2 ³⁾	58,2	58,8
Polonia	9,2	14,2	5,5	57,5	51,7	59,0	65,8	64,0	63,7
Rumanía	4,7	5,7	4,2	63,2	57,7	59,3	68,4	63,0	63,2
Eslovenia	7,6	6,5	4,5	62,2	65,3	68,5	67,3	69,8	71,7
Eslovaquia	16,4	18,3	9,8	58,1	57,0	62,0	69,5	69,7	68,8
Zona euro ^{12 3)}	10,4	9,2	7,4	60,2	62,9	66,2	67,1	69,2	71,5

Fuente: Eurostat.

1) La tasa de ocupación se define como el porcentaje de personas empleadas sobre el total de la población activa (población en edad de trabajar, que trabaja efectivamente o busca empleo).

2) La tasa de participación se define como el cociente entre la suma de personas empleadas y desempleadas y el total de la población activa.

3) El agregado de la zona del euro comprende los 12 Estados miembros que habían adoptado la moneda única antes del 2004.

*) Corresponde al año 2000.

Además de las tasas de actividad relativamente bajas registradas en algunos países, la alta incidencia del desempleo de larga duración y las significativas disparidades regionales en las tasas de desempleo sugieren que, en varios NEM, persisten los desajustes y las rigideces estructurales en el mercado laboral.

Como resultado de muchos años de sólido crecimiento, un gran número de NEM han experimentado una notable escasez de mano de obra, que ha sido especialmente significativa en algunos sectores, como la construcción, que ha registrado un auge de la demanda. La escasez de mano de obra asociada a cada sector se ha visto exacerbada por una considerable emigración en varios países³. Según datos de Eurostat⁴, especialmente Bulgaria y Rumanía y, en menor medida, Letonia, Lituania y Polonia han registrado significativas salidas netas de mano de obra en relación con la población total. Es interesante señalar que las salidas netas de trabajadores parecen haber sido mucho más significativas en los cinco años anteriores al 2004 que a partir de entonces. Además, algunos NEM han registrado, de hecho, entradas de trabajadores a partir de ese año. Chipre, en particular, ha atraído un gran número de trabajadores y, aunque en mucha menor escala, también la República Checa, Malta, Hungría, Eslovenia y Eslovaquia registraron flujos netos positivos de migración en el período comprendido entre los años 2004 y 2007. Esto indica que la incorporación a la UE aumentó el atractivo de los NEM como lugares de trabajo.

La afluencia de mano de obra (tanto a algunos de los NEM como a varios de los antiguos Estados miembros) durante los años de expansión económica ayudó a aliviar los desajustes del mercado de trabajo y a reducir las presiones salariales. Al mismo tiempo, las salidas de trabajadores en varios NEM contribuyeron a la escasez de mano de obra en sectores concretos, así como a las presiones salariales e inflacionistas. No obstante, las migraciones también han tenido efectos beneficiosos para estos países. Por ejemplo, en algunos NEM (especialmente en Rumanía), las remesas de los trabajadores han sido una importante fuente

de financiación. A largo plazo, el equilibrio entre los efectos positivos y los negativos para los países que registran salidas netas de trabajadores depende, principalmente, de que la migración sea básicamente transitoria o permanente. El retorno de los emigrantes puede impulsar el crecimiento económico en la medida en que aporta el capital, los conocimientos y las nuevas ideas adquiridos en el exterior, lo cual puede compensar las pérdidas iniciales de capital humano causadas por la emigración de una parte de la población activa juvenil.

En algunos países, aún persisten las restricciones a la movilidad de la mano de obra desde los NEM a los otros Estados miembros de la UE, contrariamente a lo que establece uno de los principios fundamentales de la Unión: la libre circulación de trabajadores. Estas restricciones podrían afectar negativamente al uso eficiente de los recursos en una era de cambios demográficos y globalización, y dificultar el funcionamiento de un importante mecanismo de ajuste dentro de la zona del euro.

3.4 FINANZAS PÚBLICAS

Las finanzas públicas de los NEM presentaron considerables diferencias, tanto en lo relativo a la situación presupuestaria inicial en el 2004, como a la evolución presupuestaria. Por lo que respecta a los saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas, en el 2004 sólo Bulgaria y Estonia habían logrado el equilibrio o superávit, mientras que el resto de los NEM registraban déficit presupuestarios (véase cuadro 2). En la República Checa, Chipre, Hungría, Malta y Polonia estos déficits eran iguales o superiores al valor de referencia del 3% del PIB. Hungría re-

3 Véase F. Heinz y M. Ward-Warmedinger (2006), «Cross-border labour mobility within an enlarged EU», Occasional Paper n.º 52 del BCE.

4 La medición de los flujos transfronterizos de trabajadores se asocia con un alto grado de incertidumbre y, por lo tanto, los datos disponibles sólo pueden ofrecer una idea aproximada de los movimientos efectivamente registrados. Además, la posibilidad de comparar los datos de los diferentes países se complica por el hecho de que no existe una definición estadística comúnmente acordada de lo que se entiende por migración.

CUADRO 2 Situación presupuestaria de las Administraciones Públicas

(porcentaje del PIB)

	Saldo presupuestario				Deuda bruta		
	Media 1999 – 2003	2004	2006	2008	Media 1999 – 2003	2004	2008
Bulgaria	-0,2	1,6	3,0	3,2	64,1	37,9	13,8
República Checa	-5,3	-3,0	-2,7	-1,2	23,7	30,4	27,9
Estonia	-0,4	1,7	2,9	-2,0	5,4	5,0	4,3
Chipre	-4,0	-4,1	-1,2	1,0	62,3	70,2	48,1
Letonia	-2,5	-1,0	-0,2	-3,5	13,4	14,9	16,0
Lituania	-2,6	-1,5	-0,4	-2,9	22,6	19,4	17,1
Hungría	-5,7	-6,4	-9,3	-3,3	55,9	59,4	71,9
Malta	-7,1	-4,7	-2,3	-3,5	60,9	72,1	63,3
Polonia	-4,3	-5,7	-3,8	-2,5	40,7	45,7	45,5
Rumania	-3,2	-1,2	-2,2	-5,2	23,9	18,7	15,2
Eslovenia	-3,0	-2,2	-1,2	-0,9	26,8	27,2	22,1
Eslovaquia	-7,4	-2,3	-3,5	-2,2	46,6	41,4	28,6
Zona euro ¹²⁾	-1,9	-2,9	-1,3	-1,7	68,5	69,5	68,7

Fuente: Comisión Europea, Previsiones Intermedias, enero del 2009.

1) El agregado de la zona del euro comprende los 12 Estados miembros que habían adoptado la moneda única antes del 2004.

gistró el mayor déficit público en el 2004, con un 6,4% del PIB, y lo aumentó incluso más, hasta el 9,3%, en el 2006. En el 2007, los saldos presupuestarios mejoraron en todos los países en comparación con el 2004, no sólo como consecuencia de las medidas de saneamiento de las finanzas públicas, sino también como resultado del favorable entorno económico⁵. No obstante, la rápida desaceleración económica registrada en el 2008 mostró que varios países no habían logrado aprovechar suficientemente la favorable situación para crear superávit presupuestarios y se adentraron en un período menos favorable careciendo de margen de maniobra en este terreno. Algunos países registraron en el 2008 un acusado deterioro del saldo presupuestario, como consecuencia de las políticas laxas aplicadas y del impacto del ciclo económico.

Por lo que respecta a la deuda pública bruta, las grandes diferencias que existían entre unos países y otros en el 2004 persisten todavía. En el 2004, Chipre, Hungría y Malta registraban elevadas ratios de deuda, iguales o superiores al valor de referencia del 60% del PIB, mientras que en los Estados bálticos y Rumanía se situaban en niveles bajos, inferiores al 20% del PIB. En los cinco últimos años, debido principalmente al sólido crecimiento registrado, las ratios de deuda con respecto al PIB se redujeron en la mayoría

de los NEM. Sólo en Hungría y Letonia aumentó dicha ratio durante este período (en 12,5 puntos porcentuales y en torno a un punto porcentual, respectivamente). El total de deuda pública de la República Checa, Letonia, Hungría y Rumanía registraba en el 2007 porcentajes relativamente elevados de deuda a corto plazo (es decir, deuda con vencimiento hasta un año) y, por lo tanto, estos países corrían un mayor riesgo ante un posible descenso de la afluencia de capitales. Al mismo tiempo, algunos países presentaban porcentajes relativamente elevados de deuda denominada en moneda extranjera (principalmente en euros), lo que los hacía vulnerables a una potencial devaluación de sus monedas⁶.

En un entorno económico caracterizado por una fuerte dinámica de «convergencia», las políticas fiscales han de orientarse, en particular, a respaldar un crecimiento sostenible y contener las presiones inflacionistas. En un contexto de volúmenes reducidos de capital público y grandes necesidades de inversión, por ejemplo en infraestructura y educación, muchos países trataron de modificar sus es-

5 A finales del 2008, Hungría era el único país sujeto a una decisión del Consejo de la UE sobre la existencia de un déficit excesivo. En otros NEM, ya se habían derogado los procedimientos de déficit excesivo (en el caso de Chipre y Malta en el 2007, y en lo que se refiere a la República Checa, Polonia y Eslovaquia, a mediados del 2008).

6 Véase el Informe de Convergencia del BCE de mayo del 2008.

estructuras de gasto público encauzándolas hacia categorías que estimulan la productividad, elevando, por ende, las ratios de gasto de capital con respecto al PIB. Esta tendencia se vio favorecida por el notable volumen de fondos disponibles en el marco de la política de cohesión de la UE, siendo las asignaciones, en promedio, más del 2% del PIB de esos países en el 2007 y el 2008⁷.

Al mismo tiempo, varios NEM trataron de elevar el crecimiento potencial reformando sus sistemas tributarios y de prestaciones, lo que supuso reducir la carga fiscal sobre el factor trabajo para aumentar los incentivos al empleo legal y, por ende, reducir el trabajo en la economía sumergida e incrementar la oferta de mano de obra. Varios países simplificaron sus sistemas impositivos sobre la renta, con frecuencia introduciendo sistemas de tipo impositivo único y ampliando la base impositiva⁸. Algunos reformaron el sistema de seguridad social, principalmente en materia de pensiones de jubilación y atención sanitaria. A finales del 2008, en la mayoría de los NEM (Bulgaria, los Estados bálticos, Hungría, Polonia, Rumanía y Eslovaquia) el sistema de pensiones incluía pilares de capitalización obligatorios. No obstante, habida cuenta del envejecimiento de la población, la mayor parte de los NEM prevé en los próximos años un aumento del gasto público total por este motivo, lo que plantea un reto para la viabilidad a largo plazo de los actuales sistemas de pensiones⁹.

En general, en vista del fuerte crecimiento del PIB real y del aumento de la inflación en muchos países, se ha puesto de manifiesto que, con frecuencia, las políticas fiscales no han sido suficientemente restrictivas para frenar la aparición de desequilibrios macroeconómicos. En muchos países, los salarios públicos han aumentado a un ritmo notablemente más rápido que la productividad. Además, en lo que al marco presupuestario se refiere, el comportamiento del gasto público durante el año indica deficiencias en la ejecución presupuestaria. Los ingresos extraordinarios o los recursos sobrantes en otras rúbricas tienden a gastarse a finales de año, lo que crea una tendencia al gasto procíclico y el riesgo de asignar de forma

ineficiente unos recursos públicos escasos. Análogamente, la acumulación de reservas que pueden gastarse sin previa aprobación parlamentaria también aumenta el riesgo de se adopten políticas fiscales procíclicas.

A finales del 2008, Hungría y Letonia recibieron asistencia financiera, entre otras fuentes, del FMI y de la UE, dado que tenían cada vez más dificultades para cubrir sus necesidades de financiación externa. En marzo del 2009, el gobierno de Rumanía anunció también que el país necesitaba asistencia financiera internacional. A finales de ese mes, las autoridades rumanas habían alcanzado un acuerdo con los funcionarios del FMI, en el contexto de un programa de asistencia financiera coordinada, en el que participan la UE y otras instituciones financieras multilaterales. El hecho de que las políticas fiscales no lograran convencer a los inversores respecto a su capacidad para frenar los desequilibrios macroeconómicos y financieros (en el caso de Letonia y Rumanía) o para garantizar la viabilidad a largo plazo de las finanzas públicas (en el caso de Hungría) contribuyó a que la situación evolucionara en este sentido.

3.5 EVOLUCIÓN DEL COMERCIO E INTEGRACIÓN

Desde el año 2004, el comercio en los NEM ha registrado una considerable expansión y la mayoría de estos países han aumentado significativamente su cuota de mercado en las exportaciones mundiales. Sin embargo, a pesar del buen comportamiento de las exportaciones, el dinamismo de la demanda interna ha contribuido a la existencia de

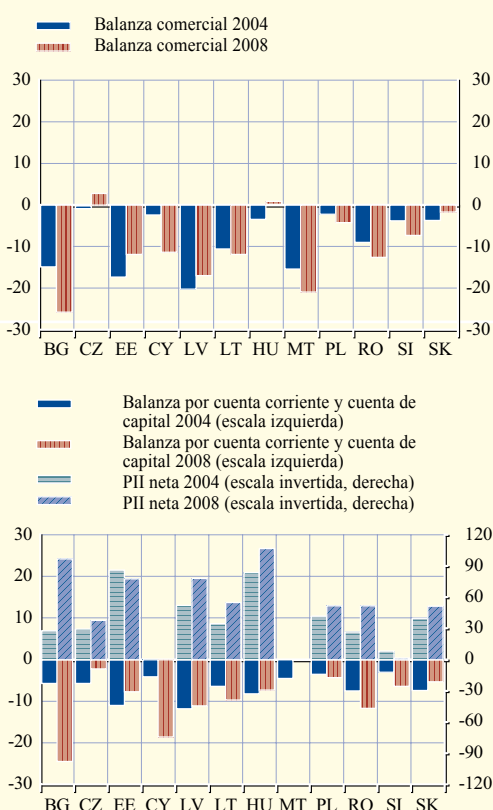
7 Excluidos Chipre y Malta. Las asignaciones de fondos de la UE difieren de los pagos efectivamente realizados y tienden a aumentar hacia el final del período planificado debido a «problemas iniciales» al comienzo del período. Véanse más detalles, por ejemplo, en C. Kamps, N. Leiner-Killinger y R. Martin (2009) «The cyclical impact of EU cohesion policy on fast growing EU countries», *Inter-economics*, vol.1.

8 Véase el recuadro titulado «Impuestos lineales en Europa Central y Oriental», en el Boletín Mensual de septiembre del 2007.

9 Comité de Política Económica y Comisión Europea (2006), «The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)».

Gráfico 5 Balanza de pagos y posición exterior

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: No se dispone de datos de la balanza por cuenta corriente del 2008 para Malta. Los datos de la PII neta corresponden a septiembre del 2008 para todos los países, con la excepción de Chipre y Malta, para los que no hay datos disponibles.

cuantiosos déficit comerciales en los NEM en los cinco últimos años, especialmente en países con regímenes de tipo de cambio fijo (véase gráfico 5). El desarrollo de la crisis financiera y la contracción del crecimiento se tradujeron, entre tanto, en reversiones parciales de la dinámica de las importaciones, lo que contribuyó a la reducción de los déficit comerciales a lo largo del 2008 en muchos NEM, especialmente en los Estados bálticos.

Por lo que respecta a la estructura por productos de las exportaciones, los bienes siguen dominando con diferencia sobre los servicios en la gran mayoría de los países, a pesar de que se observa

cierta heterogeneidad. Algunas economías, como la República Checa, Lituania y Eslovaquia han tendido a incrementar en mayor medida la participación de los bienes en sus exportaciones, mientras que otras han registrado una mayor expansión de los servicios. Esta última tendencia fue visible en Rumanía y, en mayor medida, en Malta, países en los que las exportaciones de servicios sobrepasaron a las exportaciones de bienes en el 2008.

Las estructuras de especialización del comercio también han variado en los cinco últimos años, con una evolución diferenciada entre unos países y otros. Con la excepción de Bulgaria y Lituania, dicha especialización, medida por el Índice Herfindahl¹⁰, ha tendido a reducirse ligeramente en los NEM. Eslovenia destaca por ser el país cuyas exportaciones se concentran notablemente en un pequeño número de sectores, aunque la base de exportaciones también parece haberse diversificado más en los últimos años. Otros países con niveles relativamente altos de especialización son Chipre, Lituania y Eslovaquia.

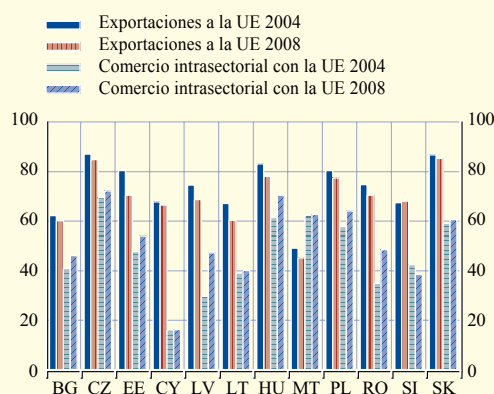
Por lo que respecta a la distribución geográfica, en los cinco últimos años, la composición de las exportaciones de los NEM se ha reorientado en mayor medida hacia mercados no pertenecientes a la zona del euro¹¹, tanto de dentro como de fuera de la UE. Concretamente, en la mayoría de los países ha aumentado la proporción de las exportaciones totales que se dirige a otros NEM. Para muchas economías, la importancia de los mercados de exportación de fuera de la UE también ha aumentado considerablemente. A pesar de esta tendencia, en la gran mayoría de los NEM siguen predominando las exportaciones a la UE con respecto a las que se dirigen a otros destinos (véase gráfico 6).

10 El Índice Herfindahl es una medida de la concentración, que se calcula para cada país y año como la suma del cuadrado de las cuotas de exportación de todos los sectores de un país, basándose en los datos de la CUCI Rev. 3.

11 El agregado de la zona del euro se refiere a los 12 Estados miembros que habían adoptado la moneda única antes del 2004.

Gráfico 6 Evolución del comercio e integración

(en porcentaje*)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El comercio intrasectorial se basa en el índice Grubel-Lloyd correspondiente a los datos de la CUCI Rev. 3.

*) Exportaciones a la UE como porcentaje de las exportaciones totales; comercio intrasectorial con la UE como porcentaje del comercio total con la UE.

En cuanto a las características de los vínculos comerciales, en varios NEM, especialmente en Letonia y Rumanía, la importancia del comercio intrasectorial ha aumentado desde su incorporación a la UE (véase gráfico 6). Este tipo de intercambios parece ser especialmente importante en la República Checa, Hungría, Malta y Polonia, mientras que desempeña un papel relativamente menor en el caso de Chipre. Con la excepción de Eslovenia, el comercio intrasectorial prevalece especialmente en las relaciones comerciales con otros países de la UE, mientras que los intercambios con países no pertenecientes a la UE se concentran más en el comercio entre sectores. Dentro de la UE, el comercio intrasectorial es aún más importante en los intercambios que realizan entre sí los propios doce NEM que en los realizados entre éstos y la zona del euro.

3.6 EVOLUCIÓN E INTEGRACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO

El proceso de integración europea ha facilitado enormemente el intercambio de fondos entre la zona del euro y los NEM. De hecho, la masiva afluencia de capital privado a la región ha desem-

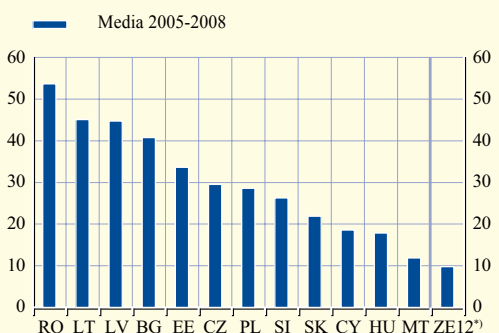
peñado un papel clave en la convergencia de los NEM hacia unos niveles de vida más altos. Si bien todos los NEM han venido registrando déficit por cuenta corriente, el grado de dependencia de la financiación externa y la estructura de la financiación han variado considerablemente de unas economías a otras.

Por lo que respecta a la estructura de la financiación, la República Checa, Polonia y Eslovaquia han financiado sus déficit por cuenta corriente principalmente con flujos de inversión directa extranjera, mientras que otros países, en particular los Estados bálticos, han recurrido masivamente a la financiación mediante deuda, sobre todo en forma de préstamos recibidos de las entidades bancarias matrices. A su vez, ello se ha reflejado en el fuerte crecimiento de los niveles de endeudamiento de estas economías. Sin embargo, en todos los NEM, el sector bancario ha desempeñado un papel vital en la intermediación de los flujos de capital, acelerando el ritmo de profundización financiera. Entre el 2001 y el 2007, por ejemplo, la proporción de activos de sucursales y filiales de entidades de crédito pertenecientes a los Estados miembros de la UE en los activos bancarios totales de los NEM aumentó, en promedio, del 40% al 78%, sobrepasando el 90% en la República Checa, Estonia y Eslovaquia.

Desde la incorporación a la UE, el recurso masivo a la financiación externa se ha traducido, con frecuencia, en un significativo deterioro de la posición de inversión internacional (PII) neta. En muchos NEM, la PII neta fue negativa y sobrepasó el 50% del PIB en septiembre del 2008, llegando incluso al 100% del PIB en el caso de Hungría; sólo Eslovenia registró una PII neta prácticamente equilibrada (véase gráfico 5). La disponibilidad de capital extranjero ha estimulado la expansión del crédito en todos los países de la región, contribuyendo a veces a la formación de burbujas en las cotizaciones bursátiles o los precios de la vivienda. La tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado ha superado, en promedio, el 30%, si bien se observan diferencias significativas entre unos países

Gráfico 7 Crédito al sector privado en los NEM

(tasas de variación interanual; medias anuales de los datos mensuales)



Fuente: BCE.

Nota: Sólo se dispone de datos del 2004 para la República Checa, Letonia y Hungría. No se dispone de datos del 2005 para Eslovaquia, Chipre ni Malta. No hay datos disponibles del 2006 para Eslovaquia.

*) El agregado de la zona del euro (ZE) comprende los 12 Estados miembros de la UE que habían adoptado la moneda única antes del 2004.

y otros (véase gráfico 7)¹². Al mismo tiempo, el hecho de que una proporción creciente de los préstamos estén denominados en moneda extranjera se ha convertido en una característica importante de los préstamos bancarios en los NEM, proporción que varía desde más del 80% de los préstamos totales en el caso de Estonia hasta menos del 10% en la República Checa¹³. La fuerte dependencia de los préstamos sin cobertura denominados en moneda extranjera entraña riesgos para la estabilidad financiera en los países afectados, ya que cualquier depreciación significativa del tipo de cambio tendría un efecto adverso sobre los balances de los hogares y las empresas, que reduciría su capacidad para hacer frente a sus deudas e incrementaría las posibilidades de impago.

En muchos NEM, los déficit por cuenta corriente son un rasgo habitual del proceso de «convergencia» en la medida en que reflejan favorables oportunidades de inversión y una suavización intertemporal del consumo (véase gráfico 5). No obstante, algunos de los persistentes y muy abultados déficit por cuenta corriente y de capital también han tenido su origen en la expansión de la demanda interna y en las favorables condiciones de financiación. El inicio de las turbulencias fi-

nancieras mundiales en el 2008 y su propagación a la economía real dieron lugar a una significativa desaceleración del crecimiento de la demanda interna y a una menor disposición, por parte de los inversores internacionales, a prestar capital, lo que contribuyó a una reducción de los déficit en algunos NEM. No obstante, a pesar de ello, las dificultades para financiar los fuertes desequilibrios existentes crearon agudas crisis de balanza de pagos en algunos países, que desembocaron en los programas de asistencia del FMI y de la UE, antes mencionados, en el caso de Hungría, Letonia y Rumanía.

Por lo que se refiere a los mercados de renta fija, en algunos países los mercados de deuda pública también han experimentado un notable crecimiento desde finales de los años noventa, como consecuencia de las necesidades de financiación pública y del compromiso de los respectivos gobiernos de establecer componentes clave para el desarrollo de los mercados de renta fija nacionales. En comparación con los de la zona del euro, la mayoría de los mercados de renta fija de los NEM son relativamente pequeños e ilíquidos, a pesar de que, entre el 2000 y el 2007, se haya duplicado con creces la proporción de deuda pública viva con respecto al PIB.

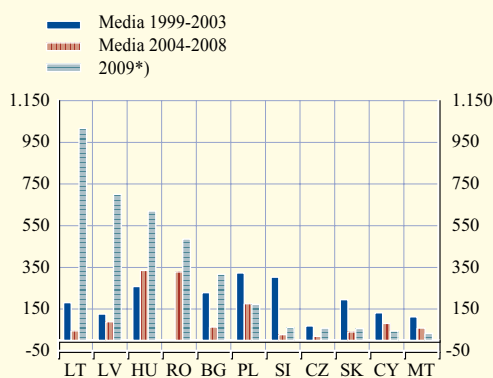
En cuanto a los tipos de interés a largo plazo, desde la incorporación a la UE, el rendimiento de los bonos de la mayoría de los NEM ha fluctuado siguiendo una tendencia decreciente. En el 2007, los diferenciales oscilaron entre los 15 puntos básicos de la República Checa hasta los más de 300 puntos

12 La rápida expansión crediticia guarda una estrecha relación con los niveles iniciales de profundización financiera de los NEM. En la mayoría de estos países, el volumen de crédito es todavía bajo en comparación con sus niveles de renta y con los niveles que se registrarían si se mantuviese la convergencia de la renta per cápita con los niveles de la zona del euro.

13 Los diferenciales de tipos de interés entre la moneda nacional y la moneda extranjera son un importante factor determinante para elegir endeudarse en una u otra moneda. Además, la credibilidad del régimen cambiario y las expectativas respecto a los movimientos de los tipos de cambio y los diferenciales de inflación desempeñan un importante papel adicional junto con las características del país. Véase C. Rosenberg y M. Tirpák (2008), «Determinants of foreign currency borrowing in the new Member States of the EU», Working Paper n.º 173 del FMI.

Gráfico 8 Diferenciales de la deuda pública a largo plazo frente a la zona del euro

(puntos básicos; medias anuales de los datos mensuales)



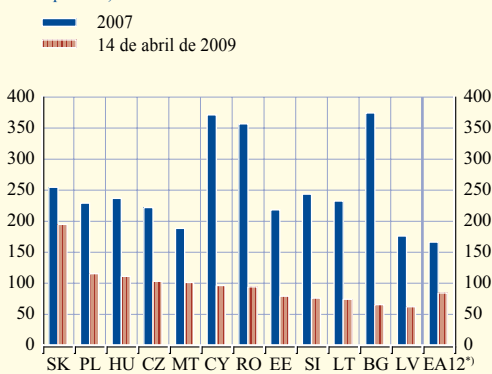
Fuente: BCE

Nota: Los NEM aparecen ordenados en función del diferencial promedio registrado en el 2009, comenzando por el más alto.

*) Media hasta marzo del 2009.

Gráfico 9 Índices de cotización bursátil

(índices cambiados de base a 100 el 30 de abril de 2004; datos de fin de periodo)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los NEM aparecen ordenados en función del comportamiento de los índices bursátiles entre el 30 de abril de 2004 y el 14 de abril de 2009, comenzando por el que mejores resultados registró durante el periodo.

*) El agregado de la zona del euro está representado por el índice Dow Jones Eurostoxx.

básicos de Rumanía y Hungría. Desde mediados del 2007, los mercados de renta fija se han visto afectados por la crisis financiera mundial, cuando un aumento general de la aversión al riesgo por parte de los inversores, junto con los movimientos de cartera motivados por la búsqueda de activos más seguros, redujo notablemente la demanda de deuda pública doméstica. Además, el deterioro de la situación macroeconómica y el aumento de las diferencias en el riesgo de crédito percibido entre los distintos países elevó los diferenciales de la deuda pública hasta máximos históricos, aumentando, por ejemplo, las diferencias entre los NEM hasta más de 900 puntos básicos en marzo del 2009 (véase gráfico 8).

En paralelo a la evolución de los mercados de renta fija, los mercados de renta variable también han desempeñado un papel importante para respaldar el crecimiento económico en los NEM desde su incorporación a la UE¹⁴ proporcionando liquidez para las empresas cotizadas, así como oportunidades de obtener elevados rendimientos para los inversores tanto nacionales como extranjeros. No obstante, el tamaño de los mercados bursátiles ha seguido siendo relativamente modesto en comparación con los de la zona del

euro. A finales del 2008, Bulgaria, la República Checa, Polonia y Eslovenia registraban un nivel de capitalización bursátil de alrededor del 20% del PIB, mientras que, en el caso de Hungría, estaba por encima del 10%. En el resto de los países no pertenecientes a la zona del euro, la capitalización bursátil era inferior al 10%. Chipre y Malta presentan ratios mucho más elevadas, reflejo del mayor desarrollo de sus mercados financieros. En la mayoría de los países, la ratio se sitúa muy por debajo del nivel de la zona del euro, que se cifraba en torno al 38% a finales del 2008.

La incorporación de estos países a la UE atrajo el interés de muchos inversores de todo el mundo, lo que se reflejó en los excelentes resultados de casi todos los índices con respecto al precio de las acciones de la zona del euro (véase gráfico 9). A mediados del 2007, las cotizaciones bursátiles registraban máximos históricos en todos los NEM. Sin embargo, desde entonces, se han producido significativos descensos que se han acelerado en el contexto de la intensificación de la crisis financiera en el otoño del 2008. A finales del 2008, los mercados bursátiles de los NEM

14 Véase S. Iorgova y L. Ong (2008), «The capital markets of emerging Europe: institutions, instruments and investors», serie Working Papers del FMI, n.º 103.

registraban una caída del 60% en promedio, con unas pérdidas cercanas al 80% en el caso de Bulgaria.

4 DESAFÍOS FUTUROS

De cara al futuro, los NEM tendrán que hacer frente, probablemente, a tres grandes desafíos en la etapa previa a la adopción del euro y también para asegurarse una participación sin problemas en la zona del euro una vez que se conviertan en miembros de pleno derecho de la UEM. Estos tres desafíos guardan relación con las siguientes tareas: (i) garantizar la estabilidad macroeconómica; (ii) velar por la aplicación de políticas fiscales apropiadas, y (iii) lograr mayores avances en materia de reformas estructurales.

4.1 GARANTIZAR LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

En los últimos años se ha avanzado mucho en la convergencia real entre la mayoría de los NEM, pero con diferencias significativas entre unos países y otros. En el caso de Hungría, la convergencia se ha estancado como consecuencia de los importantes desequilibrios fiscales que se han ido acumulando con el tiempo. También en otros NEM, los acontecimientos de los últimos años han demostrado que el proceso de convergencia no siempre ha estado exento de problemas. En este sentido, varios países han atravesado períodos de recalentamiento caracterizados por grandes desviaciones respecto a la estabilidad de precios y amplios desequilibrios externos, a los que han seguido períodos de fuertes correcciones del producto. Este proceso ha ido acompañado de grandes oscilaciones de los precios de los activos. Por lo tanto, un desafío clave para todos los países de la región es velar por el mantenimiento de la convergencia real en un entorno de estabilidad de precios y evolución macroeconómica sostenible.

Por lo que respecta a la estabilidad de precios, es evidente, a juzgar por la experiencia de los primeros años de pertenencia a la UE, que, para los países que registran un diferencial de rentas ele-

vado en comparación con la zona del euro, la adopción de un objetivo directo de inflación ha sido más eficaz para mantener la inflación bajo control que vincular el tipo de cambio a una moneda de referencia. Esta conclusión no resulta sorprendente ya que unas tasas de crecimiento potencial tendencial más altas que las de la zona del euro implican una tendencia a la apreciación gradual de las monedas de los NEM frente al euro. Esa apreciación real ha de materializarse a través de los diferenciales de inflación, de una apreciación del tipo de cambio nominal o de una combinación de ambos. Por consiguiente, los países que han optado por regímenes de tipo de cambio fijo tienen más posibilidades de registrar tasas de inflación más elevadas que aquéllos que permiten la apreciación de su moneda. No obstante, en los países con tipos de cambio fijos, existe también el riesgo de que unos tipos de interés relativamente bajos conduzcan a un endeudamiento excesivo que, a su vez, podría estimular la demanda interna y exacerbar las presiones inflacionistas, erosionando a medio plazo la competitividad en términos de costes y precios y favoreciendo la aparición de abultados déficit externos. Además, los bajos tipos de interés implican el riesgo de desencadenar una evolución insostenible de los precios de los activos. A los países que han optado por la estrategia de objetivos directos de inflación les resulta, en principio, más sencillo mantener la estabilidad de precios ya que conservan la autonomía respecto a los tipos de interés domésticos. No obstante, en estos países, la excesiva volatilidad del tipo de cambio nominal como consecuencia de los cambios en el sentimiento de los inversores y de las primas de riesgo también ha supuesto, en ocasiones, un desafío para la ejecución de la política monetaria.

De hecho, uno de los principales desafíos para todos los NEM es el de absorber, de manera ordenada, los cuantiosos flujos de capital atraídos por el rendimiento marginal más elevado del capital fijo en estas economías. El efecto potencialmente perturbador de la afluencia de capitales depende, en gran medida, de la estructura y del uso de la financiación externa. En la medida en que los flujos de capital se orienten a estimular el crecimiento potencial del producto en

los NEM y su capacidad de reembolso a largo plazo, fortalecerán los fundamentos de la economía. Sin embargo, en muchos NEM, una proporción significativa de las entradas de capital ha adoptado la forma de operaciones transfronterizas que, respaldadas por el proceso de profundización financiera, han estimulado, hasta hace muy poco tiempo, el crecimiento del crédito interno destinado a gasto en consumo o inversión especulativa en el sector de la construcción. Este es el motivo por el que, en muchos países, no se ha fortalecido significativamente la base de exportaciones, sino que la financiación externa ha favorecido el aumento de las ratios de deuda externa que hacen a los países más vulnerables a cualquier cambio en el sentimiento de los inversores. Además, en la mayoría de los NEM, las cuantiosas entradas de capital han ido acompañadas de fuertes subidas de los precios de los activos, especialmente de los precios de la vivienda. Por otra parte, la elevada y creciente proporción que representan los préstamos sin cobertura denominados en euros y en otras monedas extranjeras es un factor particularmente preocupante, ya que aumenta la vulnerabilidad del sector privado frente a las fluctuaciones de los tipos de cambio. Aunque la rápida expansión del crédito al sector privado desde unos niveles relativamente bajos es consecuencia, en parte, del proceso de convergencia en curso y de las mejoras estructurales en el sector bancario (por ejemplo, las privatizaciones y el aumento de la competencia), ha supuesto un desafío para la estabilidad macroeconómica y financiera durante la etapa de convergencia.

La experiencia de los NEM en los cinco últimos años sugiere, en general, que evitar un auge transitorio de la demanda estimulado por la afluencia de capital puede ser una tarea difícil. Para lograr una convergencia sostenible, es importante que esa financiación externa no se destine principalmente a recursos orientados a atender la demanda interna, sino, más bien, a desarrollar una base de exportaciones con un valor añadido cada vez mayor. Además, la ejecución de políticas monetarias y fiscales adecuadas, la puesta en marcha de reformas estructurales y de mejoras en las instituciones y el entorno empresarial parecen elementos cruciales para alcanzar y mantener la estabilidad de precios y limitar los riesgos de las excesivas fluctuaciones

del producto. Por ello, también es importante contener los riesgos de los balances en estas economías manteniendo en niveles bajos la exposición a las fluctuaciones de los precios de los activos y de los tipos de cambio.

4.2 ASEGURAR LA SOLIDEZ DE LAS POLÍTICAS FISCALES

Como demuestra la evolución económica reciente, los países cuyas políticas fiscales no se perciben como sólidas se han visto especialmente afectados por la crisis financiera. El hecho de que Hungría haya registrado continuamente déficit excesivos desde su incorporación a la UE en el 2004 ha debilitado la confianza en sus políticas fiscales y ha contribuido a los problemas económicos a los que se enfrenta el país al inicio del 2009. Así pues, es crucial que las políticas fiscales de los NEM estén sólidamente ancladas y cumplan lo establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento evitando los déficit excesivos.

Las Previsiones Intermedias de la Comisión Europea, de enero del 2009, indican que, en el 2009, se prevé que los déficit presupuestarios igualen o superen el valor de referencia del 3% del PIB, en los Estados bálticos, Hungría, Polonia y Rumanía. Se espera que alcancen niveles muy elevados, por ejemplo, del 6,3% del PIB en Letonia y del 7,5% del PIB en Rumanía. Las proyecciones respecto a las ratios de deuda pública indican que éstas aumentarán en la mayoría de los NEM, y de manera muy acentuada en Letonia (14,4 puntos porcentuales en el 2009). En la situación actual de cambio en las preferencias de los inversores en detrimento de los activos de los mercados emergentes, de deterioro de las perspectivas de crecimiento y de persistencia de los desequilibrios macroeconómicos en varios países, es esencial acometer un ajuste fiscal para respaldar la confianza en la solidez de las finanzas públicas y de la economía en su conjunto. Este principio es válido, en particular, para aquellos países en los que la situación de vulnerabilidad de las finanzas públicas se ve agravada por la existencia de desequilibrios externos, y en los que no se han obtenido superávit suficientemente elevados en los tiempos de

bonanza económica. Así pues, los países que registran cuantiosos déficit presupuestarios deberían sanear sus finanzas públicas lo antes posible garantizando un margen de seguridad suficiente para no sobrepasar, respecto al déficit público, el límite del 3% del PIB establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Para reducir eficazmente la vulnerabilidad ante un descenso en la afluencia de capitales, los países expuestos a riesgos de refinanciación de la deuda como consecuencia de la elevada proporción denominada en moneda extranjera y/o de deuda a corto plazo, deberían comenzar a ajustar la estructura de su deuda.

En general, para evitar fluctuaciones excesivas del producto, las políticas fiscales deben fijarse objetivos presupuestarios ambiciosos a medio plazo y generar superávit en los tiempos de bonanza, a fin de crear el suficiente margen de maniobra por si sobreviene una desaceleración. En este sentido, es necesario prestar atención para no sobreestimar la solidez de la situación presupuestaria en épocas de rápido crecimiento¹⁵. Además, para contener la inflación, las políticas fiscales deben ser lo suficientemente restrictivas. La evidencia empírica sugiere que, en esos países, el ajuste fiscal por el lado del gasto tenderá a dar mejores resultados en la medida en que aumenta la credibilidad de las reformas fiscales¹⁶. En este sentido, dado el papel dominante que, en algunos países, desempeñan los salarios del sector público en la dinámica general de los salarios, es importante que su evolución fomente la competencia y modere la inflación. Asimismo, las autoridades harían bien en examinar los sistemas de indiciación de las pensiones y de los salarios públicos para evitar que incrementen el gasto público en épocas de menor crecimiento y deterioro de la situación presupuestaria. Por otra parte, el uso, entre otros, de los fondos de la UE no ha de tener un efecto procíclico en épocas de fuerte crecimiento económico.

Finalmente, debería hacerse más hincapié en la instrumentación de reglas fiscales que garanticen una evolución sostenible de las finanzas públicas, incluidas la planificación de horizontes temporales más largos, la imposición de límites constitucionales sobre la deuda que se traduzcan en ajustes presupuestarios en caso de incumplimiento, la observancia de

los planes de gasto y la presupuestación por objetivos. La crisis financiera mundial, si bien plantea retos significativos para las finanzas públicas, brinda también la oportunidad de ajustar el marco de la política fiscal, a fin de garantizar que, en caso necesario, las finanzas públicas funcionen de manera más sostenible en las fases recesivas futuras del ciclo económico. Además, para garantizar su viabilidad a largo plazo, es necesario continuar con las reformas de los sistemas de seguridad social.

4.3 INSTRUMENTACIÓN DE LAS REFORMAS ESTRUCTURALES

Las políticas estructurales pueden contribuir de forma significativa al mantenimiento de la convergencia real y de la competitividad a medio plazo. Las rigideces del mercado laboral han favorecido la rápida aparición de tensiones en los mercados de trabajo de los NEM, exacerbando los riesgos de recalentamiento y las presiones inflacionistas en la fase de convergencia. A medio plazo, la calidad de la educación es esencial para desarrollar una economía orientada a la producción de bienes y servicios de alto valor añadido. De la misma manera, es menos probable que el crecimiento se vea obstaculizado en una economía con mercados de productos muy liberalizados y un clima empresarial que fomente la competencia y la innovación.

Examinando las características estructurales de los NEM, se observa que, en varios aspectos, estos países se comparan de forma relativamente favorable con la zona del euro y podrían considerarse, en general, flexibles. La negociación salarial en la mayoría de ellos está sumamente descentralizada y se realiza a nivel de empresa, desempeñando los sindicatos un papel limitado; en general, se estima que estas dos características favorecen la flexibilidad salarial.

15 En las economías que han crecido más rápidamente, la solidez de la situación presupuestaria, medida por el saldo estructural, podría haberse sobreestimado como resultado de ingresos inesperados, que podrían revertirse en la fase descendente del ciclo.

16 Véase A. Afonso, C. Nickel y P. Rother (2006), «Fiscal consolidation in the Central and Eastern European Countries», *Review of World Economics*, vol. 142, 2.

Al mismo tiempo, los NEM se enfrentan a varios retos en el ámbito estructural. Si bien, en su mayoría, se trata de problemas específicos de cada país, otros, de carácter general, afectan a todos ellos. En particular, una deficiencia clave de los mercados laborales de muchos NEM es la elevada tributación del factor trabajo y, en parte, como consecuencia, de la existencia de una gran cuña fiscal. Una reducción de dicha tributación podría ayudar a estos países a aprovechar mano de obra no utilizada. La capacidad para reducir los impuestos sobre el trabajo guarda una estrecha relación con la eficiencia de las finanzas públicas. En general, la política fiscal debería concentrarse en mejorar el lado de la oferta de la economía, a fin de fomentar la competitividad y el crecimiento sostenible. Ello requiere prestar más atención a mejorar la calidad y la eficiencia del gasto público y de los sistemas impositivos y de prestaciones en términos de aumento de la productividad. A este respecto, también es indispensable examinar a fondo cómo se utilizan los fondos de la UE para aumentar su eficiencia. Más concretamente, mejorando la capacidad de respuesta de los sistemas educativos a las necesidades del mercado laboral y haciendo un mayor hincapié en las políticas activas orientadas a dicho mercado se podrían atenuar los desajustes en materia de capacitación que se observan en los mercados de trabajo de los NEM, fomentando así la creación de empleo y el crecimiento.

Además de los desafíos que plantean los mercados de trabajo y las políticas fiscales, los NEM también tienen que resolver varios problemas para aumentar la eficacia y la flexibilidad de sus mercados de productos. Concretamente, en varios de estos países, la intensidad en energía del sector manufacturero es bastante elevada. Hacer un uso más eficiente de la energía es importante, tanto para fomentar el crecimiento como para aumentar la seguridad de la energía (aspecto que parece cobrar cada vez más importancia). Además, es necesario que los NEM estimulen la innovación y las actividades de I+D, ya que el gasto en I+D es muy inferior a la media de la zona del euro, debido, principalmente, a la baja participación del sector empresarial en el gasto en dichas actividades. Este fenómeno es consecuencia, en parte, del hecho de

que, en la mayoría de los NEM, el sector de exportaciones está dominado por empresas multinacionales que, normalmente, concentran sus actividades de investigación en los países en los que se ubica su sede. Las políticas encaminadas a estimular una mayor participación del sector privado en las actividades de I+D ayudarían a los NEM a acelerar la transformación de sus estructuras productivas hacia productos y servicios de mayor valor añadido.

5 CONCLUSIONES

Cinco años después de su incorporación a la UE, la mayoría de los NEM han avanzado significativamente en el proceso de convergencia con la zona del euro y, al mismo tiempo, se han integrado cada vez más con ella. Tras su adhesión a la UE, la mayoría de los NEM han continuado la expansión económica en la que se embarcaron y sus ciudadanos han visto aumentar su nivel de vida. Gracias al crecimiento relativamente robusto del PIB real, se han registrado notables descensos del desempleo. La ampliación de la UE también ha fortalecido los lazos comerciales entre los NEM y la zona del euro, especialmente en lo que se refiere al comercio intrasectorial. No obstante, aunque los intercambios con la zona del euro se han incrementado de forma notable, los NEM también han aumentado su presencia en los mercados mundiales. Además, la intensificación de los vínculos financieros con la zona del euro y la mayor profundización y fortalecimiento de su sector financiero también han desempeñado un papel importante en la financiación del crecimiento y de los déficit por cuenta corriente en esos países.

A pesar de estos logros tan notables, la experiencia de los cinco últimos años demuestra también que no se ha avanzado con la misma intensidad en todos los países. Estas diferencias reflejan, en gran medida, las importantes decisiones adoptadas en materia de políticas monetarias, fiscales y estructurales. En efecto, el proceso de convergencia no está exento de riesgos. En particular, habida cuenta del bajo nivel de partida, en términos de renta per cápita, de muchos NEM, la absorción de una

afluencia significativa de capitales potencialmente volátiles en la fase de convergencia ha supuesto un desafío. De hecho, en varios NEM, la sólida expansión de los últimos años ha estado asociada a la acumulación de grandes desequilibrios externos que, en muchos casos, ha sido consecuencia de un recalentamiento de la demanda interna. Además, en varios países, los bajos tipos de interés reales internos y el notable volumen de financiación externa han favorecido la expansión del crecimiento del crédito, que ha venido acompañada, a menudo, de fuertes aumentos de la inversión residencial y de los precios de los activos, especialmente los precios de la vivienda. Por otra parte, la elevada y creciente proporción de préstamos denominados en euros y en otras monedas extranjeras ha dejado a algunos países en una situación de vulnerabilidad frente a las fluctuaciones de los tipos de cambio.

La crisis financiera mundial y los rápidos cambios en el sentimiento de los inversores hacia la región han expuesto a los NEM a un entorno cada vez más difícil de ajuste rápido y, posiblemente, desordenado. La fase previa de favorable expansión no se aprovechó para impulsar el saneamiento de las finanzas públicas y acumular reservas fiscales adicionales que habrían permitido cierto margen de maniobra para aliviar el ajuste del producto actualmente en curso. De la misma manera, a pesar de la mayor flexibilidad de los mercados laborales, el elevado crecimiento de los salarios nominales ha contribuido, a menudo, a erosionar la competitividad en términos de costes y precios en varios países. Si no se corrigen esas tendencias, existe el

riesgo de que se produzcan retrocesos en el proceso de convergencia.

De cara al futuro, se espera que, en última instancia, una vez que alcancen un alto grado de convergencia sostenible con la zona del euro, todos los NEM adopten la moneda única. Cuatro de ellos ya lo han hecho. Sin embargo, la incorporación a la zona del euro no es ni debe considerarse el final del camino. Para aprovechar plenamente la participación en la zona y, en particular, para que esa participación se realice sin dificultades, es esencial que los países miembros de la zona, tanto actuales como futuros, estén bien equipados. Las recetas del éxito son bien conocidas y no se diferencian mucho de lo que se requiere, en cualquier caso, para triunfar en un mundo cada vez más globalizado. La adopción del euro hará que la escrupulosa supervisión de la evolución de los indicadores de competitividad dentro de la zona del euro cobre aún mayor importancia. Una estrategia apropiada incluye la aplicación de políticas fiscales adecuadas y de una supervisión financiera prudencial, basada en la estrecha colaboración entre los supervisores del país de origen y los del país anfitrión. Además, es importante reforzar las instituciones de los mercados de trabajo y de productos necesarias para aumentar la flexibilidad en el proceso de formación de los salarios y precios, y desarrollar instituciones que fomenten la competencia y la inversión en capital humano y físico. Sólo aplicando estas recetas los países podrán avanzar al máximo en la consecución de una convergencia sostenible, contribuyendo así, en el largo plazo, a que la zona del euro ampliada sea un espacio dinámico y competitivo.

AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA: EVOLUCIÓN Y CUESTIONES DE POLÍTICA

ARTÍCULOS

Agencias de
calificación crediticia:
Evolución
y cuestiones de
política

Las agencias de calificación crediticia cumplen un papel de vital importancia en los mercados bancarios y de valores mundiales, por lo que resulta esencial que proporcionen de forma sistemática calificaciones independientes, objetivas y de la mayor calidad posible. Tras las críticas expresadas acerca de la función que han desempeñado en la creación de las condiciones que condujeron al desarrollo de la crisis financiera, las evaluaciones realizadas por diversos organismos internacionales y nacionales han dado lugar a un debate sobre la necesidad de reforzar el marco regulador de las agencias de calificación crediticia. En este artículo se analizan los principales aspectos del debate y se describen los hechos más importantes acaecidos en relación con el tratamiento regulador de las agencias de calificación crediticia.

I INTRODUCCIÓN

Las calificaciones crediticias que emiten las agencias de calificación tratan de medir la calidad crediticia relativa de las empresas y de los instrumentos de deuda. Se entiende por calidad crediticia la capacidad de atender las obligaciones de pago. La razón que justifica el empleo de calificaciones es conseguir economías de escala en términos de la recopilación y el análisis de la información, así como resolver los problemas que plantea la asimetría de la información entre emisores e inversores (es decir, problemas de agente-principal)¹. Con el tiempo, el papel y la influencia de las agencias de calificación crediticia se han ampliado significativamente. Un gran número de participantes en el mercado ha incluido calificaciones crediticias en sus sistemas de evaluación del crédito y de las inversiones. Al mismo tiempo, los reguladores han utilizado de forma creciente normas vinculadas a las calificaciones. Conforme los mercados evolucionaban y pasaban a ser más complejos, se esperaba que las agencias de calificación crediticia cubrieran una gama más amplia de mercados y de instrumentos de deuda. En este entorno de creciente innovación financiera y de expansión de los mercados de crédito, las agencias de calificación se vieron sometidas a una presión considerable para proporcionar un número cada vez mayor de evaluaciones del crédito sin que se produjera una pérdida de calidad. Además, la mayoría de los participantes en el mercado, incluso los que supuestamente eran más sofisticados, no llevaron a cabo los procesos de diligencia debida, sino que antes bien externalizaron su gestión del riesgo de crédito a agencias de calificación, y confiaron en ellas. A raíz de la crisis de las hipotecas de alto

riesgo o *subprime* en Estados Unidos, se acusó a las agencias de calificación crediticia de haber emitido calificaciones iniciales de productos financieros estructurados que no reflejaban los verdaderos riesgos implícitos en esos valores. Efectivamente, los modelos empleados por las agencias de calificación no preveían los elevados niveles de morosidad que se materializaron en los bonos de titulización hipotecaria de Estados Unidos ni el diseño inadecuado de los mecanismos de apoyo a la liquidez en las operaciones de titulización, los cuales, dada su dependencia de la renovación de la deuda emitida por los vehículos de inversión estructurada (SIV), fallaron cuando las condiciones existentes en los mercados monetarios empeoraron sustancialmente. Además, los críticos achacaban a la deficiente vigilancia el deterioro que se venía observando en la evolución del conjunto de activos subyacentes que respaldaba los bonos de titulización hipotecaria desde antes de que se produjeran importantes perturbaciones en los mercados de titulización a mediados del 2007. Los comentaristas también destacaron los conflictos de intereses que parecían existir debido a los modelos de gestión utilizados por las agencias de calificación, según los cuales las propias agencias asesoraban a los emisores y a los intermediarios financieros en la etapa en la que se estructuraba una operación, así como a la práctica seguida en las agencias de calificación de que los emisores u originadores de las operaciones de titulización les pagaran directamente.

1 F. González, F. Haas, R. Johannes, N. Persson, L. Toledo, R. Violi, N. Wieland y C. Zins, *Market dynamics associated with credit ratings, a literature review*, Occasional Paper Series, n.º 16, BCE, Frankfurt am Main, junio del 2004.

En este contexto, las autoridades nacionales e internacionales emprendieron una serie de iniciativas. En el plano internacional, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) revisó su código de conducta para las agencias de calificación crediticia, con el fin de potenciar sus normas sobre la calidad y la integridad de las calificaciones, así como sobre la independencia de las agencias de calificación crediticia y la necesidad de evitar conflictos de intereses. En Estados Unidos, la Comisión de Valores y Bolsa (SEC) reforzó su marco regulador con vistas a aliviar la preocupación relativa a los conflictos de intereses, mejorar la transparencia y asegurarse de que el marco regulador no dependa excesivamente de las calificaciones. En Europa, el 12 de noviembre de 2008, la Comisión Europea, tras efectuar una consulta pública, adoptó una propuesta de legislación relativa a la regulación de las agencias de calificación crediticia.

Este artículo tiene por objeto proporcionar una panorámica general de las principales iniciativas que se han puesto en marcha. La estructura es la siguiente: en la sección 2 se describe la evolución en materia de regulación que tuvo lugar antes de que se iniciara la crisis financiera; en la sección 3 se hace referencia al debate provocado por la crisis financiera; en la sección 4 se resumen las iniciativas adoptadas por el Eurosistema en lo que se refiere a la supervisión de las agencias de calificación crediticia; y en la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 PANORÁMICA DE LA EVOLUCIÓN REGULATORIA RELATIVA A LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN DEL CRÉDITO ANTES DE LA CRISIS FINANCIERA DEL 2007

El mercado de calificaciones crediticias cuenta con una estructura específica, pues se encuentra dominado por tres grandes empresas internacionales (Standard & Poor's, Moody Investors Service y Fitch Ratings). Estas empresas tienen sus sedes y sus órganos de gobierno en Estados Unidos y operan dentro de la UE a través de filiales radicadas en varios países². Estas características del sector subra-

yan el carácter internacional del debate sobre las posibles iniciativas reguladoras relativas a las agencias de calificación crediticia, dada la importancia de que exista una estrecha colaboración a escala mundial y la necesidad de que se armonicen las normas aplicadas a las empresas internacionales.

El debate sobre la necesidad de reforzar las medidas reguladoras relativas a las agencias de calificación crediticia se inició en el año 2003, a raíz de los grandes escándalos empresariales que se produjeron en la UE y en Estados Unidos. Como se acusó a las agencias de calificación de no haber anticipado las quiebras empresariales, se adoptaron diversas iniciativas en materia de regulación.

En el plano internacional, IOSCO publicó, en septiembre del 2003, un informe y una Declaración de Principios para reguladores, agencias de calificación crediticia y otros participantes en el mercado, a fin de mejorar las medidas para proteger la integridad del proceso de calificación³. En diciembre del 2004, IOSCO publicó un código de conducta⁴ cuyo objetivo era servir de modelo a las agencias de calificación a la hora de elaborar sus propios códigos de conducta, en los que se incorporarían los principios de IOSCO.

En Europa, tras una Resolución aprobada por el Parlamento Europeo en febrero del 2004⁵, la Comisión Europea, después de haber pedido asesoramiento al Comité de Reguladores Europeos de Valores (CESR), adoptó una Comunicación el 11 de marzo del 2006, en la que llegó a la conclusión de que no se necesitaba ninguna iniciativa legislativa nueva.

2 Para una panorámica de la estructura de las grandes agencias de calificación crediticia y una lista de todas las agencias, véase *Impact assessment accompanying the European Commission's proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on credit rating agencies*, 12 de noviembre de 2008.

3 *IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, septiembre del 2003, disponible en www.iosco.org.

4 *IOSCO, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, diciembre del 2004, disponible en www.iosco.org. El código consta de tres partes, a saber: Calidad e integridad del proceso de calificación; independencia e inexistencia de conflictos de intereses, y responsabilidad ante los inversores y emisores.

5 Resolución del Parlamento Europeo sobre el papel y los métodos de las agencias de calificación crediticia [(2003/2081(INI)], disponible en www.europarl.europa.eu.

Más concretamente, la Comisión concluyó que las directivas existentes sobre servicios financieros aplicables a las agencias de calificación⁶, junto con la autorregulación de las propias agencias de calificación crediticia basada en los Principios para la Elaboración de un Código de Conducta por las Agencias de Calificación Crediticia, de IOSCO, proporcionarían una respuesta adecuada a las principales cuestiones que son motivos de preocupación. Además, la Comisión pidió al CESR que verificara si los códigos de conducta de las agencias de calificación eran conformes al código IOSCO y que informara anualmente de ello⁷.

En Estados Unidos, el marco regulador existente sobre las organizaciones de calificación estadística reconocidas a nivel nacional (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* — NRSRO) se modificó en el 2006, con la adopción de la Ley de reforma de las agencias de calificación crediticia.

Esta ley estipulaba el registro de las NRSRO en la SEC, a quien se concedió la potestad de establecer las normas relativas a la supervisión y a la remisión de información financiera para las NRSRO registradas. La ley también autorizaba a la SEC a imponer requerimientos relativos a la remisión de información y al mantenimiento de registros, así como a examinar las actividades en materia de calificación de las NRSRO. No obstante, prohibía expresamente a la SEC regular «el contenido de las calificaciones crediticias o los procedimientos y las metodologías» mediante los cuales cualquier NRSRO establece las calificaciones.

Las normas de la SEC entraron en vigor el 26 de junio de 2007. Según estas nuevas normas, se exigía a las NRSRO proporcionar al público detalles relativos a su actividad, retener determinados datos, remitir algunos informes financieros al SEC, establecer procedimientos para la gestión de información relevante de carácter confidencial y hacer públicos y gestionar los conflictos de intereses. Además, las normas de la SEC prohíben a las NRSRO tener determinados conflictos de intereses y llevar a cabo determinadas prácticas injustas, abusivas o coercitivas.

3 EL DEBATE RELATIVO A LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA TRAS EL INICIO DE LA CRISIS FINANCIERA

3.1 DEFICIENCIAS REVELADAS POR LA CRISIS FINANCIERA

En el primer trimestre del 2007, algunos inversores empezaron a cuestionar la certeza de las calificaciones concedidas a determinados instrumentos financieros estructurados y, en particular, a los bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales (RMBS) y a las obligaciones garantizadas por deuda (CDO). De hecho, se ha argumentado que estas dudas sobre la calidad de las calificaciones otorgadas por las agencias y la integridad del proceso de calificación agravó la crisis de liquidez que se observó en los mercados financieros a partir de agosto del 2007⁸.

Diversos análisis de la crisis financiera han puesto de manifiesto la preocupación sobre las deficiencias de las metodologías utilizadas por las agencias de califi-

6 En concreto, la Directiva sobre abuso de mercado, la Directiva sobre adecuación del capital y la Directiva sobre mercados de instrumentos financieros. La Comisión puso de relieve lo siguiente: La Directiva sobre abuso de mercado se ocupa de la información privilegiada y de la manipulación del mercado. Trata de la presentación adecuada de las recomendaciones de inversión y de la divulgación de información sobre conflictos de intereses. A efectos de esta Directiva, las calificaciones crediticias no constituyen una recomendación, pero se consideran opiniones sobre la solvencia de un emisor o de un instrumento financiero. Sin embargo, estipula que las agencias de calificación crediticia consideren la adopción de políticas y procedimientos internos concebidos para asegurar que las calificaciones crediticias que publican se presenten con imparcialidad. La Directiva sobre adecuación del capital estipula el empleo de evaluaciones externas del crédito en la determinación de las ponderaciones según el riesgo (y de los correspondientes requerimientos de capital) aplicadas a los riesgos de los bancos o de las empresas de inversión. Esta directiva establece una serie de requerimientos que han de cumplir las agencias externas de evaluación del crédito (ECAI) antes de que la autoridad competente las reconozca. Las disposiciones de la Directiva sobre mercados de instrumentos financieros relativas a la gestión empresarial y a los requerimientos organizativos son aplicables a las agencias de calificación crediticia que también proporcionan servicios de inversión con carácter profesional.

7 En diciembre del 2006, el CESR publicó su primer informe anual. Llegó a la conclusión de que las principales agencias de calificación crediticias que han suscrito el sistema de seguimiento voluntario del CESR cumplían, en general, el código IOSCO.

8 Véase IOSCO, *Final Report on the subprime crisis*, mayo del 2008, p. 2 y ss.

cación crediticia a la hora de calificar instrumentos financieros estructurados y la falta de incentivos para realizar una evaluación independiente, ya que son los emisores los que pagan a las agencias.

El informe del Foro de Estabilidad Financiera (FSF), publicado el 7 de abril de 2008, resumía, por ejemplo, las principales fuentes de preocupación sobre el comportamiento de las agencias de calificación crediticia como sigue: «deficiencias en los modelos y metodologías de calificación; inadecuada diligencia debida al verificar la calidad del conjunto de activos que respalda los valores sobre los que se ha emitido una calificación; transparencia insuficiente sobre los supuestos, los criterios y las metodologías utilizadas al calificar los productos estructurados; difusión insuficiente de información sobre el significado y las características de riesgo de las calificaciones de los instrumentos financieros estructurados; atención insuficiente de los conflictos de intereses en el proceso de calificación»⁹. El FSF presentó también una serie de recomendaciones para adoptar nuevas medidas. Estas recomendaciones están relacionadas con la calidad del proceso de calificación; las calificaciones diferenciadas y la información ampliada sobre los productos estructurados; la evaluación por parte de las agencias de calificación de la calidad de los datos utilizados, y el uso de las calificaciones por los inversores y los reguladores. Otros análisis realizados por organizaciones internacionales y autoridades públicas en Estados Unidos y Europa coincidieron en la identificación de los aspectos mencionados anteriormente¹⁰.

El Eurosistema está muy interesado en el debate sobre las posibles medidas reguladoras relativas a las agencias de calificación crediticia por los motivos que se presentan a continuación.

En primer lugar, las agencias de calificación crediticia desempeñan un papel importante en el funcionamiento de los mercados, al reducir las asimetrías de información entre los emisores y los inversores, contribuyendo así a una asignación más eficiente de los riesgos y de los recursos por parte de los participantes en el mercado.

En segundo lugar, lo ocurrido durante la crisis fi-

nanciera ha mostrado que la percepción de deficiencias en la actividad de calificación crediticia llevada a cabo por las agencias de calificación puede empeorar la confianza del mercado y podría afectar negativamente a la estabilidad financiera.

En tercer lugar, el Eurosistema se ve directamente afectado por los servicios que prestan las agencias de calificación en el contexto de las tareas y obligaciones del Eurosistema en relación con la ejecución de la política monetaria y las operaciones de gestión de activos. El segundo guión del punto 1 del artículo 18 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (Estatutos del SEBC) estipula, en concreto, que el BCE y los bancos centrales nacionales pueden «realizar operaciones de crédito con entidades de crédito y demás participantes en el mercado, basando los préstamos en garantías adecuadas». En este sentido, un criterio importante que los activos deben cumplir para poder utilizarse como garantía (colateral) en las operaciones de política monetaria es que han de tener una elevada calidad crediticia. En la evaluación de la calidad crediticia de los activos admitidos como garantía, el Eurosistema tiene en cuenta, entre otros factores, la evaluación del crédito procedente de distintas fuentes, incluidas las agencias de calificación crediticia que se definen como «agencias externas de evaluación del crédito» (ECAI). Estas últimas están sujetas a criterios de aceptación generales, y se complementan con un procedimiento para seguir funcionamiento durante varios años, conforme a las condiciones publicadas en la Orientación del BCE sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema.

9 Foro de Estabilidad Financiera, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 de abril de 2008, p. 8.

10 Véase IOSCO, *Final Report on the subprime crisis*, mayo de 2008; SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examination of Select Credit Rating Agencies*, julio de 2008; Comisión Europea, *Impact assessment accompanying the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on credit rating agencies*, 12 de noviembre de 2008.

11 Para más detalles, véase la respuesta del Eurosistema a la consulta pública de la Comisión Europea, publicada en el sitio web del BCE el 25 de septiembre de 2008.

En este contexto, la opinión del Eurosistema es que las iniciativas relativas a las agencias de calificación crediticia deberían ir encaminadas al logro de los tres objetivos siguientes¹¹:

- *Aumentar la transparencia sobre la emisión de calificaciones y sobre la supervisión de esas calificaciones*: la mejora de los criterios de divulgación de información permitiría comparar mejor las evaluaciones realizadas por las agencias de calificación, con lo que se incrementaría la competencia y la innovación en el sector, al crear oportunidades para la evaluación entre pares y eliminar posibles desventajas competitivas derivadas de la falta de acceso a información sobre los activos de garantía subyacentes.
- *Lograr que el proceso de calificación satisfaga los criterios de calidad e integridad adecuados*: los modelos y procesos utilizados para emitir calificaciones deberían basarse en supuestos sólidos que eviten una volatilidad excesiva de las calificaciones, la cual podría provocar un acusada revaloración de los activos y reducir la confianza del mercado. El marco regulador debería facilitar también que los usuarios realizaran pruebas de estrés sobre parámetros clave de los modelos y disponer que las agencias de calificación crediticia informaran de los supuestos económicos en que se basan sus calificaciones de productos estructurados.
- *Proteger la integridad y la independencia de las agencias de calificación crediticia*: los conflictos de intereses deberían evitarse o tratarse de forma adecuada dentro de un marco regulador transparente, que sería necesario aplicar debidamente.

Además, el conflicto de intereses causado por el modelo de gestión de las agencias de calificación, según el cual los emisores pagan por las calificaciones, podría tratarse más a fondo en el medio plazo.

El reconocimiento de los asuntos que se acaban de mencionar dio lugar a una serie de iniciativas, tanto por parte del sector como de las autoridades públicas, que se presentan a continuación con mayor detalle.

3.2 INICIATIVAS DE MERCADO ENCAMINADAS A LA AUTORREGULACIÓN

Las agencias de calificación crediticia han anunciado recientemente cambios para mejorar la integridad de sus procesos de calificación. Algunos de los cambios ya se han puesto en práctica y otros están a punto de aplicarse, a la espera, en algunos casos, de la reacción del mercado. Las agencias de calificación son plenamente conscientes del hecho de que los fallos registrados en las calificaciones de los productos financieros estructurados han mermado la confianza de los participantes en el mercado y de los reguladores en la capacidad de las agencias para evaluar la calidad crediticia. Estos cambios son consecuencia de la urgente necesidad de adoptar cualquier medida que pueda contribuir a restablecer el papel único de las agencias de calificación crediticia como «guardianes» de los mercados de crédito mundiales.

En el informe conjunto que enviaron al IOSCO en abril del 2008, cinco agencias de calificación se comprometieron a poner en práctica, cuando fuera preciso, una serie de medidas para mejorar la independencia, la transparencia y la calidad del proceso de calificación crediticia, y contribuir a restablecer la confianza en este sector¹². Si bien muchas de las medidas propuestas son bastante esenciales, tratan de subsanar algunos de los fallos fundamentales que se pasaron por alto en épocas «normales», es decir, cuando los mercados financieros no sufren una situación de estrés. Se ha admitido que no se dio la prioridad necesaria a esos elementos básicos, en concreto en un momento de rápido crecimiento y de exceso en los mercados.

Un tema implícito en los cambios promovidos por las propias agencias de calificación es su reconocimiento de que la resolución de la actual crisis de confianza en el sector de las calificaciones crediticias recae fundamentalmente en ellas y que la intervención aislada de los reguladores no es solu-

12 Respuesta conjunta de A. M. Best Company, Inc., DBRS Limited, Fitch, Inc., Moody's Investors Service, Inc., y Standard & Poor's Rating Services al *IOSCO Technical Committee Consultation Report on the Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*, abril del 2008.

ción para superar esta crisis de confianza. La regulación pública puede ser contraproducente, pues los participantes en el mercado podrían considerar que ello supone el apoyo oficial de las calificaciones emitidas por las agencias de calificación crediticia, lo que tal vez no sea deseable para el adecuado funcionamiento de los mercados de crédito.

Aunque las tres medidas de acción citadas por las agencias de calificación crediticia en sus planes de autorregulación coinciden con los tres objetivos del BCE relativos a una posible actuación reguladora en lo que respecta a las agencias de calificación (independencia, calidad de las calificaciones y transparencia), es discutible que las medidas propuestas por las agencias tengan el alcance suficiente como para resolver los asuntos que son motivo de preocupación. Las agencias se han comprometido a poner en marcha un total de 22 medidas concretas, seis de ellas relacionadas con la independencia del proceso de calificación crediticia, ocho, con la calidad de las calificaciones y ocho, con la transparencia. Como se acaba de comentar, estas medidas son bastante importantes si se consideran individualmente, pero no tienen el calado suficiente para resolver totalmente las cuestiones que se han planteado durante la crisis financiera en relación con el funcionamiento y el papel de las agencias de calificación crediticia en los mercados de crédito desarrollados.

3.3 INICIATIVAS ESTADOUNIDENSES

El 11 de junio de 2008, la SEC propuso nuevas normas relativas a las agencias de calificación crediticia para complementar las normas implantadas de conformidad con la Ley de reforma de las agencias de calificación crediticia de junio del 2007, que tenía por objeto aumentar la transparencia del proceso de calificación y frenar las prácticas que habían contribuido a las turbulencias recientes en los mercados financieros¹³.

En particular, la SEC propuso:

- (i) prohibir a las agencias de calificación crediticia emitir calificaciones sobre productos

estructurados, a menos que se disponga de información sobre los activos que respaldan los productos, así como estructurar cualquier producto que hayan calificado;

- (ii) exigir a las agencias de calificación crediticia que efectúen una distinción entre las calificaciones que emiten sobre productos estructurados y las que emiten sobre bonos, bien sea mediante el empleo de símbolos diferentes o bien mediante la publicación de un informe en el que se presenten las diferencias entre las calificaciones de productos estructurados y las de otros valores, y
- (iii) eliminar las referencias a las calificaciones de las NRSRO de las normas y los formularios establecidos en la Ley del Mercado de Valores de 1934, con el fin de que el papel que la SEC ha atribuido en sus normas a las calificaciones crediticias sea coherente con el objetivo de conseguir que la evaluación de los riesgos efectuada por los inversores sea independiente y que los límites y fines de la calificación crediticia de los productos estructurados sea clara para los inversores. Esta medida aborda la preocupación relativa a que el empleo de las calificaciones de las NRSRO en las normas y formularios de la SEC podrían haber contribuido a una dependencia indebida de dichas calificaciones¹⁴.

Por último, el 3 de diciembre de 2008 la SEC aprobó una serie de medidas para incrementar la transparencia y la rendición de cuentas de las agencias de calificación crediticia y para lograr que las empresas proporcionen calificaciones más significativas y una mayor información a los inversores¹⁵. Las actuaciones de la SEC se basaron en un análisis exhaustivo, llevado a cabo durante diez meses, de las tres principales agencias de calificación crediticia, que encontró importantes deficiencias en las prácticas relativas a la calificación crediticia.

¹³ Véase www.sec.gov/news/press/2008/2008-110.htm.

¹⁴ Véase www.sec.gov/news/speech/2008/spch062508ers-2.htm.

¹⁵ Véase www.sec.gov/news/press/2008/2008-284.htm.

3.4 INICIATIVAS DE LA UE

En la UE, a solicitud de la Comisión Europea, el CESR preparó en mayo del 2008 un informe sobre el proceso de calificación de instrumentos financieros estructurados en el contexto de las recientes turbulencias, en el que se ponían de manifiesto medidas específicas para mejorar la conducta de las agencias de calificación crediticia. El 31 de julio, la Comisión Europea publicó dos documentos de consulta relativos a (a) un marco regulador completo para las agencias de calificación crediticia, y (b) opciones de política para abordar el problema de la dependencia excesiva de las calificaciones.

Tras la consulta y la solicitud del Consejo de la UE de 16 de octubre de 2008 de una propuesta para fortalecer las normas relativas a las agencias de calificación crediticia y su supervisión a nivel

de la UE, la Comisión Europea adoptó una propuesta legislativa el 12 de noviembre de 2008.

La propuesta establece las condiciones para la emisión de calificaciones crediticias que son necesarias para restablecer la confianza del mercado y aumentar la protección de los inversores. Más concretamente, la propuesta pretende que los supervisores europeos puedan controlar las actividades de las agencias cuyas calificaciones se utilizan principalmente con fines de regulación por entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, compañías de seguros y reaseguros, instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones de la UE.

En noviembre del 2008, la Comisión presentó formalmente su propuesta de Reglamento, y, en marzo del 2009, se envió el texto definitivo al Consejo Ecofin y, posteriormente, al Parlamento Europeo para su adopción.

Recuadro

LA PROPUESTA DE LA COMISIÓN EUROPEA

Los principales elementos de la propuesta de la Comisión Europea son los siguientes.

Independencia e inexistencia de conflictos de intereses

La propuesta se propone reformar las estructuras de gobierno interno, introduciendo controles internos y líneas jerárquicas sólidas, y separando claramente la función de calificación de la de incentivos empresariales. La supervisión externa se fortalece al asignar tareas específicas a los miembros independientes de los consejos de administración o de supervisión de las agencias de calificación crediticia. También se solicita a estas agencias que limiten su actividad a la calificación crediticia y a operaciones afines y que excluyan los servicios de consultoría o asesoría. Los empleados están sujetos a mecanismos de rotación.

Calidad de las calificaciones

Los nuevos requerimientos pretenden que los participantes en los mercados más sofisticados puedan comprobar la solidez de las metodologías utilizadas y verificar las calificaciones emitidas por la agencia calificación crediticia, pero también aumentar la disciplina de mercado. Para cumplir estos objetivos, se exige a las agencias de calificación crediticia que informen a su debido tiempo de las metodologías, modelos y supuestos principales que utilizan en el proceso de calificación. Los métodos deben mantenerse actualizados y ser sometidos a revisiones, y las agencias de calificación deben revisar continuamente sus calificaciones. Además, se exige a estas agencias que empleen metodologías rigurosas, sistemáticas y que generen calificaciones que puedan ser validadas a partir de la experiencia histórica.

Aumento de la transparencia

Las agencias de calificación crediticia deben hacer pública información sobre los conflictos de intereses, las metodologías, los supuestos de calificación principales, y el carácter de su política de remuneración. También deben informar regularmente de los datos sobre las tasas de impago de las categorías de calificación, por lo que el CESR se encargará de crear un registro central público de tales datos. Las agencias de calificación crediticia deben publicar un informe anual y mantener un registro con sus actividades.

Registro y supervisión de las agencias de calificación crediticia

La propuesta establece que el CESR constituye el «punto de contacto único» para el registro, pues es el más indicado para hacer las veces de ventanilla única a efectos de las solicitudes y de punto central para la información y coordinación de todos los reguladores nacionales de la UE. Sin embargo, la responsabilidad del registro de las agencias de calificación crediticia recae en la autoridad competente del Estado miembro de origen. Para poder actuar como punto de contacto único, es conveniente asociar estrechamente al CESR al proceso de registro desde un principio y reconocerle el derecho a pronunciarse sobre la conveniencia de que la autoridad competente del Estado miembro de origen proceda a la inscripción o baja registral, así como otorgarle la posibilidad de exigir el reexamen de los proyectos de decisión.

La autoridad competente del Estado miembro de origen se encarga de la supervisión de la agencia de calificación crediticia, en colaboración con las autoridades competentes de los otros Estados miembros interesados. Se insta a las autoridades competentes a que establezcan un colegio de supervisores y operen a través de él, y a que mantengan debidamente informado al CESR. Efectivamente, se pide a esta institución que brinde asesoramiento y que, en cooperación con el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS) y del Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación (CEIOPS), publique orientaciones sobre diversos temas, incluidos los acuerdos de coordinación entre las autoridades competentes; las prácticas y las actividades relativas a su cumplimiento; y las normas comunes para la presentación de información.

Con el fin de que las autoridades competentes puedan desempeñar sus tareas de conformidad con la legislación nacional, la propuesta les concede las siguientes facultades:

- podrán tener acceso a cualquier documento bajo cualquier forma y recibir y realizar copias del mismo;
- podrán requerir información de cualquier persona y, en su caso, convocar e interrogar a una persona para obtener información;
- podrán realizar inspecciones in situ con o sin previo aviso; y
- podrán requerir una relación de comunicaciones telefónicas y tráfico de datos.

Las autoridades competentes pueden ejercer sus facultades directamente, en colaboración con otras autoridades, o solicitándolo a las autoridades judiciales competentes. Cuando una autoridad competente determina que una agencia de calificación crediticia registrada está incumpliendo las obligaciones que se derivan del Reglamento, podrá imponer sanciones, incluidas la baja registral, la prohibición temporal de emitir calificaciones crediticias y/o la suspensión del uso de las calificaciones crediticias con fines de regulación. Para mayor claridad, entre las obligaciones cuyo incumplimiento puede dar lugar a la adopción de sanciones por parte de las autoridades competentes, la propuesta hace referencia frecuentemente a los requerimientos relativos a la independencia y a la inexistencia de conflictos de intereses.

La propuesta requiere la cooperación de las autoridades competentes. A este respecto, estipula que, en caso de conflicto, las autoridades competentes deben comunicar el asunto al CESR para que se pronuncie sobre él. Además, las autoridades competentes deben, sin retraso indebido, facilitarse entre sí la información requerida para poder desempeñar sus deberes de conformidad con el Reglamento. Las autoridades competentes podrían proporcionar a los supervisores, a los bancos centrales, al SEBC, al BCE, y a cualesquiera otras autoridades públicas responsables de vigilar los sistemas de pago y liquidación la información confidencial para el desempeño de sus funciones.

Cabe señalar que algunas de las normas propuestas se basan en el conjunto de principios establecidos en el código IOSCO. La propuesta da a esas normas un carácter legalmente vinculante. Además, en los casos en que los principios del código IOSCO no son suficientes para restablecer la confianza del mercado y lograr la protección de los inversores, la Comisión Europea ha propuesto normas más estrictas.

En el momento en que se escribía este artículo, el Consejo de la UE y el Parlamento Europeo se encontraban debatiendo la propuesta de la Comisión Europea. La negociación política puede dar lugar a importantes cambios en el marco regulador propuesto.

3.5 LA OPINIÓN DEL BCE SOBRE LA PROPUESTA DE LA COMISIÓN EUROPEA

Una de las cuestiones que son objeto de un intenso debate en el contexto europeo se refiere al elemento principal de un marco a nivel de la UE que proporcionaría la adecuada coordinación de las actividades de las autoridades nacionales en el campo del registro y la supervisión de las agencias de calificación crediticia.

En respuesta a la consulta pública iniciada por la Comisión Europea el 31 de julio de 2008, el Eurosistema expresaba su apoyo al desempeño de un papel coordinador por parte del CESR dentro de un marco que contemple la participación estrecha de todas las autoridades nacionales relevantes. El Eurosistema también puso de relieve que cualquier mecanismo de coordinación establecido para la regulación y la supervisión de las agencias de calificación crediticia debería diseñarse conside-

rando debidamente dos elementos, a saber (i) la necesidad de evitar la duplicación de los procedimientos con los instaurados por los supervisores bancarios para reconocer las agencias de calificación crediticia como ECAI, de conformidad con los requerimientos previstos en la Directiva sobre adecuación del capital y (ii) la necesidad de contemplar un nivel de participación adecuado por parte del Eurosistema, dado su gran interés desde una perspectiva de estabilidad financiera y el hecho de que ya ha establecido un marco para el conjunto del Eurosistema con el fin de efectuar un seguimiento del funcionamiento y el comportamiento de las agencias de calificación crediticia.

En lo que se refiere al marco supervisor propuesto para las agencias de calificación crediticia, que se centra en los reguladores de los mercados de valores y en el papel de coordinación desempeñado por el CESR, deberían establecerse los mecanismos adecuados para garantizar la coordinación con los supervisores bancarios y con los bancos centrales.

En primer lugar, en cuanto a la cooperación con los supervisores bancarios, el Eurosistema acoge con satisfacción la introducción de disposiciones destinadas a garantizar que el Reglamento propuesto incluya todos los criterios que deberían cumplirse de acuerdo con el proceso de reconocimiento de las ECAI. Ello evitaría que las agencias de calificación crediticia estén sujetas a requerimientos que se solapen o entren en conflicto con aquellos establecidos en el Reglamento propuesto. Además, el Eurosistema acoge favorablemente la introducción de la consulta obligatoria del CEBS (así como del CEIOPS) con anterioridad a la publicación de orientaciones para las autoridades nacionales competentes.

En segundo lugar, en cuanto a los acuerdos de coordinación con el BCE y el Eurosistema, el Reglamento propuesto debería estar en línea con los cambios propuestos recientemente en la Directiva sobre adecuación del capital¹⁶ para el intercambio de información entre los reguladores de los mercados de valores, los bancos centrales y el BCE. En particular, el Reglamento debería permitir la transmisión de información desde las autoridades nacionales competentes a los bancos centrales de la UE, incluido el BCE, si tal información es de importancia para el desempeño de las tareas clave de banca central, como la ejecución de la política monetaria, la vigilancia de los sistemas de pago y liquidación de valores, y la salvaguarda de la estabilidad financiera.

En el momento en que se escribía este artículo, el BCE estaba terminando de preparar su dictamen sobre la propuesta de la Comisión Europea.

4 LA SUPERVISIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA POR EL EUROSISTEMA COMO EXIGE EL MARCO DE EVALUACIÓN DEL CRÉDITO DEL EUROSISTEMA

En su calidad de autoridad monetaria, el BCE realiza actualmente un seguimiento del funcionamiento y de las actividades de las agencias de calificación crediticia. En el contexto de la ejecución de las operaciones de política monetaria, lo hace a través del denominado Sistema de Evaluación del Crédito del Eurosistema (ECAF) para los activos de garantía admitidos. El ECAF es el conjunto de normas y procedimientos que aseguran que los activos utilizados por las entidades de contrapartida para garantizar el crédito obtenido en las operaciones de política monetaria tengan la calidad adecuada. Una de las tareas más importantes del ECAF es velar por que las agencias de calificación crediticia admisibles para los fines ECAF, utilizadas como fuente de información para la evaluación crediticia de los activos de garantía, se ajusten a determinados criterios operativos y de funcionamiento definidos por el Eurosistema.

El procedimiento de seguimiento del funciona-

miento definido por el BCE se aplica sistemáticamente a las distintas agencias de calificación crediticia admitidas, y consiste en una evaluación ex-post de las calificaciones emitidas por la agencia de calificación mediante un programa de control a posteriori (*back-testing*). Para ello, el BCE exige que todas las agencias de calificación admitidas proporcionen información sobre un grupo o *pool* estático de deudores evaluados dentro de una categoría de calificación dada a principios de año, así como de si han pasado a pertenecer a otra categoría o a incurrir en impago. Los resultados de estos análisis se comparten con las agencias de calificación, se examina cualquier desviación posible del comportamiento esperado y se acuerda con la agencia de calificación las posibles medidas de seguimiento para mejorar el funcionamiento. El marco actual permite excluir a una agencia cuando se observa una situación grave de mal funcionamiento durante un período predeterminado y no mejora su emisión de calificaciones.

El ECAF también asegura que la correspondencia de las diferentes escalas de calificación de las distintas agencias de calificación crediticia se aplique correctamente. Ello requiere entender bien lo que significa la emisión de calificaciones por parte de una agencia. Por lo tanto, a las agencias de calificación se les exige regularmente que proporcionen la información necesaria para poder construir correctamente las tablas de correspondencia de las calificaciones.

Además, el BCE ha establecido un diálogo directo con las agencias de calificación crediticia del ECAF sobre la mejora de la difusión de los análisis de las calificaciones, la información sobre la supervisión del funcionamiento y el perfeccionamiento de las metodologías utilizadas en las calificaciones crediticias. Se presta especial atención a la mejora de la transparencia de los procesos de supervisión llevados a cabo por las agencias de calificación en el área de las finanzas estructuradas. Desde el inicio de la crisis financiera, el BCE ha modificado

¹⁶ Véase la reciente propuesta de la Comisión por la que se modifica la Directiva sobre adecuación del capital (Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE).

las medidas de control de riesgos para mejorar la transparencia de las calificaciones de los bonos de titulización¹⁷. Las calificaciones de los bonos de titulización se explicarán y publicarán en un informe (un informe pre-venta detallado o un informe de nueva emisión), que incluirá un análisis exhaustivo de los aspectos estructurales y legales, un análisis detallado del conjunto de activos titulizados, y un análisis de los participantes en la operación y de cualesquiera otras características relevantes de la transacción. Además, las agencias de calificación tendrán que publicar revisiones de las calificaciones, como mínimo con periodicidad trimestral¹⁸. Estos informes deberán incluir, al menos, una actualización de los principales datos de las operaciones (por ejemplo, composición del conjunto de activos titulizados, participantes en la operación y estructura de capital) y medidas ex-post de la calidad de las calificaciones otorgadas previamente (*performance data*). El BCE está trabajando en estos momentos con las agencias de calificación en el reforzamiento de la supervisión llevada a cabo por las agencias de calificación, con el fin de introducir en el proceso de supervisión existente un nivel de información préstamo a préstamo para los bonos de titulización admitidos en las operaciones del Euro-sistema. Se considera que los fallos en el proceso de supervisión de las calificaciones de los bonos respaldados con hipotecas de alto riesgo o *subprime* han tenido un importante papel en el inicio de la crisis financiera. Estos esfuerzos mejorarán la calidad del proceso de supervisión al permitir a las agencias de calificación la pronta identificación de cualquier problema con los activos que respaldan las operaciones. Se espera que al mejorar la transparencia del proceso de supervisión, los participantes en el mercado recuperen la confianza en la labor desarrollada por las agencias de calificación en los mercados de titulización, lo que permitiría su reactivación.

5 CONCLUSIONES

El carácter internacional del sector de calificaciones crediticias exige un acuerdo a nivel mundial sobre los principales elementos de la respuesta reguladora a las deficiencias puestas de manifiesto por la crisis financiera. Por lo tanto, el Eurosistema

tema acoge con satisfacción el acuerdo alcanzado por los líderes del G-20 el 2 de abril de 2009 en lo que se refiere a la introducción de un régimen de supervisión de las agencias de calificación crediticia cuyas calificaciones se utilizan con fines de regulación, que incluirá el registro obligatorio, así como normas y procedimientos para gestionar los conflictos de intereses y garantizar la transparencia y la calidad del proceso de calificación. El marco de supervisión de las distintas jurisdicciones debería ser semejante, y las autoridades nacionales deberían intercambiar información; también a través de IOSCO.

Además, las autoridades nacionales deberían poder estar facultadas para imponer normas y exigir a las agencias de calificación crediticia cambios en las prácticas y los procedimientos para gestionar los conflictos de intereses y asegurar la transparencia y la calidad del proceso de calificación. Por último, dado el carácter internacional de algunas agencias de calificación crediticia, el marco de supervisión de las distintas jurisdicciones debería ser semejante, y debería haber un intercambio adecuado de información entre las autoridades nacionales responsables de la supervisión de las agencias de calificación crediticia. En concreto, el papel de IOSCO de seguir garantizado la coherencia de las regulaciones relativas a las agencias de calificación crediticia de las distintas jurisdicciones, mediante revisiones y actualizaciones regulares del código, tendría una importancia crucial para que los participantes en el mercado puedan seguir teniendo confianza en la fiabilidad de las calificaciones proporcionadas por las agencias de calificación crediticia.

17 Véase la nota de prensa del BCE de 4 de septiembre de 2008 sobre la revisión bienal de las medidas de control de riesgos.

18 Para bonos de titulización cuyos activos subyacentes pagan principal e intereses con frecuencia semestral o anual, los informes de supervisión pueden tener periodicidad semestral o anual, respectivamente.

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 interés ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2), 3)}	M3 ^{2), 3)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ²⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ²⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje, fin de período) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	6,5	9,9	11,2	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2008	2,4	9,7	9,7	-	9,5	19,0	4,64	3,69
2008 II	2,3	10,2	10,2	-	10,5	17,3	4,86	4,73
III	0,7	9,2	9,1	-	9,1	18,6	4,98	4,34
IV	2,7	8,9	8,2	-	7,4	20,4	4,24	3,69
2009 I	5,3	7,3	6,0	-	4,6	.	2,01	3,77
2008 Nov	2,1	8,7	7,7	8,0	7,1	20,5	4,24	3,77
Dic	3,3	8,3	7,5	7,1	5,8	24,5	3,29	3,69
2009 Ene	5,1	7,5	6,0	6,4	5,1	25,4	2,46	4,02
Feb	6,3	7,0	5,8	5,6	4,3	27,2	1,94	3,85
Mar	5,9	6,2	5,1	.	3,2	.	1,64	3,77
Abr	.	.	.	.	.	.	1,42	3,79

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo ⁵⁾

	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	3,8	84,1	1,8	7,5
2008	3,3	5,9	3,5	0,8	-1,7	81,8	0,8	7,5
2008 III	3,8	8,2	4,2	0,6	-1,4	82,2	0,6	7,6
IV	2,3	3,3	3,8	-1,4	-9,0	78,1	0,0	8,0
2009 I	1,0	-1,8	.	.	.	72,6	.	8,7
2008 Nov	2,1	2,8	-	-	-9,1	-	-	8,0
Dic	1,6	1,1	-	-	-12,3	-	-	8,2
2009 Ene	1,1	-0,7	-	-	-16,1	74,7	-	8,4
Feb	1,2	-1,7	-	-	-18,4	-	-	8,7
Mar	0,6	-3,1	-	-	.	-	-	8,9
Abr	0,6	.	-	-	.	70,5	-	.

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	24,8	46,4	-92,5	159,7	347,4	107,9	109,0	1,3705
2008	-81,2	-6,1	-251,3	439,2	383,9	113,0	113,6	1,4708
2008 II	-28,0	6,1	-53,4	27,3	353,9	116,0	116,6	1,5622
III	-21,2	-9,0	-35,9	121,5	370,9	114,1	114,3	1,5050
IV	-20,7	-0,7	-86,7	201,8	383,9	109,1	109,6	1,3180
2009 I	.	.	.	.	395,8	111,9	112,2	1,3029
2008 Nov	-12,2	-4,0	-53,3	60,2	393,4	107,1	107,6	1,2732
Dic	-3,4	-0,4	-22,5	6,4	383,9	112,4	112,8	1,3449
2009 Ene	-19,2	-10,1	-15,9	-7,4	409,9	111,9	112,3	1,3239
Feb	-1,4	1,5	-13,2	61,2	419,7	110,4	110,7	1,2785
Mar	.	.	.	.	395,8	113,3	113,5	1,3050
Abr	.	.	.	.	.	112,5	112,7	1,3190

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 10 abril	2009 17 abril	2009 24 abril	2009 1 mayo
Oro y derechos en oro	241.669	241.663	240.840	240.829
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	158.050	157.016	157.916	157.136
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	142.130	139.379	125.314	125.335
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	17.897	19.401	20.397	20.519
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	667.946	681.665	676.404	655.014
Operaciones principales de financiación	237.635	249.411	244.126	233.157
Operaciones de financiación a plazo más largo	428.467	432.162	432.163	419.093
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	1.836	80	107	2.753
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	9	12	8	12
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	33.609	32.044	31.449	27.907
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	293.945	292.829	293.964	294.095
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	37.397	37.397	37.397	36.790
Otros activos	235.154	238.689	240.281	241.601
Total activo	1.827.798	1.840.083	1.823.963	1.799.225

2. Pasivo

	2009 10 abril	2009 17 abril	2009 24 abril	2009 1 mayo
Billetes en circulación	762.064	756.560	752.675	759.167
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	253.856	278.367	280.409	241.738
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	232.143	256.260	249.149	173.939
Facilidad de depósito	21.488	21.872	31.069	67.774
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	225	236	192	26
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	295	320	440	432
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	155.768	149.763	152.284	164.891
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	200.021	197.392	184.190	179.879
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	2.901	1.448	1.665	2.929
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	11.293	12.192	10.596	9.050
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.551	5.551	5.551	5.551
Otros pasivos	159.996	162.688	160.357	159.793
Cuentas de revalorización	202.952	202.952	202.952	202.952
Capital y reservas	73.102	72.850	72.843	72.843
Total pasivo	1.827.798	1.840.083	1.823.963	1.799.225

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 1999 hasta el 9 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito. Respecto a las operaciones principales de financiación, las variaciones en el tipo de interés tienen efecto a partir de la primera operación posterior a la fecha indicada, excepto la del 18 de septiembre de 2001, que tuvo efecto el mismo día. A partir del 10 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito, a la facilidad marginal de crédito y a las operaciones principales de financiación (las variaciones en el tipo de interés tendrán efecto a partir de la operación principal de financiación posterior a 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								
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
8	233.234	535	233.234	1,25	-	-	-	7
15	249.411	557	249.411	1,25	-	-	-	7
22	244.126	563	244.126	1,25	-	-	-	7
29	233.157	526	233.157	1,25	-	-	-	7
6 May	234.197	503	234.197	1,25	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2009 29 Ene	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
8 Abr	131.839	119	131.839	1,25	-	-	-	35
9	36.087	75	36.087	1,25	-	-	-	182
16	13.152	37	13.152	1,25	-	-	-	84
30	30.170	90	30.170	1,25	-	-	-	91

2. Otras operaciones de subasta

Otras operaciones de subasta											
Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días	
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ⁵⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008 16 Sep	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	
7 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	105.486	114	103.876	-	-	1,50	1,30	1,12	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 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	18.510,3	10.186,3	879,8	2.424,3	1.315,3	3.704,7
Feb	18.466,6	10.142,2	870,3	2.438,4	1.272,4	3.743,2

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 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	221,6	0,8	0,0	1,50
12 May	219,7	.	.	.	.

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 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
7 Abr	508,0	230,5	443,1	1,1	0,0	57,8	3,7	747,3	139,0	13,3	221,6	1.026,6

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 euro ¹⁾

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
	1	2	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM	10	11	12	13	14
Eurosistema														
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
IV	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	2.830,2	1.606,0	18,6	0,7	1.586,8	362,5	314,6	2,5	45,4	-	14,2	523,8	16,0	307,7
Feb	2.772,6	1.537,1	18,6	0,7	1.517,8	366,5	318,3	2,7	45,6	-	13,6	530,5	15,9	309,0
Mar ^(p)	2.783,6	1.555,3	18,7	0,7	1.535,9	374,1	322,7	2,5	48,9	-	13,9	491,0	15,7	333,5
IFM, excluido el Eurosistema														
2006	25.944,6	14.881,7	809,0	9.134,7	4.938,0	3.561,5	1.278,8	645,8	1.636,9	83,5	1.171,4	4.336,6	172,6	1.737,4
2007	29.448,1	16.894,2	954,5	10.139,0	5.800,8	3.890,1	1.196,9	952,9	1.740,3	93,5	1.293,8	4.886,1	205,7	2.184,7
2008 III	31.534,6	18.134,9	978,7	10.800,7	6.355,5	4.207,3	1.195,4	1.106,3	1.905,6	101,8	1.316,1	5.125,7	203,2	2.445,5
IV	31.857,0	18.056,0	968,4	10.769,5	6.318,1	4.631,3	1.244,2	1.395,6	1.991,5	98,7	1.200,2	4.763,2	211,6	2.896,0
2009 Ene	32.304,1	18.204,8	984,5	10.856,9	6.363,4	4.768,7	1.308,8	1.407,6	2.052,3	101,6	1.205,0	4.871,6	210,6	2.941,7
Feb	32.149,2	18.074,7	981,1	10.833,5	6.260,1	4.847,0	1.342,3	1.427,9	2.076,8	102,8	1.189,3	4.779,9	215,1	2.940,4
Mar ^(p)	31.736,9	17.909,4	970,1	10.815,8	6.123,5	4.923,0	1.387,7	1.444,8	2.090,5	104,1	1.187,6	4.529,4	213,9	2.869,6

2. Pasivo

	Total	Effectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
	1	2	Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM	7	8	9	10	11
Eurosistema											
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
IV	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	2.830,2	761,9	1.093,1	102,5	19,1	971,6	-	0,1	302,6	329,1	343,3
Feb	2.772,6	763,8	1.075,8	110,9	22,3	942,6	-	0,1	313,8	301,5	317,7
Mar ^(p)	2.783,6	768,9	1.114,9	135,6	23,3	956,0	-	0,1	296,4	301,6	301,8
IFM, excluido el Eurosistema											
2006	25.944,6	-	13.265,1	124,1	7.901,8	5.239,3	698,3	4.233,6	1.454,1	3.991,4	2.302,2
2007	29.448,1	-	15.098,2	126,9	8.885,4	6.085,8	754,1	4.631,4	1.683,4	4.533,4	2.747,6
2008 III	31.534,6	-	16.234,4	139,9	9.347,6	6.746,8	833,2	4.851,8	1.755,9	4.890,5	2.968,8
IV	31.857,0	-	16.762,5	190,7	9.709,6	6.862,1	825,4	4.849,7	1.767,7	4.404,0	3.247,8
2009 Ene	32.304,1	-	16.820,1	222,6	9.760,6	6.836,9	859,8	4.920,6	1.787,7	4.678,8	3.237,0
Feb	32.149,2	-	16.710,7	228,2	9.766,0	6.716,5	880,4	4.970,6	1.784,2	4.572,1	3.231,2
Mar ^(p)	31.736,9	-	16.609,8	216,1	9.788,3	6.605,3	883,0	4.930,0	1.798,2	4.348,8	3.167,1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2006	19.710,1	9.964,0	828,7	9.135,3	2.114,5	1.466,3	648,2	811,4	4.687,9	187,3	1.945,0
2007	22.317,5	11.111,9	972,3	10.139,6	2.376,9	1.422,0	954,9	882,2	5.259,8	220,9	2.465,9
2008 III	23.777,8	11.798,5	997,2	10.801,3	2.541,6	1.432,9	1.108,7	874,3	5.608,1	219,2	2.736,2
IV	24.112,3	11.757,2	987,1	10.770,1	2.950,1	1.552,1	1.398,0	787,5	5.243,0	227,3	3.147,2
2009 Ene	24.505,1	11.860,7	1.003,1	10.857,6	3.033,5	1.623,5	1.410,0	789,2	5.395,3	226,6	3.199,8
Feb	24.445,1	11.833,9	999,7	10.834,2	3.091,2	1.660,6	1.430,6	777,1	5.310,5	230,9	3.201,6
Mar ^(p)	24.141,4	11.805,3	988,8	10.816,4	3.157,7	1.710,4	1.447,3	774,2	5.020,4	229,6	3.154,1
Operaciones											
2006	1.999,9	874,8	-14,2	889,0	13,0	-94,0	107,1	97,9	806,0	6,4	201,7
2007	2.574,0	1.014,8	-9,9	1.024,7	232,2	-46,3	278,5	55,5	782,0	-0,5	490,0
2008	1.602,3	600,3	12,1	588,3	362,0	58,3	303,7	-55,3	-74,3	-2,1	771,6
2008 IV	213,2	-45,3	-9,7	-35,6	196,9	52,5	144,4	-69,7	-323,5	1,0	453,8
2009 I ^(p)	-166,1	9,7	2,1	7,7	189,6	143,4	46,2	-0,6	-314,4	0,8	-51,3
2009 Ene	99,6	39,6	14,6	25,0	63,8	56,6	7,1	10,3	-43,1	-2,2	31,3
Feb	-100,7	-25,7	-3,3	-22,3	56,4	37,0	19,4	-6,7	-114,7	4,4	-14,4
Mar ^(p)	-165,0	-4,2	-9,1	5,0	69,4	49,7	19,6	-4,1	-156,6	-1,3	-68,2

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	19.710,1	592,3	157,8	7.917,7	614,6	2.569,8	1.285,5	4.026,7	2.537,7	7,9
2007	22.317,5	638,6	150,8	8.904,5	660,4	2.849,6	1.492,4	4.599,4	3.077,9	-56,5
2008 III	23.777,8	657,2	191,2	9.365,3	731,1	2.907,2	1.563,6	5.178,6	3.252,0	-68,7
IV	24.112,3	723,0	259,6	9.726,2	726,3	2.817,8	1.614,5	4.787,3	3.571,1	-114,0
2009 Ene	24.505,1	712,3	325,1	9.779,7	757,9	2.822,9	1.660,3	5.007,9	3.580,4	-141,6
Feb	24.445,1	716,0	339,1	9.788,4	777,3	2.848,3	1.672,3	4.873,6	3.548,8	-118,8
Mar ^(p)	24.141,4	720,0	351,7	9.811,7	778,7	2.790,7	1.667,3	4.650,3	3.468,9	-98,1
Operaciones										
2006	1.999,9	59,4	-15,2	681,5	27,6	284,3	59,7	600,9	253,7	48,0
2007	2.574,0	45,8	-13,4	838,9	54,5	270,0	149,9	774,9	466,2	-13,2
2008	1.602,3	83,4	106,0	605,7	29,8	-42,9	141,2	63,2	673,4	-57,7
2008 IV	213,2	65,8	68,4	203,6	-10,4	-94,3	43,7	-395,4	379,1	-47,3
2009 I ^(p)	-166,1	-4,5	89,2	29,4	53,7	-36,7	38,9	-196,6	-134,9	-4,5
2009 Ene	99,6	-12,1	62,5	-14,9	32,7	-29,0	24,2	75,2	35,9	-75,0
Feb	-100,7	3,6	14,0	9,2	19,6	22,7	8,7	-146,9	-49,8	18,2
Mar ^(p)	-165,0	4,0	12,7	35,1	1,4	-30,5	6,1	-125,0	-121,0	52,3

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) Salos mantenidos por residentes en la zona del euro.

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

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

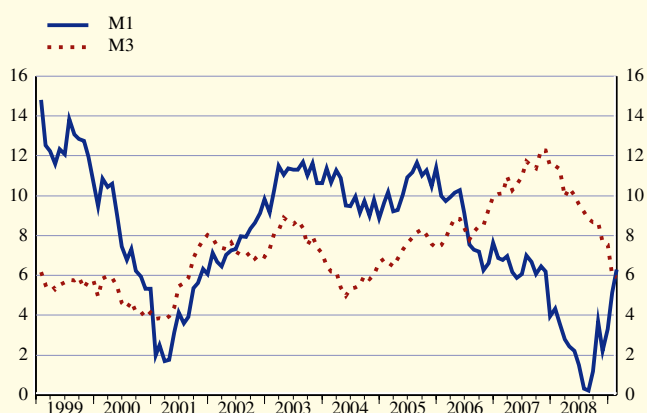
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios ²⁾ y contrapartidas

	M3					M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ⁴⁾
	M2		M3-M2						Préstamos	Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ³⁾		
	M1	M2-M1										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2006	3.685,1	2.959,0	6.644,1	1.099,6	7.743,7	-	5.427,8	2.319,8	10.619,0	9.148,3	-	637,3
2007	3.837,7	3.518,3	7.356,1	1.308,5	8.664,6	-	5.967,8	2.416,2	12.003,9	10.156,5	-	634,7
2008 III IV	3.894,3	3.986,1	7.880,4	1.367,3	9.247,7	-	6.123,9	2.443,8	12.801,8	10.793,8	-	434,7
	3.981,9	4.046,7	8.028,6	1.378,1	9.406,7	-	6.284,3	2.562,4	12.977,6	10.785,9	-	428,6
2009 Ene Feb Mar ^(p)	4.103,6	3.990,2	8.093,8	1.307,8	9.401,6	-	6.445,8	2.626,1	13.085,0	10.872,0	-	371,4
	4.138,5	3.983,0	8.121,5	1.322,0	9.443,4	-	6.494,5	2.657,7	13.090,2	10.861,5	-	419,1
	4.123,1	3.964,9	8.088,0	1.312,2	9.400,2	-	6.455,4	2.687,3	13.039,8	10.814,4	-	370,0
	Operaciones											
2006	260,5	308,8	569,2	130,1	699,3	-	428,2	-112,2	1.102,7	896,5	964,5	204,2
2007	148,8	529,8	678,6	224,3	902,9	-	466,9	-59,6	1.362,1	1.028,5	1.130,9	5,3
2008	125,8	487,4	613,2	44,2	657,4	-	156,5	70,3	832,4	587,1	770,3	-138,9
2008 IV	84,9	57,7	142,6	10,0	152,6	-	-7,9	51,2	44,2	-12,3	84,0	39,6
2009 I ^(p)	107,3	-100,0	7,3	-61,5	-54,2	-	137,9	110,3	33,2	-10,3	16,8	-90,8
2009 Ene Feb Mar ^(p)	83,3	-81,3	2,0	-64,8	-62,8	-	93,6	47,4	48,6	23,6	33,5	-107,2
	34,8	-6,2	28,6	14,3	42,9	-	42,4	31,5	10,6	-9,5	-1,5	30,4
	-10,8	-12,5	-23,3	-11,0	-34,3	-	1,9	31,3	-26,0	-24,4	-15,3	-14,0
	Tasas de crecimiento											
2006 Dic	7,6	11,6	9,4	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,6	11,6	10,8	11,6	204,2
2007 Dic	4,0	17,9	10,2	20,5	11,6	11,9	8,5	-2,6	12,8	11,2	12,3	5,3
2008 Sep Dic	1,2	17,8	9,0	7,3	8,7	8,8	5,0	0,9	10,1	8,5	9,6	-222,1
	3,3	13,7	8,3	3,3	7,5	7,1	2,6	2,9	6,9	5,8	7,5	-138,9
2009 Ene Feb Mar ^(p)	5,1	10,1	7,5	-2,7	6,0	6,4	3,5	5,0	6,4	5,1	6,9	-237,3
	6,3	7,8	7,0	-0,8	5,8	5,6	4,5	6,7	5,7	4,3	6,1	-188,2
	5,9	6,4	6,2	-1,0	5,1	.	4,3	7,7	4,7	3,2	5,0	-171,1

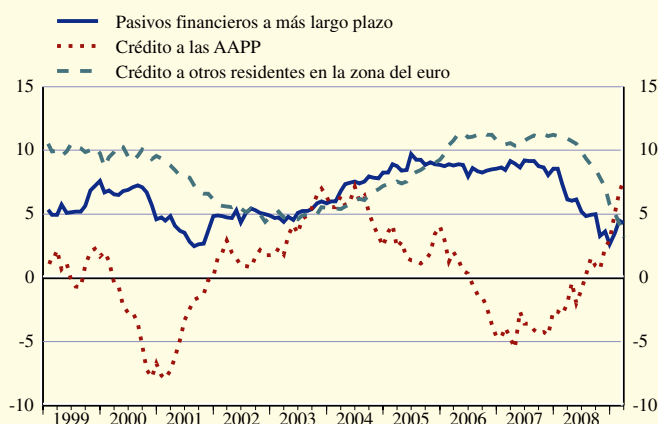
C1 Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales. Las tasas de crecimiento interanual y otras tasas de crecimiento a más corto plazo de algunas variables pueden consultarse en <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html>.

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

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

4) 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 monetarias ¹⁾

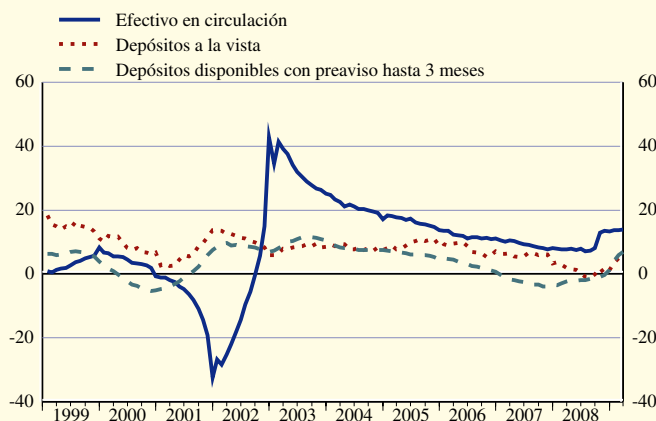
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2006	578,4	3.106,7	1.404,9	1.554,1	267,1	636,5	196,0	2.385,7	102,0	1.659,9	1.280,2
2007	625,6	3.212,2	1.977,3	1.541,1	307,4	686,2	314,9	2.547,4	119,3	1.814,8	1.486,4
2008 III	662,9	3.231,4	2.453,8	1.532,2	342,5	736,5	288,2	2.617,1	114,8	1.833,3	1.558,7
IV	710,0	3.271,8	2.479,3	1.567,4	354,1	756,2	267,9	2.563,6	121,3	1.991,5	1.608,0
2009 Ene	716,8	3.386,9	2.387,9	1.602,3	322,8	766,1	218,8	2.625,9	123,7	2.039,8	1.656,3
Feb	721,8	3.416,7	2.354,6	1.628,4	327,7	777,3	217,0	2.641,5	123,0	2.059,5	1.670,4
Mar ^(p)	727,5	3.395,6	2.318,4	1.646,5	337,5	778,3	196,4	2.595,0	124,2	2.074,6	1.661,6
Operaciones											
2006	57,3	203,1	298,0	10,8	30,1	29,9	70,0	216,4	15,3	137,6	58,9
2007	46,7	102,1	582,3	-52,5	42,2	58,7	123,4	147,5	9,7	160,4	149,3
2008	83,4	42,4	467,7	19,8	48,1	33,2	-37,1	-4,2	0,6	19,4	140,7
2008 IV	47,1	37,8	22,7	35,0	13,2	13,7	-16,9	-61,5	6,5	5,0	42,0
2009 I ^(p)	16,0	91,3	-178,8	78,8	-16,7	23,5	-68,3	18,4	2,2	77,6	39,8
2009 Ene	5,3	78,0	-115,7	34,4	-31,5	11,1	-44,4	23,3	1,6	41,8	26,9
Feb	5,1	29,7	-32,4	26,2	4,9	11,4	-2,0	13,0	-0,6	19,3	10,7
Mar ^(p)	5,6	-16,4	-30,8	18,3	9,9	1,0	-21,9	-18,0	1,2	16,5	2,2
Tasas de crecimiento											
2006 Dic	11,0	7,0	26,8	0,7	12,8	4,8	55,2	9,9	17,7	9,0	4,8
2007 Dic	8,1	3,3	41,3	-3,4	15,8	9,2	63,6	6,2	9,5	9,7	11,4
2008 Sep	8,2	-0,1	34,4	-1,7	16,5	4,1	5,3	2,3	-5,6	3,8	12,1
Dic	13,3	1,3	23,4	1,3	15,5	4,8	-12,2	-0,1	0,5	1,1	9,6
2009 Ene	13,7	3,4	14,6	4,1	5,9	2,6	-24,9	0,0	0,6	3,0	10,5
Feb	13,6	4,8	9,3	5,8	5,4	3,4	-19,8	1,1	1,3	4,2	10,9
Mar ^(p)	13,8	4,3	6,2	6,8	8,5	3,9	-26,2	0,2	3,7	5,0	10,5

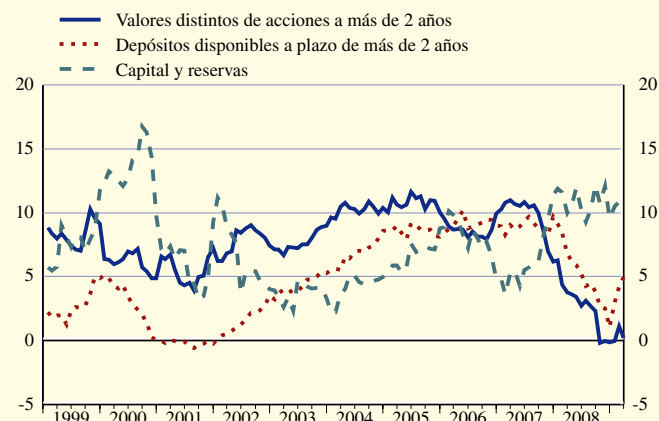
C3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

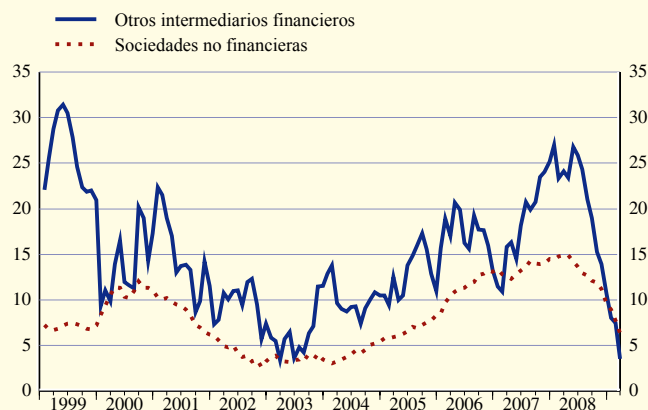
2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM ^{1), 2)}

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

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

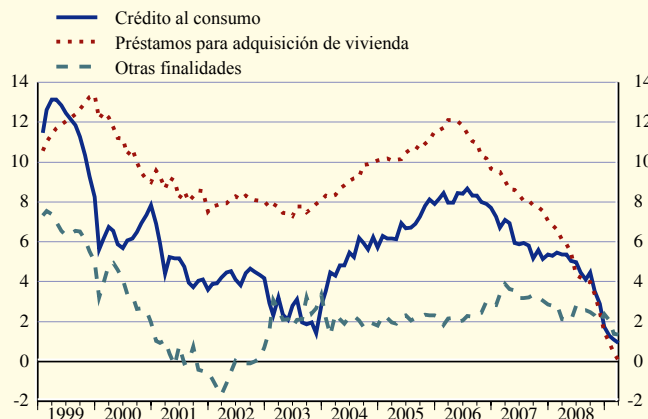
	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros ³⁾	Sociedades no financieras				Hogares ⁴⁾			
	Total	Total	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	92,2	703,9	3.836,9	1.141,6	707,0	1.988,3	4.515,3	584,2	3.194,3	736,8
2007	107,4	877,5	4.383,4	1.282,6	859,5	2.241,2	4.788,2	616,1	3.419,9	752,2
2008 III	102,0	1.003,4	4.769,6	1.378,5	954,3	2.436,7	4.918,8	636,8	3.514,8	767,1
IV	103,7	974,8	4.825,8	1.384,4	960,8	2.480,6	4.881,7	630,8	3.480,9	769,9
2009 Ene	98,2	990,5	4.884,4	1.394,1	978,1	2.512,1	4.898,9	639,6	3.488,9	770,4
Feb	96,2	986,3	4.879,7	1.373,9	980,7	2.525,1	4.899,2	640,8	3.490,9	767,6
Mar ^(p)	102,4	970,6	4.851,2	1.351,4	973,9	2.525,8	4.890,2	641,2	3.482,0	767,0
Operaciones										
2006	20,2	86,9	444,8	100,9	123,0	220,8	344,7	42,3	281,9	20,4
2007	16,8	176,3	555,9	146,1	156,0	253,8	279,5	31,5	227,0	21,0
2008	-4,2	89,8	421,9	88,9	120,0	213,0	79,6	10,9	50,9	17,8
2008 IV	1,6	-30,1	55,4	-3,7	24,4	34,7	-39,2	-6,4	-36,1	3,3
2009 I ^(p)	-4,7	-10,4	11,3	-37,7	8,1	41,0	-6,5	2,5	-6,9	-2,1
2009 Ene	-5,7	5,3	26,9	-0,9	9,2	18,6	-2,9	-0,3	-2,1	-0,6
Feb	-2,0	-5,7	-3,5	-19,3	2,6	13,2	1,7	1,7	2,2	-2,2
Mar ^(p)	3,0	-10,0	-12,1	-17,5	-3,8	9,2	-5,3	1,1	-7,0	0,6
Tasas de crecimiento										
2006 Dic	27,9	14,0	13,1	9,7	20,8	12,4	8,2	7,7	9,7	2,9
2007 Dic	18,2	24,9	14,5	12,8	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,9
2008 Sep	-8,0	18,8	12,1	9,8	17,5	11,4	3,8	4,5	4,0	2,5
Dic	-3,9	10,3	9,6	6,9	13,9	9,4	1,7	1,8	1,5	2,4
2009 Ene	-4,7	8,2	9,0	6,0	13,0	9,1	1,2	1,3	0,9	2,1
Feb	-8,1	7,8	7,7	3,2	12,0	8,7	0,7	1,1	0,4	1,4
Mar ^(p)	-6,2	3,6	6,3	0,2	10,4	8,3	0,4	0,9	0,1	1,3

C5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras ²⁾ (tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



C6 Préstamos a hogares ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

3) Incluidos fondos de inversión.

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

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	95,6	71,2	7,5	17,0	862,2	522,5	148,0	191,7	4.386,2	1.278,0	859,2	2.249,1
2008 III	101,8	78,0	6,4	17,5	1.012,2	616,3	169,5	226,4	4.761,1	1.374,6	953,5	2.433,0
IV	92,3	68,5	5,7	18,0	960,9	554,0	168,8	238,1	4.828,6	1.378,8	960,5	2.489,3
2009 Ene	96,8	72,7	6,5	17,5	985,1	567,2	178,3	239,6	4.881,3	1.389,7	976,7	2.515,0
Feb	94,3	70,1	6,5	17,6	982,9	560,2	179,7	243,0	4.868,8	1.366,9	978,8	2.523,1
Mar ^(p)	101,3	75,6	6,3	19,4	987,1	570,0	179,8	237,3	4.846,9	1.348,7	974,4	2.523,8
Operaciones												
2007	15,0	16,7	-5,2	3,5	175,0	113,4	34,1	27,5	555,7	144,9	156,1	254,7
2008	-3,9	-2,9	-1,8	0,9	91,2	27,3	21,5	42,4	422,0	88,0	120,1	213,8
2008 IV	-9,7	-9,6	-0,7	0,6	-52,7	-60,8	0,1	8,0	66,7	-5,3	24,9	47,1
2009 I ^(p)	5,7	5,7	0,6	-0,7	19,9	11,3	11,0	-2,4	4,3	-34,8	8,8	30,3
2009 Ene	4,4	4,0	0,8	-0,5	13,7	6,1	8,8	-1,2	21,1	0,3	8,1	12,8
Feb	-2,5	-2,6	0,0	0,1	-3,6	-7,6	1,3	2,8	-11,5	-21,9	2,1	8,3
Mar ^(p)	3,9	4,3	-0,2	-0,2	9,8	12,8	0,9	-4,0	-5,4	-13,2	-1,4	9,2
Tasas de crecimiento												
2007 Dic	18,2	30,6	-41,1	23,5	25,1	27,2	29,6	16,7	14,5	12,7	22,1	12,8
2008 Sep	-7,6	-10,6	-26,1	18,7	19,0	15,6	24,5	25,0	12,1	9,8	17,5	11,4
Dic	-4,0	-4,0	-24,2	5,0	10,6	5,4	14,6	22,1	9,6	6,9	13,9	9,4
2009 Ene	-4,7	-5,3	-19,3	5,0	8,0	0,5	20,5	20,2	9,0	6,0	13,1	9,1
Feb	-8,3	-10,0	-17,9	4,4	7,5	-1,0	19,8	22,6	7,7	3,2	12,0	8,7
Mar ^(p)	-6,0	-7,4	-16,8	5,9	3,5	-5,1	19,6	17,4	6,3	0,2	10,4	8,3

3. Préstamos a hogares ⁴⁾

	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	4.794,9	618,4	137,5	203,9	276,9	3.423,3	15,9	73,7	3.333,7	753,2	147,4	104,0	501,8
2008 III IV	4.925,6	638,3	139,3	201,4	297,6	3.519,9	16,8	71,7	3.431,4	767,3	149,6	100,0	517,8
	4.887,7	633,1	138,8	196,3	298,0	3.483,7	17,2	67,6	3.398,9	771,0	155,1	90,4	525,5
2009 Ene Feb Mar ^(p)	4.893,7	637,7	137,0	202,8	297,9	3.487,2	17,2	65,9	3.404,1	768,8	152,5	89,6	526,8
	4.887,6	635,4	135,9	201,8	297,8	3.485,8	17,1	65,5	3.403,3	766,3	150,4	88,9	527,1
	4.880,5	638,2	137,6	201,9	298,7	3.476,6	17,4	68,3	3.390,9	765,7	151,1	88,3	526,3
	Operaciones												
2007	278,9	31,5	3,8	1,1	26,6	226,4	0,9	2,3	223,2	21,1	1,7	4,4	14,9
2008	78,9	10,8	1,1	-8,9	18,7	50,2	1,1	-3,7	52,8	17,9	2,6	-5,4	20,7
2008 IV	-39,9	-5,7	-0,3	-5,6	0,1	-38,4	0,3	-2,2	-36,5	4,2	0,9	-2,0	5,3
2009 I ^(p)	-22,2	-2,7	-1,2	-2,1	0,5	-15,1	0,2	-0,8	-14,5	-4,4	-3,9	-1,9	1,3
2009 Ene Feb Mar ^(p)	-14,2	-4,4	-2,1	-1,3	-0,9	-6,6	0,0	-1,8	-4,8	-3,2	-3,1	-0,8	0,7
	-4,7	-1,8	-1,0	-0,9	0,1	-1,1	-0,2	-0,4	-0,5	-1,8	-1,9	-0,6	0,7
	-3,3	3,4	1,9	0,1	1,3	-7,3	0,4	1,4	-9,1	0,6	1,1	-0,4	-0,1
	Tasas de crecimiento												
2007 Dic	6,2	5,4	2,8	0,5	10,7	7,1	6,0	3,2	7,2	2,9	1,2	4,3	3,0
2008 Sep Dic	3,8	4,5	4,2	-1,3	9,0	4,0	4,8	-1,3	4,1	2,5	2,2	-2,3	3,5
	1,6	1,7	0,8	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,1	1,6	2,4	1,7	-5,2	4,1
2009 Ene Feb Mar ^(p)	1,2	1,3	0,3	-4,6	6,1	0,9	7,9	-7,3	1,1	2,1	1,0	-5,9	4,0
	0,7	1,1	0,3	-4,3	5,4	0,4	7,5	-7,6	0,6	1,4	0,5	-7,4	3,4
	0,4	0,9	1,1	-4,4	4,7	0,1	7,9	-5,3	0,1	1,4	0,1	-7,7	3,6

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) 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)}

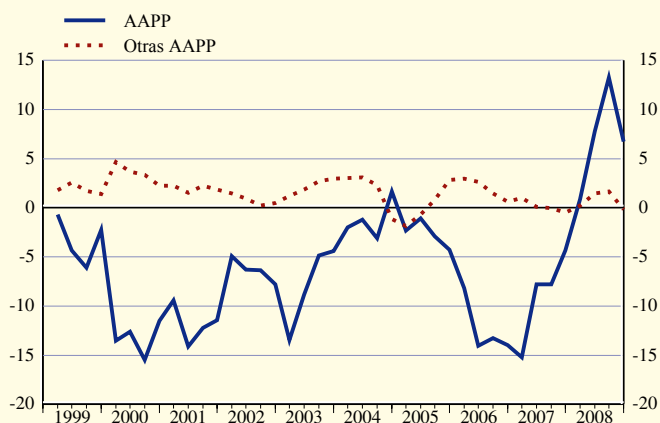
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	809,0	104,0	232,5	446,6	25,8	2.931,8	2.070,6	861,2	63,1	798,1
2007	954,5	213,4	217,6	494,0	29,4	3.307,6	2.352,4	955,3	59,8	895,5
2008 I	956,2	210,6	212,8	495,6	37,2	3.423,2	2.407,3	1.015,9	61,5	954,4
II	974,0	220,9	215,1	495,9	42,0	3.320,9	2.312,2	1.008,8	63,0	945,8
III	978,7	225,6	210,0	497,8	45,4	3.525,7	2.461,8	1.063,9	61,8	1.002,0
IV ^(p)	968,4	229,1	210,1	489,7	39,8	3.243,1	2.272,8	969,1	59,6	909,5
	Operaciones									
2006	-13,2	-17,5	-14,3	22,0	-3,4	536,5	408,5	128,0	-0,1	128,1
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	541,6	382,1	159,7	0,3	159,4
2008 ^(p)	12,9	14,4	-8,1	-3,6	10,4	-52,5	-83,0	28,9	0,1	28,8
2008 I	0,5	-3,4	-4,8	0,9	7,8	212,7	119,6	92,8	2,9	89,8
II	17,7	10,3	2,1	0,6	4,8	-99,2	-93,6	-5,4	1,6	-7,0
III	4,4	4,3	-5,2	1,9	3,4	91,0	73,8	17,3	-3,2	20,5
IV ^(p)	-9,9	3,2	-0,2	-7,0	-5,6	-257,1	-182,7	-75,7	-1,1	-74,5
	Tasas de crecimiento									
2006 Dic	-1,6	-14,0	-5,8	5,2	-11,6	21,9	24,0	17,2	-0,1	18,9
2007 Dic	-1,0	-4,3	-5,6	1,3	13,8	18,6	18,6	18,8	0,5	20,3
2008 Mar	0,1	0,9	-5,1	1,6	19,4	15,6	12,6	23,2	10,0	24,1
Jun	2,4	7,8	-1,8	2,3	11,7	7,7	4,7	15,4	9,5	15,8
Sep	3,4	13,2	-1,9	2,7	9,6	8,0	5,2	15,0	1,8	15,9
Dic ^(p)	1,3	6,7	-3,7	-0,7	35,2	-1,6	-3,5	3,1	0,1	3,3

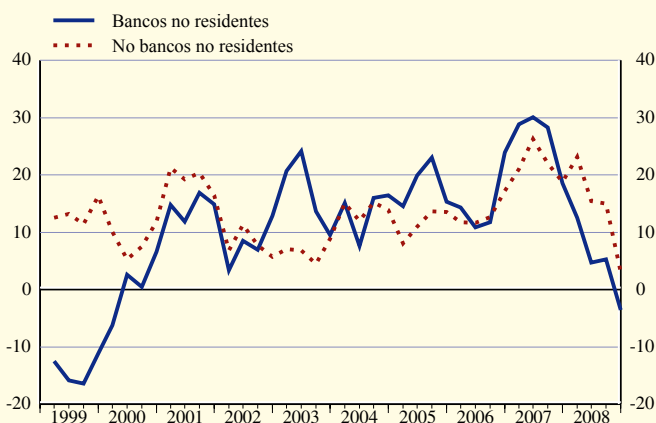
C7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



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

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

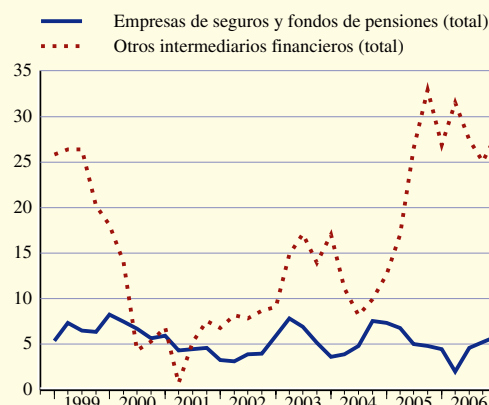
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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	656,2	70,0	59,8	499,1	1,0	1,4	24,9	1.135,6	281,8	249,7	468,2	10,5	0,2	125,1
2007	691,7	70,9	70,5	527,5	0,8	1,1	20,8	1.466,4	312,5	345,7	648,6	12,2	0,3	147,1
2008 III	730,4	75,2	91,0	541,1	1,2	1,6	20,4	1.634,5	322,5	443,7	669,1	11,6	0,1	187,5
IV	765,4	83,8	117,1	538,9	1,1	1,5	23,1	1.798,6	320,9	420,0	848,3	12,3	0,1	197,0
2009 Ene	766,3	99,8	99,7	544,0	1,2	1,5	20,2	1.803,7	341,9	363,6	880,3	12,9	0,1	204,9
Feb	759,9	92,5	98,6	544,5	1,4	1,5	21,3	1.820,8	342,3	359,0	893,4	14,1	0,1	212,0
Mar ^(p)	763,2	91,7	99,7	546,6	2,3	1,5	21,4	1.837,1	332,6	348,7	907,1	14,4	0,0	234,2
Operaciones														
2006	36,4	2,0	4,9	25,4	-0,3	0,0	4,4	247,4	45,2	67,0	129,8	0,3	0,1	4,9
2007	38,5	0,8	10,5	31,9	-0,3	-0,3	-4,1	339,0	34,0	98,7	180,4	1,7	0,1	24,1
2008	71,7	12,4	44,9	12,4	-0,3	0,1	2,2	167,3	4,5	70,9	41,5	-0,3	-0,3	50,9
2008 IV	36,8	8,5	26,1	-0,3	-0,1	-0,1	2,7	8,1	-2,3	-24,0	22,7	0,6	0,0	11,1
2009 I ^(p)	-6,9	5,4	-18,9	7,7	0,5	0,0	-1,7	34,7	9,8	-71,7	57,3	2,1	0,0	37,2
2009 Ene	-1,0	15,4	-18,6	5,0	0,1	0,0	-2,9	-3,4	17,9	-58,2	28,6	0,5	0,0	7,8
Feb	-6,5	-7,3	-1,1	0,5	0,2	0,0	1,2	15,8	-0,3	-4,7	12,6	1,2	0,0	7,1
Mar ^(p)	0,6	-2,6	0,9	2,1	0,2	0,0	0,1	22,2	-7,8	-8,9	16,1	0,5	0,0	22,3
Tasas de crecimiento														
2006 Dic	5,9	2,9	9,0	5,4	-20,4	-	21,2	28,1	19,4	36,6	38,7	2,6	-	4,0
2007 Dic	5,9	1,1	17,5	6,4	-25,3	-	-16,4	29,9	12,0	39,7	38,5	16,4	-	19,1
2008 Sep	7,1	10,8	38,9	3,2	-20,3	-	-3,1	17,3	-3,3	45,3	15,5	-11,7	-	16,1
Dic	10,3	17,3	62,1	2,4	-23,4	-	10,4	11,4	1,4	20,7	6,4	-2,3	-	34,6
2009 Ene	6,5	18,5	26,0	3,1	-18,1	-	-20,2	9,2	1,2	6,7	10,0	-2,3	-	25,3
Feb	6,8	26,2	24,4	2,6	-12,6	-	-13,7	10,0	5,8	-1,6	12,9	14,8	-	28,3
Mar ^(p)	4,3	8,8	13,8	2,4	-3,4	-	-2,2	9,4	-1,9	-3,4	13,7	6,4	-	39,1

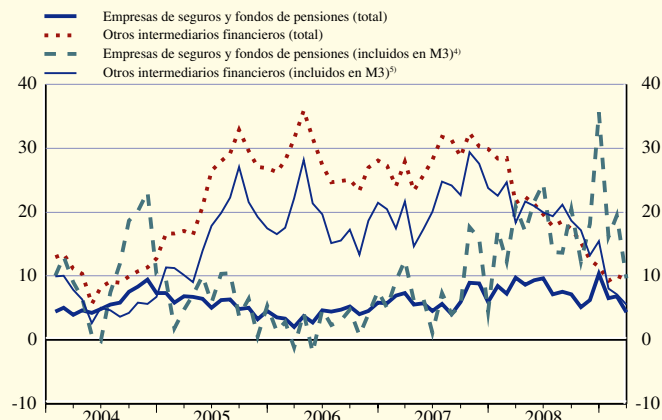
C9 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) 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)}

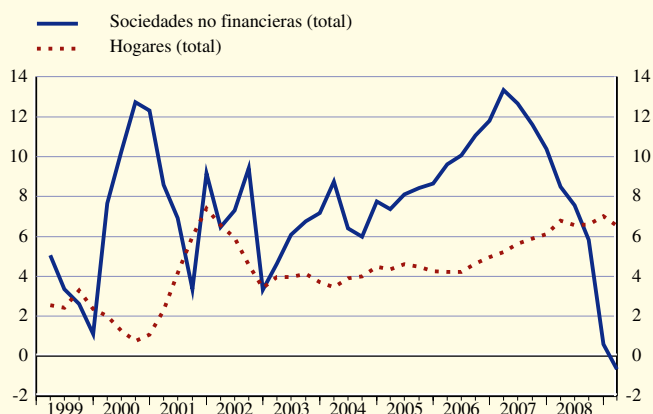
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	1.352,7	855,0	361,3	69,4	40,9	1,3	24,8	4.551,7	1.751,4	668,9	607,4	1.354,3	99,8	70,0
2007	1.488,8	888,9	485,3	59,6	29,9	1,4	23,7	4.990,6	1.778,9	993,3	561,6	1.458,6	111,1	87,1
2008 III	1.517,4	879,9	520,8	64,2	26,0	1,4	25,1	5.203,5	1.751,0	1.270,4	525,1	1.446,0	103,0	108,0
2008 IV	1.517,2	889,9	509,5	64,6	28,3	1,3	23,7	5.374,1	1.814,6	1.350,2	521,7	1.490,1	113,7	83,7
2009 Ene	1.494,4	884,0	488,2	67,1	32,4	1,3	21,3	5.443,8	1.859,0	1.335,8	523,0	1.535,0	114,4	76,6
2009 Feb	1.480,0	868,2	483,4	68,6	35,8	1,3	22,7	5.453,1	1.883,4	1.309,4	522,8	1.553,3	114,3	69,9
2009 Mar ^(p)	1.488,8	879,0	479,8	70,3	38,7	1,3	19,7	5.451,3	1.899,9	1.280,9	524,5	1.569,6	114,9	61,4
	Operaciones													
2006	143,0	86,8	56,0	3,5	-3,6	0,1	0,1	215,1	65,6	137,5	-23,0	2,4	15,3	17,2
2007	140,2	34,1	126,8	-8,1	-10,8	-0,7	-1,1	282,9	22,4	320,9	-45,4	-43,2	11,2	17,1
2008	8,9	-4,6	14,2	3,2	-3,6	-0,3	0,0	351,4	28,5	335,7	-39,2	28,1	1,7	-3,4
2008 IV	-2,1	9,0	-12,6	0,6	2,3	-0,1	-1,4	166,9	63,1	76,8	-3,2	44,0	10,6	-24,4
2009 I ^(p)	-38,5	-16,2	-33,8	4,4	11,1	0,0	-3,9	40,8	64,0	-80,9	0,2	79,2	0,5	-22,2
2009 Ene	-39,4	-15,7	-27,7	2,2	4,1	0,0	-2,4	29,3	22,4	-29,0	-1,4	44,4	-0,1	-7,1
2009 Feb	-13,6	-15,3	-4,8	1,6	3,4	0,0	1,4	10,3	24,4	-25,4	-0,3	18,4	-0,1	-6,6
2009 Mar ^(p)	14,5	14,8	-1,4	0,5	3,5	0,0	-2,9	1,2	17,2	-26,5	1,9	16,4	0,6	-8,5
	Tasas de crecimiento													
2006 Dic	11,8	11,3	18,2	5,2	-8,1	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,6	0,2	18,1	32,6
2007 Dic	10,4	4,0	35,1	-11,7	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 Sep	5,8	3,0	14,7	-2,7	-23,2	-17,3	3,0	6,6	-0,6	40,8	-7,0	-1,0	-5,2	28,6
2008 Dic	0,6	-0,5	3,0	5,3	-11,4	-15,8	0,0	7,0	1,6	33,2	-7,0	1,9	1,5	-3,9
2009 Ene	1,6	2,8	-1,2	9,1	6,3	-17,2	-4,5	7,0	4,1	24,7	-6,5	4,8	1,5	-16,5
2009 Feb	-0,4	1,8	-6,4	10,9	20,7	-11,0	-2,7	7,0	6,4	19,4	-5,7	6,1	2,2	-27,1
2009 Mar ^(p)	-0,7	1,3	-6,8	12,2	31,4	-9,5	-13,8	6,5	6,7	15,1	-4,5	6,9	4,7	-35,7

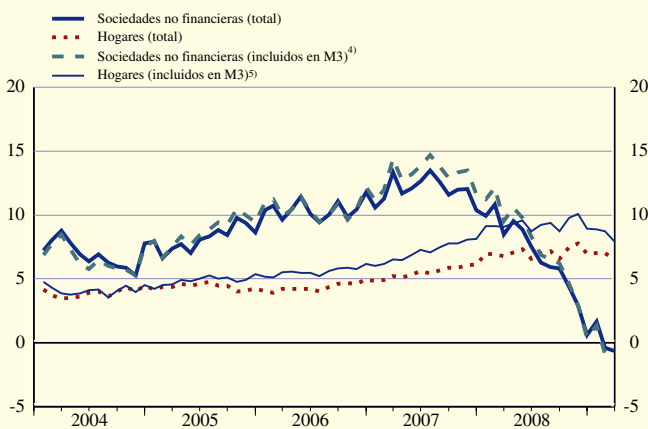
C11 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Incluye 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)}

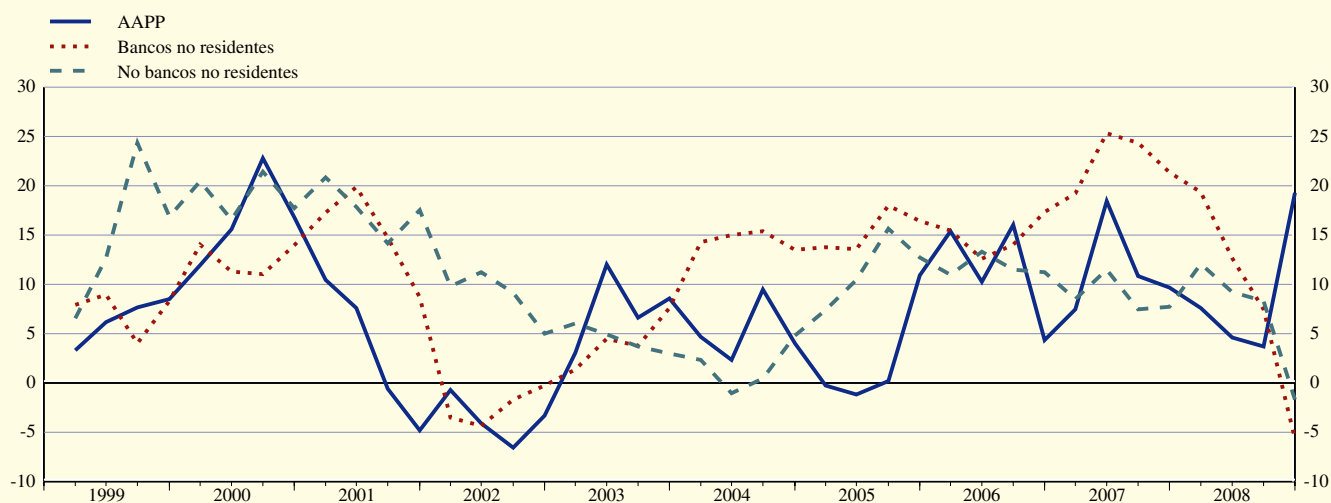
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	329,6	124,1	45,4	91,4	68,8	3.430,0	2.561,5	868,6	128,5	740,1
2007	374,8	126,9	59,0	108,5	80,4	3.857,3	2.948,7	908,8	143,3	765,5
2008 I	377,1	139,5	49,6	108,6	79,3	4.039,6	3.079,4	960,2	131,0	829,2
II	412,3	156,0	56,4	113,5	86,4	4.020,6	3.041,3	979,3	129,3	850,1
III	401,7	139,9	61,7	114,4	85,7	4.145,6	3.142,2	1.003,4	141,8	861,6
IV ^(p)	445,1	190,7	52,3	116,2	85,8	3.714,7	2.813,5	900,0	67,5	832,4
Operaciones										
2006	13,6	-24,6	7,0	7,6	23,6	475,9	387,2	88,7	6,6	82,1
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	610,6	543,8	67,1	20,2	46,9
2008 ^(p)	72,3	63,4	-6,5	8,5	6,8	-183,5	-168,3	-16,7	-36,2	19,5
2008 I	2,1	12,5	-9,3	0,0	-1,1	277,6	219,4	57,9	-8,5	66,4
II	35,2	16,1	6,8	4,9	7,4	-16,6	-36,1	19,5	-1,8	21,3
III	-10,8	-16,0	5,2	0,8	-0,8	-15,4	-16,8	1,4	8,8	-7,4
IV ^(p)	45,9	50,8	-9,2	2,9	1,3	-429,0	-334,8	-95,5	-34,8	-60,7
Tasas de crecimiento										
2006 Dic	4,3	-16,6	18,4	9,3	52,1	15,7	17,3	11,2	5,3	12,4
2007 Dic	9,7	-2,4	29,9	10,7	16,9	17,9	21,4	7,8	15,8	6,4
2008 Mar	7,6	-3,8	18,1	13,2	16,4	17,6	19,4	12,1	5,5	13,2
Jun	4,6	-12,1	28,9	10,5	21,0	11,9	12,6	9,2	-0,2	10,8
Sep	3,7	-6,8	2,9	8,3	18,9	7,7	7,5	8,3	-1,2	10,1
Dic ^(p)	19,3	49,9	-11,0	7,8	8,5	-4,7	-5,7	-1,7	-25,2	2,7

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

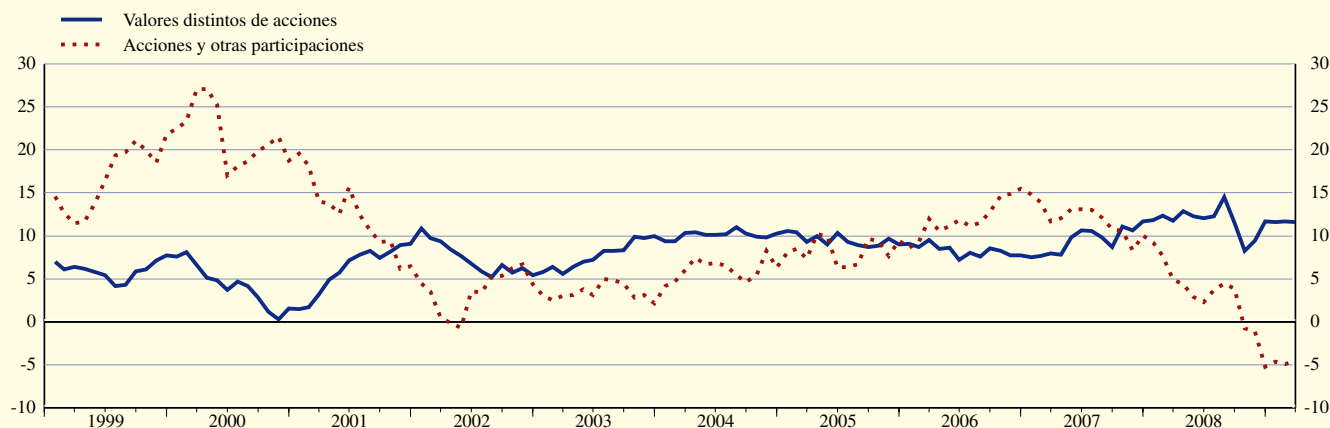
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

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

	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	4.671,3	1.564,7	72,3	1.262,7	16,1	615,7	30,1	1.109,8	1.465,0	372,7	798,7	293,6
2007	5.124,7	1.656,3	84,0	1.180,3	16,6	919,6	33,3	1.234,6	1.636,5	424,5	869,3	342,7
2008 III	5.515,8	1.803,6	102,0	1.179,8	15,6	1.056,9	49,4	1.308,5	1.605,7	452,1	864,0	289,5
IV	5.869,9	1.895,4	96,1	1.225,1	19,1	1.344,4	51,2	1.238,6	1.480,0	422,6	777,7	279,8
2009 Ene	6.046,7	1.947,7	104,6	1.285,5	23,4	1.352,1	55,5	1.278,0	1.489,7	425,5	779,5	284,7
Feb	6.135,1	1.969,7	107,1	1.321,4	20,9	1.372,0	55,9	1.288,1	1.463,9	421,3	768,0	274,6
Mar ^(p)	6.123,9	1.987,0	103,5	1.367,2	20,5	1.394,1	50,8	1.200,9	1.458,6	422,4	765,2	271,0
	Operaciones											
2006	340,2	123,6	10,7	-120,1	0,7	100,2	6,5	218,8	197,3	62,5	96,4	38,4
2007	543,9	136,1	18,0	-86,2	1,5	269,5	9,5	195,5	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	600,5	225,4	9,7	37,0	1,7	287,5	15,8	23,4	-83,7	22,5	-55,7	-50,5
2008 IV	217,2	91,7	-4,5	37,9	3,2	145,3	-0,9	-55,5	-85,4	-9,2	-70,2	-6,0
2009 I ^(p)	242,9	90,5	5,1	134,9	0,5	48,6	-2,5	-34,3	-4,3	1,5	-0,7	-5,0
2009 Ene	112,0	49,7	1,4	52,7	2,4	6,9	0,2	-1,3	21,6	5,1	10,2	6,3
Feb	88,9	25,1	2,3	36,8	-2,4	19,3	-0,1	7,9	-16,6	-2,4	-6,7	-7,5
Mar ^(p)	42,0	15,6	1,4	45,4	0,6	22,4	-2,6	-40,9	-9,2	-1,2	-4,2	-3,8
	Tasas de crecimiento											
2006 Dic	7,7	8,5	16,5	-8,7	4,4	19,2	25,6	24,2	15,5	20,1	13,6	15,1
2007 Dic	11,7	8,7	25,3	-6,8	10,7	43,3	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008 Sep	11,5	11,1	24,2	-1,8	6,5	31,6	46,0	10,0	3,8	11,0	7,9	-14,6
Dic	11,7	13,5	12,1	3,1	8,5	31,4	48,2	1,9	-5,2	5,3	-6,6	-15,3
2009 Ene	11,6	14,6	5,0	6,2	16,4	31,3	35,7	-1,6	-4,6	5,3	-6,5	-12,8
Feb	11,7	14,1	5,9	9,4	18,9	30,0	36,6	-2,9	-4,9	2,6	-5,3	-14,2
Mar ^(p)	11,6	14,8	10,7	12,6	15,9	30,3	-2,5	-6,5	-4,5	0,1	-6,0	-7,0

C14 Detalle de los valores en poder de las IFM ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,5	-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	-4,5	-1,1	-1,5	-1,9	-2,7	0,0	-0,2	-2,5	-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
IV	-1,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,6	0,0	-0,1	-0,5	-2,1	-0,4	-0,8	-1,0
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
Feb	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4
Mar ^(p)	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,1	0,0	-0,3

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
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
IV	-5,6	-1,2	-2,8	-1,6	-2,9	-0,8	-2,1
2009 Ene	-1,8	-0,8	-0,3	-0,6	-1,3	-0,9	-0,5
Feb	-1,4	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3
Mar ^(p)	-1,6	-0,5	-0,3	-0,7	-0,9	-0,3	-0,6

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	-12,2	0,7	-0,3	-10,6	-0,4	-0,5	-0,2	-0,8	28,9	3,4	17,3	8,2
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,3	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-59,3	-10,7	0,0	4,5	0,0	-23,0	1,1	-31,2	-58,0	-8,5	-43,6	-5,9
2008 III	-2,7	-1,4	0,3	6,4	0,2	-3,1	0,0	-5,1	-12,0	-7,6	-8,4	4,0
IV	-15,1	-2,7	0,1	6,9	0,1	-13,0	2,1	-8,7	-25,9	-7,4	-14,8	-3,7
2009 Ene	-10,3	2,0	0,0	-3,2	0,0	-3,1	0,1	-6,1	-12,5	-3,9	-8,8	0,2
Feb	-4,1	-2,6	-0,1	-0,8	0,0	0,3	0,2	-1,1	-9,1	-1,7	-4,8	-2,6
Mar ^(p)	-0,3	1,5	0,0	0,3	0,0	-0,4	0,0	-1,7	3,9	2,4	1,3	0,3

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	De residentes en la zona del euro													
2006	5.239,3	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.025,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007	6.085,8	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	9.012,4	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 I	6.144,9	91,8	8,2	4,7	0,5	1,3	1,0	9.173,9	96,4	3,6	2,1	0,4	0,1	0,6
II	6.284,2	91,6	8,4	5,0	0,4	1,4	1,0	9.399,0	96,4	3,6	2,1	0,5	0,1	0,5
III	6.746,8	89,4	10,6	6,9	0,4	1,5	1,0	9.487,6	96,2	3,8	2,2	0,5	0,1	0,6
IV ^(p)	6.862,1	89,7	10,3	7,2	0,4	1,2	0,8	9.900,3	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,4
	De no residentes en la zona del euro													
2006	2.561,5	45,4	54,6	35,0	2,3	2,7	11,5	868,6	50,8	49,2	31,9	1,3	2,0	10,4
2007	2.948,7	46,9	53,1	33,6	2,9	2,4	11,0	908,8	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9
2008 I	3.079,4	48,2	51,8	32,8	2,9	2,6	10,5	960,2	52,4	47,6	31,9	1,4	1,8	8,7
II	3.041,3	46,6	53,4	33,8	3,0	2,7	10,6	979,3	51,9	48,1	31,8	1,2	1,7	9,3
III	3.142,2	45,8	54,2	35,2	3,2	2,7	9,8	1.003,4	52,6	47,4	30,3	1,3	1,5	10,3
IV ^(p)	2.813,5	48,1	51,9	34,2	2,7	2,6	9,5	900,0	54,5	45,5	29,0	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	4.470,8	80,6	19,4	10,0	1,6	1,9	3,5
2007	4.933,2	81,5	18,5	9,2	1,7	1,9	3,4
2008 I	4.978,1	82,2	17,8	8,8	1,8	1,9	3,2
II	5.133,1	82,1	17,9	8,8	1,7	1,8	3,5
III	5.168,7	81,9	18,1	8,9	1,9	1,8	3,3
IV ^(p)	5.113,8	83,3	16,7	8,5	2,0	1,8	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	4.938,0	-	-	-	-	-	-	9.943,7	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5
2007	5.800,8	-	-	-	-	-	-	11.093,4	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6
2008 I	5.848,0	-	-	-	-	-	-	11.392,7	96,1	3,9	1,8	0,2	1,0	0,5
II	6.012,4	-	-	-	-	-	-	11.613,8	96,0	4,0	1,9	0,2	1,0	0,6
III	6.355,5	-	-	-	-	-	-	11.779,4	95,8	4,2	2,1	0,2	1,0	0,5
IV ^(p)	6.318,1	-	-	-	-	-	-	11.737,9	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4
	A no residentes en la zona del euro													
2006	2.070,6	50,9	49,1	28,7	2,0	2,3	11,0	861,2	39,3	60,7	43,1	1,1	4,0	8,6
2007	2.352,4	48,3	51,7	28,8	2,3	2,4	12,7	955,3	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2
2008 I	2.407,3	48,4	51,6	27,8	2,9	2,8	12,4	1.015,9	43,0	57,0	39,1	1,3	4,2	7,8
II	2.312,2	46,5	53,5	29,2	2,3	2,9	12,7	1.008,8	43,0	57,0	38,3	1,1	4,0	8,7
III	2.461,8	42,7	57,3	33,2	2,9	2,6	12,4	1.063,9	41,4	58,6	40,5	1,5	3,9	8,0
IV ^(p)	2.272,8	45,9	54,1	32,2	2,5	2,6	11,2	969,1	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	1.636,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.924,6	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007	1.740,3	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.149,8	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 I	1.819,2	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,4	2.225,8	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
II	1.897,8	94,8	5,2	2,6	0,4	0,3	1,6	2.310,4	97,3	2,7	1,8	0,3	0,1	0,5
III	1.905,6	94,6	5,4	2,9	0,4	0,3	1,5	2.301,7	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
IV ^(p)	1.991,5	95,2	4,8	2,6	0,4	0,2	1,3	2.639,8	97,3	2,7	1,9	0,3	0,1	0,4
	Emitidos por no residentes en la zona del euro													
2006	515,3	52,3	47,7	28,8	0,7	0,4	14,5	594,5	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007	582,4	53,9	46,1	27,3	0,7	0,4	14,4	652,2	35,9	64,1	39,3	4,5	0,8	12,6
2008 I	637,5	50,9	49,1	30,1	0,8	0,6	14,4	629,5	38,1	61,9	36,7	5,8	0,9	11,4
II	664,8	50,3	49,7	30,6	0,7	0,5	14,8	627,4	38,6	61,4	36,9	5,8	0,8	10,4
III	645,1	51,1	48,9	30,7	0,8	0,5	14,2	663,4	37,2	62,8	38,1	6,4	0,9	10,5
IV ^(p)	579,8	53,4	46,6	29,0	0,8	0,5	13,6	652,8	39,0	61,0	39,3	5,9	0,8	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 euro ¹⁾

(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 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	4.713,2	377,1	1.747,3	148,1	1.599,2	1.411,3	641,3	202,8	333,3
IV ^(p)	4.242,6	349,7	1.704,3	132,1	1.572,2	1.133,6	566,0	196,3	292,7

2. Pasivo

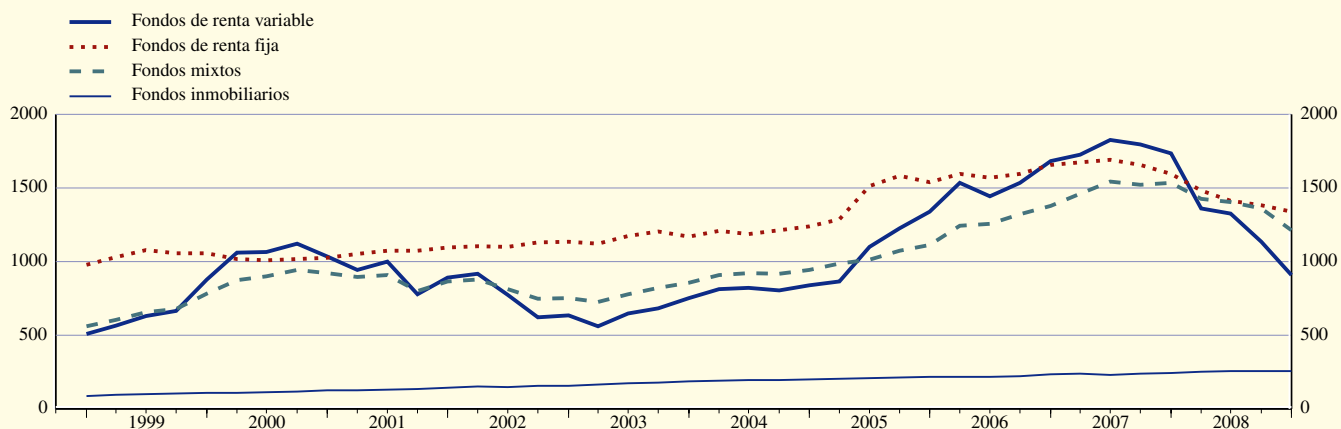
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
	1	2	3	4
2007 III	5.892,8	78,5	5.496,8	317,5
IV	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 I	5.160,6	76,4	4.846,6	237,6
II	5.015,2	74,8	4.720,9	219,5
III	4.713,2	71,0	4.413,4	228,7
IV ^(p)	4.242,6	63,7	3.993,8	185,1

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 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	4.713,2	1.132,2	1.382,8	1.358,9	253,1	586,2	3.340,9	1.372,3
IV ^(p)	4.242,6	908,7	1.339,2	1.210,7	254,1	529,9	2.961,6	1.281,0

CIS 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 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	1.132,2	48,3	61,3	20,2	41,1	915,2	57,2	-	50,2
IV ^(p)	908,7	36,8	65,7	19,4	46,3	715,8	47,2	-	43,3
Fondos de renta fija									
2007 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	1.382,8	128,7	1.073,6	67,9	1.005,6	55,7	41,3	-	83,5
IV ^(p)	1.339,2	120,0	1.042,5	61,1	981,4	60,2	36,3	-	80,2
Fondos mixtos									
2007 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	1.358,9	108,9	512,5	42,2	470,4	312,1	287,3	1,1	137,0
IV ^(p)	1.210,7	110,2	495,3	34,0	461,3	244,0	235,7	1,2	124,3
Fondos inmobiliarios									
2007 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	253,1	18,9	4,7	1,3	3,4	3,0	9,3	201,2	15,9
IV ^(p)	254,1	14,3	4,8	1,1	3,7	14,5	6,8	194,6	19,1

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 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	3.340,9	265,1	1.104,8	1.140,6	440,8	152,4	237,2
IV ^(p)	2.961,6	242,8	1.054,5	934,7	381,4	142,8	205,5
Fondos de inversores especiales							
2007 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	1.372,3	112,0	642,5	270,7	200,5	50,5	96,1
IV ^(p)	1.281,0	106,9	649,8	198,9	184,6	53,5	87,2

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 IV						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						504,1
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-7,6
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.190,9	117,4	755,3	59,6	258,6	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	42,1	8,4	23,3	5,0	5,4	
Consumo de capital fijo	339,2	91,2	193,0	11,2	43,8	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	538,3	287,8	227,6	26,4	-3,5	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,6
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	878,3	57,6	298,0	456,1	66,6	135,6
Intereses	562,2	54,6	95,0	346,1	66,6	85,2
Otra renta de la propiedad	316,1	3,0	203,0	110,0	0,0	50,4
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	2.010,7	1.679,9	51,1	33,9	245,8	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	318,5	252,3	53,2	12,6	0,4	1,4
Cotizaciones sociales	447,0	447,0				1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	438,2	1,4	15,9	28,3	392,5	0,6
Otras transferencias corrientes	204,9	76,3	26,2	50,3	52,0	8,5
Primas netas de seguros no vida	48,1	34,9	11,5	0,9	0,7	1,5
Indemnizaciones de seguros no vida	48,4			48,4		0,6
Otras	108,4	41,4	14,7	1,0	51,2	6,4
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.980,4	1.435,6	-14,9	38,1	521,7	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.836,0	1.315,9			520,1	
Gasto en consumo individual	1.627,3	1.315,9			311,4	
Gasto en consumo colectivo	208,7				208,7	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	16,9	0,1	-0,2	17,0	0,0	0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	144,4	136,5	-14,7	21,1	1,5	24,4
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	508,0	156,6	257,3	15,4	78,8	
Formación bruta de capital fijo	505,4	153,2	258,1	15,3	78,8	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	2,6	3,4	-0,8	0,0	0,0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,0	-1,9	1,9	0,2	-0,2	0,0
Transferencias de capital	56,7	9,4	2,8	3,3	41,2	6,6
Impuestos sobre el capital	6,0	5,8	0,2	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	50,7	3,6	2,6	3,3	41,2	6,6
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-20,6	79,0	-53,9	17,6	-63,2	20,6
Discrepancia estadística	0,0	18,5	-18,5	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 IV						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						496,5
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.110,5	504,8	1.199,2	102,2	304,4	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	241,1					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.351,7					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	538,3	287,8	227,6	26,4	-3,5	
Remuneración de los asalariados	1.192,7	1.192,7				2,8
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	290,7			2	90,7	-7,5
Renta de la propiedad	867,3	257,0	121,5	463,6	25,2	146,6
Intereses	543,8	81,9	50,6	401,1	10,3	103,6
Otra renta de la propiedad	323,4	175,2	70,8	62,5	14,9	43,0
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	2.010,7	1.679,9	51,1	33,9	245,8	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	319,4				319,4	0,4
Cotizaciones sociales	446,9	1,1	17,8	45,9	382,2	1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	435,6	435,6				3,2
Otras transferencias corrientes	176,4	96,0	11,7	49,6	19,1	37,0
Primas netas de seguros no vida	48,4			48,4		1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	47,4	37,0	9,3	0,7	0,3	1,6
Otras	80,6	59,0	2,4	0,5	18,7	34,1
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.980,4	1.435,6	-14,9	38,1	521,7	
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	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	144,4	136,5	-14,7	21,1	1,5	24,4
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	339,2	91,2	193,0	11,2	43,8	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	60,5	15,4	29,8	4,1	11,2	2,8
Impuestos sobre el capital	6,0				6,0	0,0
Otras transferencias de capital	54,5	15,4	29,8	4,1	5,2	2,8
<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 del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2008 IV								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		16.877,0	14.668,4	23.703,7	10.013,8	6.117,4	2.950,0	15.381,0
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				221,5				
Efectivo y depósitos		5.910,6	1.806,9	2.572,0	1.707,6	838,3	572,8	4.491,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		70,7	90,4	139,9	382,2	346,7	26,7	743,8
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.275,6	198,4	3.974,9	1.748,8	2.010,8	281,6	2.924,7
Préstamos		64,6	2.516,2	12.867,3	1.958,4	357,7	384,1	1.798,9
de los cuales, a largo plazo		47,5	1.358,5	9.644,5	1.542,4	290,5	327,0	.
Acciones y otras participaciones		4.093,8	6.923,8	1.810,7	3.999,4	2.110,1	1.146,5	4.719,9
Acciones cotizadas		736,3	1.522,8	562,2	1.848,6	535,4	311,4	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.935,6	5.056,0	1.009,6	1.543,7	465,6	697,1	.
Participaciones en fondos de inversión		1.421,9	344,9	238,9	607,1	1.109,1	137,9	.
Reservas técnicas de seguro		5.210,5	141,3	2,1	0,0	141,4	3,4	155,0
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		251,2	2.991,4	2.115,4	217,4	312,4	534,9	547,4
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		127,8	191,0	90,2	-58,5	70,0	255,7	-313,4
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-0,8				0,8
Efectivo y depósitos		215,9	13,1	-186,0	37,0	38,0	58,7	-323,1
Valores distintos de acciones, corto plazo		-10,9	10,3	15,8	-52,4	-4,4	10,5	85,8
Valores distintos de acciones, largo plazo		-26,7	27,8	165,9	-77,7	-1,6	35,1	-9,3
Préstamos		-0,6	71,5	-121,8	68,8	5,7	69,6	-8,5
de los cuales, a largo plazo		-0,6	20,7	11,5	49,6	-2,2	38,4	.
Acciones y otras participaciones		-63,7	89,5	-68,9	-14,1	29,5	42,0	-62,7
Acciones cotizadas		-22,2	14,7	-31,6	15,1	-6,6	3,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7,2	88,3	-24,2	11,9	14,8	45,8	.
Participaciones en fondos de inversión		-48,7	-13,6	-13,0	-41,1	21,3	-7,0	.
Reservas técnicas de seguro		21,6	-0,3	0,0	0,0	0,7	0,0	-2,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-7,9	-20,9	286,0	-20,1	2,1	39,7	5,7
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		-552,5	-823,1	-109,9	-488,9	-174,0	-21,4	-203,8
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				1,1				
Efectivo y depósitos		4,7	7,4	-7,4	51,5	-1,2	-1,8	-1,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		-1,4	-3,5	-0,1	2,2	0,0	0,0	6,1
Valores distintos de acciones, largo plazo		-38,0	-9,7	92,3	21,1	25,5	4,4	71,0
Préstamos		-0,2	-8,5	-14,9	-5,2	2,7	0,0	11,4
de los cuales, a largo plazo		-0,2	-3,6	-14,6	2,5	0,7	0,2	.
Acciones y otras participaciones		-441,9	-866,5	-118,9	-563,6	-201,7	-22,1	-259,7
Acciones cotizadas		-123,8	-412,1	-54,6	-346,9	-102,2	-51,4	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-257,7	-427,5	-62,7	-183,0	-31,3	39,3	.
Participaciones en fondos de inversión		-60,4	-26,9	-1,6	-33,7	-68,1	-10,0	.
Reservas técnicas de seguro		-75,7	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,8
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		0,0	57,7	-62,0	5,1	0,5	-2,0	-30,4
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		16.452,2	14.036,3	23.684,0	9.466,5	6.013,4	3.184,3	14.862,9
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				221,8				
Efectivo y depósitos		6.131,2	1.827,4	2.378,7	1.796,1	875,1	629,8	4.166,9
Valores distintos de acciones, corto plazo		58,4	97,2	155,6	332,0	342,3	37,3	835,7
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.210,9	216,6	4.233,0	1.692,2	2.034,7	321,1	2.986,4
Préstamos		63,8	2.579,2	12.730,6	2.022,0	366,1	453,7	1.801,8
de los cuales, a largo plazo		46,7	1.375,6	9.641,4	1.594,4	289,0	365,6	.
Acciones y otras participaciones		3.588,3	6.146,8	1.622,8	3.421,8	1.938,0	1.166,3	4.397,5
Acciones cotizadas		590,3	1.125,4	476,0	1.516,8	426,6	263,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.685,0	4.716,9	922,6	1.372,7	449,1	782,2	.
Participaciones en fondos de inversión		1.312,9	304,4	224,3	532,3	1.062,3	121,0	.
Reservas técnicas de seguro		5.156,4	140,9	2,1	0,0	142,2	3,4	151,9
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		243,3	3.028,2	2.339,4	202,4	315,0	572,6	522,7
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Adminis- traciones Públicas	Resto del mundo
2008 IV								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		6.235,0	22.913,6	23.253,3	9.841,8	6.302,6	6.992,7	13.950,7
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			25,3	14.749,9	33,7	1,9	233,9	2.854,6
Valores distintos de acciones, corto plazo			277,5	384,6	128,9	9,4	710,6	289,4
Valores distintos de acciones, largo plazo			434,4	2.839,5	1.977,6	27,2	4.461,8	2.674,1
Préstamos		5.572,1	8.018,8		1.867,3	206,6	1.227,5	3.054,7
de los cuales, a largo plazo		5.240,8	5.435,2		837,9	74,6	1.031,4	.
Acciones y otras participaciones			11.250,0	2.840,9	5.638,5	550,2	5,1	4.519,5
Acciones cotizadas			3.437,6	609,3	176,0	212,9	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.812,4	1.072,6	1.044,2	336,5	5,1	.
Participaciones en fondos de inversión				1.159,0	4.418,3			.
Reservas técnicas de seguro		33,5	328,8	58,8	0,6	5.231,6	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		629,5	2.578,7	2.379,7	195,2	275,6	353,2	558,3
Patrimonio financiero neto ¹⁾	-1.208,8	10.642,0	-8.245,1	450,3	171,9	-185,1	-4.042,7	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		30,3	263,5	97,8	-47,2	33,6	318,9	-334,0
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,8	44,4	1,6	0,0	19,8	-212,8
Valores distintos de acciones, corto plazo			7,0	-58,9	-4,0	1,5	136,7	-27,5
Valores distintos de acciones, largo plazo			7,4	-93,1	162,5	5,0	89,2	-57,7
Préstamos		35,8	134,5		-70,0	2,8	26,3	-44,5
de los cuales, a largo plazo		34,8	113,8		-28,9	-2,4	38,5	.
Acciones y otras participaciones			88,5	-7,9	-136,0	6,4	0,0	0,7
Acciones cotizadas			7,4	10,9	10,4	0,7	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			81,0	-5,2	43,9	5,6	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				-13,6	-190,3			.
Reservas técnicas de seguro		0,1	-0,1	3,6	0,0	16,2	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-5,6	25,4	209,5	-1,2	1,8	47,0	7,7
Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾	-20,6	97,5	-72,4	-7,6	-11,2	36,4	-63,2	20,6
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		4,8	-1.152,1	-361,8	-435,2	-177,6	133,3	-385,9
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	47,5	0,0	0,0	0,0	4,6
Valores distintos de acciones, corto plazo			-2,4	2,3	-1,0	0,0	-0,9	5,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			8,4	7,4	22,6	0,0	141,1	-12,9
Préstamos		4,6	14,5		-27,2	3,4	0,0	-9,9
de los cuales, a largo plazo		4,6	-0,8		-23,4	-0,2	-0,4	.
Acciones y otras participaciones			-1.203,9	-385,9	-441,8	-66,5	-0,8	-375,4
Acciones cotizadas			-601,1	-245,1	-74,6	-48,5	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			-602,8	-146,9	-69,0	-18,0	-0,8	.
Participaciones en fondos de inversión				6,1	-298,2			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	-76,7	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		0,2	31,3	-33,3	12,3	-37,9	-6,1	2,4
Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾	-181,0	-557,3	329,0	251,9	-53,7	3,6	-154,6	182,1
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		6.270,0	22.024,9	22.989,3	9.359,4	6.158,5	7.444,9	13.230,8
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			26,1	14.841,9	35,3	1,9	253,7	2.646,4
Valores distintos de acciones, corto plazo			282,1	328,0	123,9	10,9	846,4	267,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			450,3	2.753,9	2.162,7	32,3	4.692,1	2.603,6
Préstamos		5.612,4	8.167,8		1.770,0	212,8	1.253,9	3.000,3
de los cuales, a largo plazo		5.280,2	5.548,2		785,7	72,0	1.069,6	.
Acciones y otras participaciones			10.134,5	2.447,1	5.060,7	490,0	4,3	4.144,8
Acciones cotizadas			2.843,9	375,1	111,9	165,2	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.290,6	920,5	1.019,1	324,0	4,3	.
Participaciones en fondos de inversión				1.151,5	3.929,8			.
Reservas técnicas de seguro		33,6	328,7	62,4	0,6	5.171,1	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		624,0	2.635,4	2.555,9	206,2	239,6	394,0	568,4
Patrimonio financiero neto ¹⁾	-1.410,3	10.182,2	-7.988,5	694,7	107,0	-145,1	-4.260,6	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2004	2005	2006	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.777,3	3.891,5	4.050,9	4.231,0	4.279,8	4.328,4	4.373,1	4.407,5
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	122,9	130,0	129,3	137,9	137,9	137,4	138,1	136,3
Consumo de capital fijo	1.123,9	1.177,7	1.234,8	1.299,3	1.311,2	1.323,5	1.335,4	1.347,2
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	1.991,4	2.062,1	2.172,7	2.304,2	2.331,8	2.368,8	2.381,0	2.363,6
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Renta de la propiedad	2.367,1	2.608,5	3.022,3	3.527,0	3.621,2	3.715,3	3.802,4	3.817,3
Intereses	1.250,3	1.342,8	1.635,4	2.002,2	2.083,2	2.158,1	2.231,6	2.257,6
Otra renta de la propiedad	1.116,8	1.265,6	1.386,9	1.524,8	1.538,0	1.557,2	1.570,8	1.559,7
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	6.694,2	6.939,1	7.275,5	7.639,6	7.705,1	7.769,7	7.821,9	7.818,1
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	883,7	933,3	1.025,2	1.108,5	1.124,7	1.135,8	1.137,3	1.118,9
Cotizaciones sociales	1.430,0	1.472,4	1.534,7	1.594,4	1.610,2	1.626,4	1.643,6	1.658,6
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.455,9	1.499,8	1.550,2	1.594,3	1.607,4	1.622,3	1.641,2	1.658,1
Otras transferencias corrientes	685,1	707,3	715,5	741,6	750,5	757,4	759,1	767,0
Primas netas de seguros no vida	178,1	178,4	177,4	182,7	183,2	184,6	185,1	185,8
Derechos de seguros no vida	178,7	179,3	177,5	182,1	182,6	184,2	184,9	186,2
Otras	328,4	349,6	360,5	376,7	384,7	388,6	389,2	394,9
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	6.618,4	6.852,2	7.184,1	7.546,2	7.606,7	7.670,2	7.725,2	7.717,2
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.084,6	6.327,4	6.594,0	6.845,0	6.913,6	6.989,0	7.061,8	7.101,7
Gasto en consumo individual	5.438,4	5.666,3	5.915,1	6.140,8	6.202,9	6.268,2	6.332,6	6.363,9
Gasto en consumo colectivo	646,2	661,1	678,9	704,2	710,7	720,7	729,2	737,9
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	58,0	60,4	59,0	59,4	60,5	63,2	65,4	66,0
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	534,0	525,1	590,3	701,4	693,3	681,4	663,5	615,7
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.614,4	1.705,0	1.857,5	1.994,0	2.020,0	2.047,7	2.069,2	2.062,7
Formación bruta de capital fijo	1.603,2	1.699,0	1.844,5	1.974,5	1.995,5	2.021,7	2.038,1	2.022,0
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	11,2	6,0	13,0	19,5	24,5	26,0	31,1	40,8
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-1,1	-0,1	0,5	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,3
Transferencias de capital	174,6	181,9	174,7	166,6	166,8	170,6	163,5	162,4
Impuestos sobre el capital	29,9	24,4	22,5	23,8	23,4	23,6	23,9	23,6
Otras transferencias de capital	144,7	157,5	152,1	142,9	143,4	147,0	139,6	138,8
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	60,6	11,2	-18,3	21,0	-1,0	-27,8	-56,3	-87,4

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	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.015,5	7.261,3	7.587,6	7.972,3	8.060,8	8.158,1	8.227,7	8.254,6
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	797,4	841,1	910,4	953,8	954,2	951,0	949,7	944,8
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	7.812,9	8.102,4	8.498,0	8.926,1	9.015,0	9.109,1	9.177,4	9.199,4
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta	1.991,4	2.062,1	2.172,7	2.304,2	2.331,8	2.368,8	2.381,0	2.363,6
Remuneración de los asalariados	3.784,8	3.897,9	4.057,4	4.238,0	4.287,2	4.335,7	4.380,4	4.414,6
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	934,9	983,8	1.050,8	1.098,3	1.097,1	1.093,3	1.093,0	1.085,9
Renta de la propiedad	2.350,3	2.603,7	3.017,0	3.526,1	3.610,1	3.687,2	3.769,9	3.771,3
Intereses	1.217,0	1.315,8	1.608,8	1.964,4	2.036,6	2.103,2	2.172,4	2.192,2
Otra renta de la propiedad	1.133,3	1.287,9	1.408,1	1.561,7	1.573,5	1.584,0	1.597,5	1.579,1
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.694,2	6.939,1	7.275,5	7.639,6	7.705,1	7.769,7	7.821,9	7.818,1
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	886,8	937,1	1.030,1	1.116,1	1.132,1	1.143,4	1.144,8	1.126,6
Cotizaciones sociales	1.429,1	1.471,7	1.533,9	1.593,6	1.609,3	1.625,5	1.642,8	1.657,8
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.448,2	1.492,0	1.541,9	1.584,9	1.597,9	1.612,7	1.631,7	1.648,3
Otras transferencias corrientes	614,7	625,2	628,1	650,7	655,1	660,8	665,3	669,0
Primas netas de seguros no vida	178,7	179,3	177,5	182,1	182,6	184,2	184,9	186,2
Derechos de seguros no vida	176,0	177,0	174,7	179,8	180,3	181,6	182,0	182,8
Otras	260,1	268,9	275,8	288,8	292,2	295,0	298,5	300,0
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.618,4	6.852,2	7.184,1	7.546,2	7.606,7	7.670,2	7.725,2	7.717,2
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	59,6	60,7	63,4	65,6	66,1
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	534,0	525,1	590,3	701,4	693,3	681,4	663,5	615,7
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.123,9	1.177,7	1.234,8	1.299,3	1.311,2	1.323,5	1.335,4	1.347,2
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	190,7	195,2	189,3	180,8	181,3	185,9	177,8	175,2
Impuestos sobre el capital	29,9	24,4	22,5	23,8	23,4	23,6	23,9	23,6
Otras transferencias de capital	160,8	170,8	166,7	157,1	158,0	162,3	153,9	151,6
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (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	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.784,8	3.897,9	4.057,4	4.238,0	4.287,2	4.335,7	4.380,4	4.414,6
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.270,5	1.322,0	1.398,3	1.480,4	1.500,5	1.520,4	1.536,4	1.545,2
Intereses, recursos (+)	233,3	229,8	266,4	302,0	311,0	321,1	330,4	332,2
Intereses, empleos (-)	126,2	130,5	164,5	208,6	215,6	222,4	228,7	227,2
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	667,1	716,3	758,0	797,1	799,3	802,9	807,3	797,3
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,2	9,5	9,6	9,9	9,9	10,1	9,9	9,8
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	707,3	739,8	792,7	851,5	865,5	879,0	885,8	887,5
Cotizaciones sociales netas (-)	1.426,3	1.468,4	1.530,6	1.590,2	1.605,9	1.622,3	1.639,4	1.654,5
Prestaciones sociales netas (+)	1.443,3	1.486,8	1.536,5	1.579,3	1.592,3	1.607,1	1.626,1	1.642,7
Transferencias corrientes netas (+)	63,4	66,0	66,1	69,1	69,0	72,0	73,5	74,4
= Renta disponible bruta	5.193,4	5.370,7	5.585,1	5.805,8	5.862,3	5.925,5	5.990,2	6.027,4
Gasto en consumo final (-)	4.489,8	4.669,5	4.869,9	5.053,2	5.105,3	5.155,9	5.208,2	5.226,8
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	57,8	60,3	58,9	59,6	60,6	63,2	65,2	65,6
= Ahorro bruto	761,4	761,6	774,2	812,3	817,7	832,8	847,2	866,2
Consumo de capital fijo (-)	301,5	317,2	334,5	352,7	355,7	359,1	361,6	363,5
Transferencias de capital netas (+)	18,4	24,1	22,5	15,5	16,0	17,0	17,3	17,2
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	323,8	531,5	556,9	-3,2	-771,6	-1.156,7	-1.382,2	-1.901,1
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	802,1	999,9	1.019,0	472,0	-293,6	-665,9	-879,4	-1.381,1
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	513,1	543,7	599,0	634,0	637,9	637,9	637,4	632,2
Consumo de capital fijo (-)	301,5	317,2	334,5	352,7	355,7	359,1	361,6	363,5
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	214,3	206,2	305,8	422,1	444,8	422,7	427,8	435,7
Efectivo y depósitos	212,7	246,9	284,1	349,4	385,0	386,4	391,5	436,8
Participaciones en fondos del mercado monetario	-7,1	-20,2	0,9	40,0	34,0	10,5	13,5	-9,6
Valores distintos de acciones ²⁾	8,7	-20,5	20,9	32,7	25,8	25,8	22,8	8,5
Activos a largo plazo	336,5	421,7	347,5	188,1	121,1	129,9	72,7	12,2
Depósitos	28,5	-4,8	0,8	-26,5	-35,6	-36,6	-40,2	-30,3
Valores distintos de acciones	64,8	1,1	74,2	9,0	29,2	63,2	65,5	20,8
Acciones y otras participaciones	-9,4	132,5	-38,8	-61,6	-119,4	-122,1	-161,4	-152,5
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	-18,9	66,0	-14,0	12,1	-18,2	-7,2	-20,4	-10,0
Participaciones en fondos de inversión	9,5	66,5	-24,8	-73,7	-101,2	-114,9	-141,0	-142,5
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	252,7	292,9	311,3	267,2	246,9	225,4	208,8	174,2
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	307,6	390,6	392,8	346,5	313,7	284,8	247,5	196,1
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	<i>277,8</i>	<i>358,5</i>	<i>347,4</i>	<i>281,5</i>	<i>249,1</i>	<i>196,5</i>	<i>181,0</i>	<i>78,9</i>
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	281,7	448,4	505,6	-27,9	-694,8	-1.018,9	-1.112,5	-1.498,7
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	48,9	105,5	54,7	-2,0	-79,9	-127,9	-176,4	-244,1
Otros flujos netos (+)	16,6	-17,7	-66,3	-43,2	-53,3	-65,8	-119,1	-158,8
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	802,1	999,9	1.019,0	472,0	-293,6	-665,9	-879,4	-1.381,1
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.271,5	4.486,3	4.748,0	5.208,5	5.362,0	5.483,0	5.539,3	5.712,6
Efectivo y depósitos	3.925,6	4.174,1	4.454,2	4.844,2	4.937,2	5.055,3	5.104,9	5.313,7
Participaciones en fondos del mercado monetario	309,9	296,4	257,6	296,0	347,0	346,5	348,7	327,4
Valores distintos de acciones ²⁾	36,1	15,9	36,2	68,3	77,9	81,2	85,7	71,5
Activos a largo plazo	9.919,9	10.921,0	11.878,2	12.004,2	11.349,8	11.087,5	10.669,2	10.082,4
Depósitos	893,9	944,8	945,1	882,5	829,0	818,8	805,6	817,5
Valores distintos de acciones	1.218,9	1.196,6	1.281,1	1.292,5	1.315,0	1.301,0	1.260,6	1.197,8
Acciones y otras participaciones	3.960,4	4.534,5	5.041,0	4.953,2	4.350,3	4.093,0	3.745,2	3.260,8
Acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones	2.784,2	3.190,3	3.622,5	3.578,1	3.145,1	2.941,5	2.671,9	2.275,4
Participaciones en fondos de inversión	1.176,2	1.344,2	1.418,5	1.375,1	1.205,2	1.151,5	1.073,3	985,4
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	3.846,7	4.245,1	4.611,0	4.876,1	4.855,6	4.874,7	4.857,7	4.806,2
Otros activos netos (+)	121,5	87,8	64,1	23,0	6,8	1,8	5,6	-0,4
Pasivos (-)								
Préstamos	4.293,6	4.692,1	5.081,7	5.415,5	5.458,3	5.521,4	5.572,1	5.612,4
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	<i>3.812,5</i>	<i>4.201,0</i>	<i>4.545,1</i>	<i>4.814,6</i>	<i>4.850,2</i>	<i>4.875,6</i>	<i>4.926,2</i>	<i>4.888,3</i>
= Riqueza financiera neta	10.019,3	10.803,0	11.608,6	11.820,2	11.260,4	11.050,9	10.642,0	10.182,2

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	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.017,0	4.156,5	4.353,6	4.591,2	4.642,9	4.699,1	4.737,0	4.737,7
Remuneración de los asalariados (-)	2.397,6	2.469,6	2.580,2	2.705,0	2.739,5	2.769,2	2.798,2	2.818,3
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	65,7	73,1	75,6	81,7	82,6	82,6	83,8	82,5
= Excedente bruto de explotación (+)	1.553,8	1.613,7	1.697,9	1.804,5	1.820,8	1.847,2	1.855,1	1.836,9
Consumo de capital fijo (-)	636,9	667,3	698,0	735,5	742,7	750,0	757,6	765,8
= Excedente neto de explotación (+)	916,9	946,5	999,9	1.069,0	1.078,1	1.097,2	1.097,4	1.071,1
Renta de la propiedad, recursos (+)	376,8	440,7	497,3	567,4	571,8	573,2	580,0	579,7
Intereses, recursos	125,1	136,1	158,3	184,4	190,3	195,7	199,1	201,1
Otra renta de la propiedad, recursos	251,8	304,6	339,1	382,9	381,5	377,4	380,9	378,5
Intereses y otras rentas, empleos (-)	226,4	236,4	278,8	332,6	347,5	361,3	375,3	386,1
= Renta empresarial neta (+)	1.067,4	1.150,8	1.218,4	1.303,8	1.302,3	1.309,1	1.302,1	1.264,7
Renta distribuida (-)	773,7	876,9	945,8	1.007,1	1.015,7	1.022,0	1.030,2	1.012,9
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	135,4	148,6	187,6	208,8	210,2	208,4	203,6	185,4
Cotizaciones sociales, recursos (+)	73,5	72,7	77,1	66,8	66,2	66,4	67,0	67,7
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,4	60,6	62,5	64,4	64,7	64,3	64,1	63,9
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	59,9	61,6	64,4	55,0	55,0	56,7	56,7	56,3
= Ahorro neto	111,4	75,7	35,2	35,3	22,9	24,0	14,5	13,8
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	226,3	253,7	304,4	356,3	367,8	381,2	391,8	374,7
Formación bruta de capital fijo (+)	856,5	913,5	986,2	1.069,7	1.084,4	1.103,0	1.117,1	1.102,1
Consumo de capital fijo (-)	636,9	667,3	698,0	735,5	742,7	750,0	757,6	765,8
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	6,6	7,4	16,1	22,1	26,1	28,2	32,3	38,3
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	104,0	128,2	164,1	161,8	163,7	124,1	95,4	52,7
Efectivo y depósitos	89,2	113,6	146,2	154,9	127,8	116,4	90,2	17,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	16,1	8,3	2,6	-18,1	-10,0	-9,3	7,9	31,5
Valores distintos de acciones ¹⁾	-1,3	6,2	15,4	24,9	45,9	16,9	-2,7	3,9
Activos a largo plazo	209,3	378,7	490,2	466,5	504,8	500,2	545,8	657,4
Depósitos	-10,0	32,3	29,3	26,1	5,9	-22,4	8,6	16,1
Valores distintos de acciones	-48,8	-34,2	-4,7	-48,5	-84,4	-103,5	-59,0	-31,5
Acciones y otras participaciones	200,2	244,2	259,6	315,8	354,4	370,4	346,6	364,2
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	67,9	136,4	206,0	173,1	228,9	255,7	249,6	308,5
Otros activos netos (+)	48,4	85,5	145,0	200,6	110,7	44,8	-30,9	-103,6
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	207,6	443,8	760,2	801,3	784,5	728,4	716,7	653,5
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	164,8	264,5	448,9	558,9	592,1	562,6	515,7	422,0
de la cual, valores distintos de acciones	9,8	14,0	39,0	40,7	39,7	16,8	36,0	39,6
Acciones y otras participaciones	203,3	265,5	236,6	283,0	274,1	231,4	201,9	241,6
Acciones cotizadas	11,7	101,3	39,1	42,0	22,4	-12,2	-28,5	1,7
Acciones no cotizadas y otras participaciones	191,5	164,1	197,5	241,0	251,7	243,6	230,4	239,9
Transferencias netas de capital, recursos (-)	65,7	61,1	71,7	66,3	66,3	69,9	71,7	70,2
= Ahorro neto	111,4	75,7	35,2	35,3	22,9	24,0	14,5	13,8
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.379,5	1.517,4	1.675,2	1.820,3	1.841,8	1.848,1	1.853,8	1.874,9
Efectivo y depósitos	1.102,9	1.229,3	1.367,0	1.519,3	1.506,6	1.535,1	1.548,7	1.554,3
Participaciones en fondos del mercado monetario	164,1	176,5	184,9	162,0	183,0	183,2	184,4	189,8
Valores distintos de acciones ¹⁾	112,5	111,7	123,3	139,0	152,2	129,8	120,7	130,7
Activos a largo plazo	7.672,1	8.686,4	10.041,2	10.746,8	10.108,8	9.904,8	9.681,9	8.992,3
Depósitos	157,0	199,0	222,5	265,8	249,4	235,3	258,2	273,1
Valores distintos de acciones	328,6	280,9	277,3	229,7	174,1	160,7	168,1	183,0
Acciones y otras participaciones	5.433,6	6.308,6	7.451,5	7.968,8	7.288,1	7.036,3	6.739,4	5.956,9
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	1.753,0	1.897,9	2.089,9	2.282,6	2.397,2	2.472,5	2.516,2	2.579,2
Otros activos netos (+)	327,8	384,0	449,1	610,5	599,8	564,1	579,4	559,8
Pasivos								
Deuda	6.582,9	7.063,4	7.799,9	8.558,9	8.714,2	8.923,5	9.059,6	9.228,9
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	3.160,8	3.429,3	3.868,0	4.404,9	4.545,5	4.668,6	4.761,1	4.828,6
de la cual, valores distintos de acciones	651,5	674,3	691,9	695,4	696,5	702,0	712,0	732,4
Acciones y otras participaciones	9.591,1	10.940,8	12.874,9	13.808,7	12.454,3	12.014,5	11.250,0	10.134,5
Acciones cotizadas	2.995,0	3.692,4	4.468,8	4.985,6	4.204,2	3.976,5	3.437,6	2.843,9
Acciones no cotizadas y otras participaciones	6.596,0	7.248,4	8.406,1	8.823,1	8.250,2	8.038,0	7.812,4	7.290,6

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	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	39,5	25,5	64,4	87,4	109,1	102,5	88,6	106,9
Efectivo y depósitos	13,2	7,2	11,0	6,4	32,7	35,8	32,1	59,1
Participaciones en fondos del mercado monetario	2,7	-0,5	3,5	3,1	15,8	14,2	20,9	22,2
Valores distintos de acciones ¹⁾	23,5	18,9	49,8	77,8	60,6	52,6	35,7	25,5
Activos a largo plazo	223,7	295,0	313,8	215,9	217,6	178,7	169,3	161,3
Depósitos	36,9	17,2	76,7	51,6	27,9	16,0	0,9	-1,7
Valores distintos de acciones	133,1	132,8	125,2	89,9	83,6	75,2	95,4	88,6
Préstamos	7,4	-4,1	2,6	-13,6	20,6	17,0	20,8	30,8
Acciones cotizadas	12,7	30,7	-1,5	-4,8	-2,3	-1,1	-8,8	-5,1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	2,6	31,1	27,0	27,2	45,2	41,2	45,7	41,1
Participaciones en fondos de inversión	30,9	87,2	83,9	65,6	42,7	30,4	15,4	7,4
Otros activos netos (+)	11,8	11,4	4,3	-26,1	-23,7	-19,3	-9,6	22,9
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	-1,7	-0,4	5,2	3,2	4,4	5,2	5,4	9,3
Préstamos	4,3	17,3	35,9	21,7	43,9	18,0	4,1	21,8
Acciones y otras participaciones	12,2	13,6	11,4	2,7	4,4	6,9	5,1	18,7
Reservas técnicas de seguro	262,6	334,3	322,0	292,0	273,3	255,8	240,4	197,3
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	231,0	292,1	308,2	282,0	262,4	239,6	219,6	178,0
Reservas para primas y para siniestros	31,7	42,2	13,9	10,0	10,9	16,1	20,8	19,2
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-2,5	-32,8	7,9	-42,5	-23,0	-23,8	-6,6	44,0
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	110,7	190,7	181,2	-15,4	-226,4	-334,6	-401,6	-536,7
Otros activos netos	142,3	75,5	-34,4	-45,0	14,1	-3,5	-13,1	40,3
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	21,3	118,3	34,5	-32,7	-91,8	-143,2	-137,8	-174,2
Reservas técnicas de seguro	83,8	137,8	52,9	-3,3	-79,6	-128,3	-179,6	-245,5
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	63,9	146,9	56,2	-2,8	-77,8	-125,4	-174,5	-239,6
Reservas para primas y para siniestros	19,8	-9,1	-3,3	-0,4	-1,8	-2,9	-5,1	-5,8
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	148,0	10,1	59,4	-24,4	-40,9	-66,6	-97,3	-76,7
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	403,1	437,2	509,0	603,3	661,2	670,7	675,5	713,1
Efectivo y depósitos	133,6	146,6	157,1	164,6	192,5	182,6	189,5	226,6
Participaciones en fondos del mercado monetario	74,4	75,6	81,5	82,4	95,4	94,8	98,3	102,2
Valores distintos de acciones ¹⁾	195,1	215,0	270,3	356,2	373,3	393,3	387,6	384,3
Activos a largo plazo	4.089,5	4.615,9	5.050,6	5.197,8	5.106,1	5.044,2	4.988,2	4.843,1
Depósitos	500,4	524,7	602,1	650,5	649,2	653,5	648,7	648,5
Valores distintos de acciones	1.615,0	1.774,2	1.845,5	1.888,9	1.942,4	1.921,4	1.969,9	1.992,7
Préstamos	348,5	353,4	351,2	331,8	359,5	355,6	357,7	366,1
Acciones cotizadas	587,2	653,3	724,5	708,1	613,2	594,1	535,4	426,6
Acciones no cotizadas y otras participaciones	349,2	403,1	480,8	511,1	488,7	473,4	465,6	449,1
Participaciones en fondos de inversión	689,2	907,3	1.046,5	1.107,3	1.053,0	1.046,2	1.010,8	960,1
Otros activos netos (+)	139,4	176,8	204,5	173,8	191,6	177,5	176,2	215,7
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	22,3	21,3	35,9	35,2	35,8	36,6	36,7	43,2
Préstamos	118,5	136,2	167,6	187,1	221,4	211,2	206,6	212,8
Acciones y otras participaciones	497,7	629,6	675,5	645,5	595,3	564,2	550,2	490,0
Reservas técnicas de seguro	4.083,5	4.555,6	4.930,5	5.219,3	5.214,5	5.242,5	5.231,6	5.171,1
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.451,0	3.890,0	4.254,4	4.533,5	4.520,5	4.543,0	4.529,1	4.471,9
Reservas para primas y para siniestros	632,5	665,6	676,2	685,8	694,0	699,4	702,5	699,2
= Riqueza financiera neta	-90,0	-112,8	-45,5	-112,3	-108,2	-162,0	-185,1	-145,1

Fuente: BCE.

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

MERCADOS FINANCIEROS

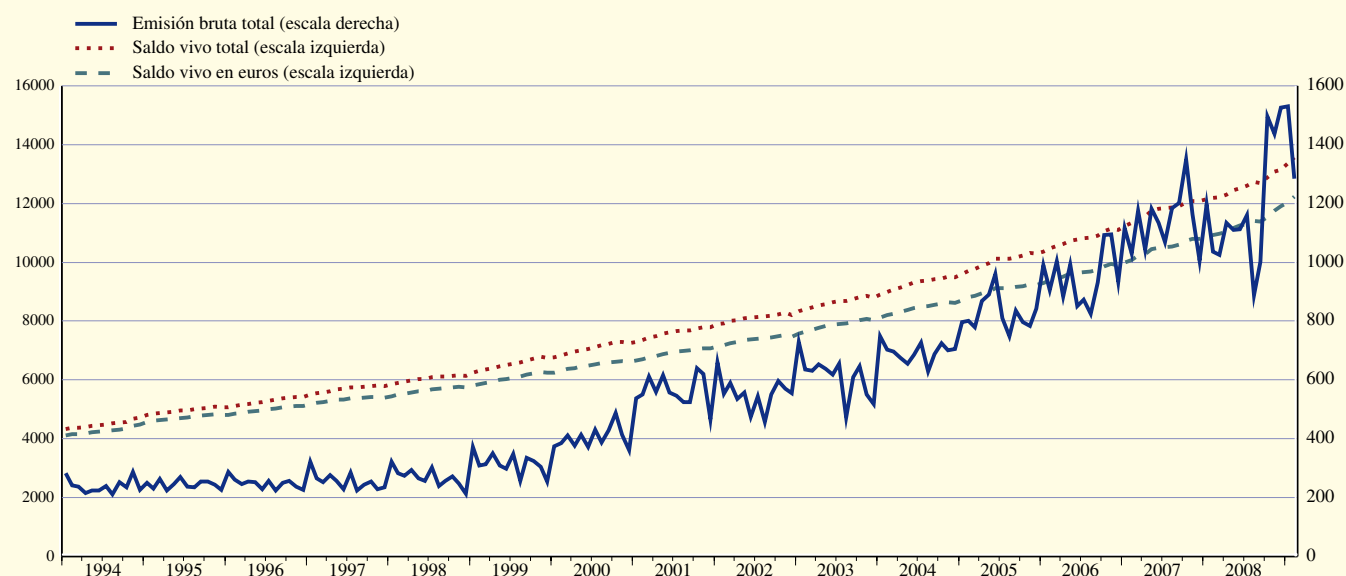
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses
											11	12
Total												
2008 Feb	13.017,1	1.027,0	82,5	10.917,8	968,4	72,5	12.196,0	1.036,6	76,1	8,0	45,5	6,9
Mar	13.122,6	1.073,2	104,5	10.964,4	968,8	45,4	12.216,3	1.024,5	43,6	7,1	20,0	6,1
Abr	13.172,6	1.160,6	50,0	11.029,8	1.069,0	65,3	12.294,8	1.133,6	77,0	7,1	57,9	5,0
May	13.351,5	1.126,7	177,8	11.169,2	1.036,8	138,4	12.457,9	1.110,8	153,1	6,7	98,1	5,8
Jun	13.487,1	1.155,7	135,9	11.243,7	1.040,4	74,9	12.528,6	1.112,9	81,2	6,8	88,0	5,6
Jul	13.499,0	1.138,0	10,6	11.300,7	1.072,4	55,2	12.603,5	1.159,4	74,6	7,1	96,8	6,8
Ago	13.625,9	880,0	123,9	11.409,6	815,3	106,1	12.734,6	889,0	111,8	7,8	162,8	8,8
Sep	13.629,7	1.022,3	2,3	11.378,0	930,7	-32,9	12.695,5	1.001,9	-42,3	7,1	-13,5	8,2
Oct	13.727,3	1.454,3	97,5	11.528,4	1.417,4	150,1	12.893,6	1.494,9	145,2	7,0	103,3	8,9
Nov	13.945,4	1.422,3	218,7	11.755,7	1.370,0	228,1	13.086,7	1.437,5	213,8	8,1	199,7	10,5
Dic	14.129,6	1.535,6	187,8	11.906,9	1.447,7	155,1	13.158,3	1.525,2	141,7	9,5	273,3	13,6
2009 Ene	.	.	.	12.047,2	1.450,8	136,9	13.359,7	1.529,8	146,2	10,1	104,1	13,6
Feb	.	.	.	12.232,8	1.199,1	183,5	13.562,8	1.285,1	203,5	11,1	166,0	13,5
A largo plazo												
2008 Feb	11.689,1	182,8	46,7	9.725,6	163,3	48,8	10.817,3	187,8	51,4	6,1	29,1	4,7
Mar	11.724,4	180,1	34,6	9.750,5	145,2	24,0	10.818,6	160,6	21,3	5,3	11,7	4,5
Abr	11.811,2	258,6	86,8	9.813,7	207,5	63,1	10.891,8	225,1	68,1	5,5	63,8	4,4
May	11.965,3	290,7	153,4	9.927,9	234,9	113,6	11.016,6	257,4	122,7	5,1	69,0	4,9
Jun	12.079,3	283,6	114,2	10.015,2	230,1	87,5	11.103,2	253,3	94,9	5,2	67,9	4,8
Jul	12.105,7	207,0	25,0	10.047,0	176,8	29,9	11.142,1	195,0	35,5	5,4	60,4	5,7
Ago	12.195,9	159,0	88,1	10.126,0	132,8	77,0	11.241,9	148,2	78,0	6,1	133,9	7,7
Sep	12.185,7	183,5	-9,5	10.104,7	145,5	-20,4	11.226,1	158,5	-30,9	5,7	-16,9	7,1
Oct	12.209,6	198,7	24,7	10.140,2	182,5	36,1	11.318,1	195,2	30,6	5,3	22,8	6,3
Nov	12.384,9	275,4	174,4	10.315,9	253,9	175,0	11.473,9	262,5	165,9	6,3	145,9	7,7
Dic	12.562,6	361,3	179,0	10.486,5	327,3	172,2	11.567,5	338,8	152,7	7,3	181,0	9,7
2009 Ene	.	.	.	10.576,0	275,8	88,6	11.701,4	299,2	89,3	8,2	111,6	10,6
Feb	.	.	.	10.737,1	268,4	160,2	11.873,9	295,7	173,0	9,2	148,9	10,8

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	12.072	5.048	1.510	654	4.534	327	1.138	841	59	109	116	12
2008	13.158	5.267	1.940	696	4.916	340	1.177	818	74	99	162	24
2008 I	12.216	5.091	1.524	659	4.625	317	1.086	787	38	92	150	19
II	12.529	5.232	1.629	670	4.677	320	1.119	787	69	102	140	20
III	12.696	5.268	1.697	681	4.726	324	1.017	691	54	97	147	27
IV	13.158	5.267	1.940	696	4.916	340	1.486	1.006	136	107	209	28
2008 Nov	13.087	5.326	1.808	691	4.930	332	1.437	966	125	97	224	25
Dic	13.158	5.267	1.940	696	4.916	340	1.525	1.033	186	111	162	34
2009 Ene	13.360	5.341	1.967	710	5.004	337	1.530	1.017	83	105	269	56
Feb	13.563	5.407	2.022	718	5.078	338	1.285	874	82	82	225	23
A corto plazo												
2007	1.288	788	36	100	345	18	946	755	18	101	64	9
2008	1.591	823	61	115	566	25	963	723	26	92	101	19
2008 I	1.398	820	49	111	407	11	906	701	21	88	83	14
II	1.425	836	51	111	415	11	874	666	21	92	77	17
III	1.469	827	62	111	457	13	850	615	25	92	94	24
IV	1.591	823	61	115	566	25	1.220	911	38	95	152	23
2008 Nov	1.613	844	61	115	575	17	1.175	885	35	89	146	20
Dic	1.591	823	61	115	566	25	1.186	916	27	92	120	30
2009 Ene	1.658	864	38	108	630	19	1.231	906	18	82	178	47
Feb	1.689	887	38	103	642	19	989	749	16	66	140	18
A largo plazo ²⁾												
2007	10.783	4.260	1.473	553	4.189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11.568	4.443	1.879	580	4.350	315	214	94	48	8	60	4
2008 I	10.819	4.271	1.475	548	4.219	306	180	86	17	4	67	5
II	11.103	4.396	1.577	559	4.262	309	245	120	48	10	64	3
III	11.226	4.441	1.635	570	4.270	311	167	76	29	5	53	3
IV	11.568	4.443	1.879	580	4.350	315	266	95	97	11	57	5
2008 Nov	11.474	4.483	1.747	575	4.355	314	263	81	91	8	77	5
Dic	11.568	4.443	1.879	580	4.350	315	339	116	159	19	42	3
2009 Ene	11.701	4.477	1.929	602	4.375	318	299	111	65	23	91	9
Feb	11.874	4.520	1.984	615	4.436	319	296	124	66	15	85	6
Del cual a tipo fijo												
2007	7.325	2.263	594	420	3.797	250	107	44	10	5	45	3
2008	7.602	2.325	636	444	3.947	250	119	48	9	6	53	3
2008 I	7.303	2.260	587	412	3.798	246	110	43	4	3	56	3
II	7.471	2.347	605	424	3.846	248	145	66	11	9	56	2
III	7.528	2.370	619	432	3.859	248	101	42	7	3	47	2
IV	7.602	2.325	636	444	3.947	250	120	42	13	10	53	2
2008 Nov	7.633	2.384	629	439	3.933	248	131	34	17	8	72	1
Dic	7.602	2.325	636	444	3.947	250	132	54	20	16	40	3
2009 Ene	7.703	2.348	664	466	3.974	251	213	76	27	23	82	6
Feb	7.829	2.382	691	479	4.027	250	203	76	32	15	76	4
Del cual a tipo variable												
2007	3.004	1.621	861	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3.476	1.724	1.214	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	1.698	989	129	348	61	52	24	21	2	4	1
IV	3.476	1.724	1.214	126	349	64	129	39	83	1	3	2
2008 Nov	3.362	1.726	1.090	128	354	64	116	36	73	1	3	3
Dic	3.476	1.724	1.214	126	349	64	182	41	138	2	2	1
2009 Ene	3.496	1.723	1.239	125	343	66	63	19	37	0	3	3
Feb	3.537	1.730	1.266	125	348	68	79	38	34	0	6	2

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

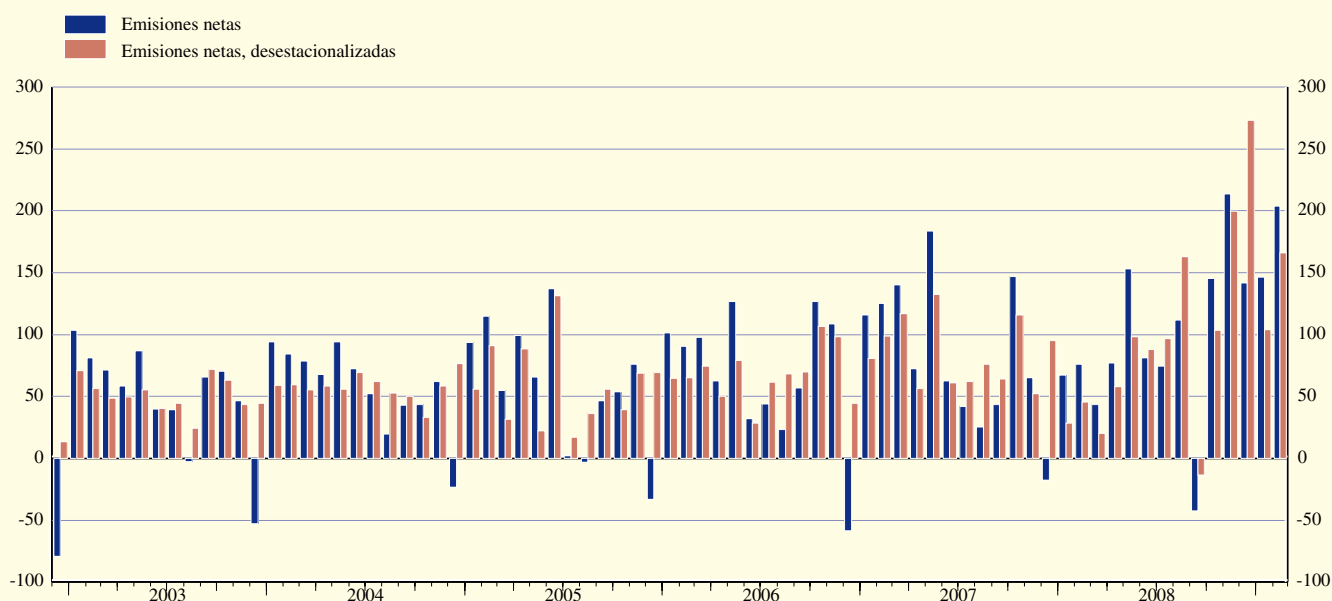
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	40,7	27,8	4,2	9,9	1,2	84,4	41,3	27,3	4,3	10,2	1,2
2008	95,2	23,1	35,8	3,8	31,4	1,1	96,7	23,2	35,1	3,9	33,3	1,1
2008 I	62,3	23,9	7,0	2,8	31,7	-3,1	31,3	4,7	16,7	2,2	11,2	-3,4
II	103,8	46,3	34,9	4,8	16,9	0,9	81,3	48,2	30,8	0,7	1,1	0,6
III	48,0	11,0	19,9	1,8	14,1	1,2	82,0	18,9	33,2	5,1	22,4	2,4
IV	166,9	11,2	81,6	5,8	62,9	5,3	192,1	21,2	59,8	7,6	98,7	4,8
2008 Nov	213,8	35,5	74,6	4,9	97,0	1,9	199,7	42,0	64,9	5,5	88,4	-1,2
Dic	141,7	-15,8	143,8	11,2	-6,1	8,6	273,3	44,5	102,8	21,3	93,6	11,1
2009 Ene	146,2	41,0	18,2	9,3	80,9	-3,2	104,1	10,3	51,4	6,4	40,6	-4,8
Feb	203,5	67,2	54,5	7,8	73,3	0,8	166,0	47,9	54,3	7,9	55,7	0,1
A largo plazo												
2007	61,9	23,9	27,1	2,4	7,8	0,7	61,6	24,1	26,7	2,4	7,8	0,7
2008	65,8	16,1	33,8	2,4	13,0	0,5	65,3	16,2	33,1	2,4	13,0	0,5
2008 I	24,3	11,9	2,9	-0,8	11,1	-0,7	18,5	2,8	12,3	1,6	2,5	-0,8
II	95,2	42,3	34,0	4,0	14,1	0,9	66,9	35,9	30,0	0,4	-0,2	0,7
III	27,5	7,5	16,4	2,4	0,7	0,5	59,2	15,3	29,1	4,0	9,2	1,6
IV	116,4	2,6	81,9	4,3	26,1	1,5	116,6	10,7	61,1	3,7	40,5	0,5
2008 Nov	165,9	9,4	77,3	2,3	75,5	1,3	145,9	13,8	68,9	1,4	63,4	-1,7
Dic	152,7	-4,6	143,8	11,1	1,0	1,4	181,0	23,0	107,1	12,1	36,4	2,4
2009 Ene	89,3	9,1	41,4	16,7	19,2	2,9	111,6	9,7	73,3	20,7	5,2	2,7
Feb	173,0	44,6	54,3	12,8	60,9	0,4	148,9	24,6	54,3	14,8	54,7	0,5

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.

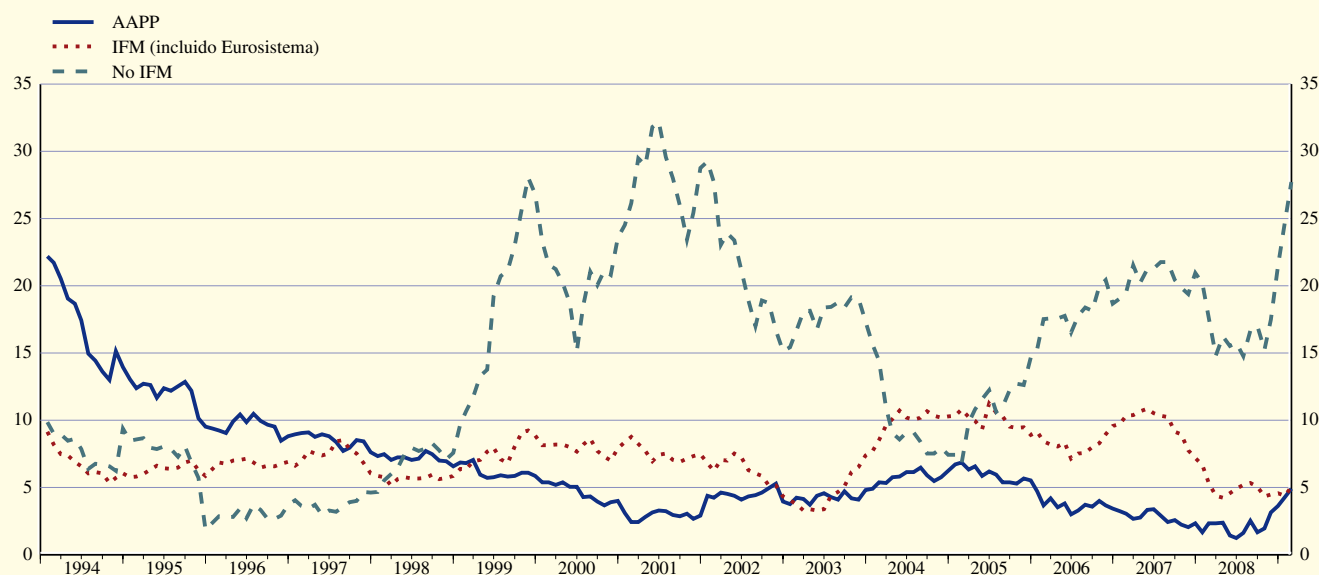
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2008 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	23,0	3,4	1,4	2,1	5,6	6,3	20,2	2,7	1,6	-5,2
Jul	7,1	8,5	22,0	2,6	2,0	3,3	6,8	7,4	20,2	1,0	3,1	2,2
Ago	7,8	8,3	24,5	4,8	3,0	3,4	8,8	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	8,1	26,7	5,3	3,1	5,8
Oct	7,0	5,3	21,6	4,2	4,9	2,8	8,9	6,4	24,3	4,2	7,4	9,5
Nov	8,1	5,7	24,5	4,1	6,7	2,8	10,5	4,9	29,4	4,2	11,9	6,7
Dic	9,5	5,5	28,4	7,0	8,3	3,9	13,6	4,6	37,2	11,7	16,3	14,1
2009 Ene	10,1	5,3	30,4	6,8	9,5	5,3	13,6	3,2	41,7	12,7	16,8	8,5
Feb	11,1	6,3	32,5	7,8	10,0	6,4	13,5	3,5	38,1	13,3	17,0	6,1
A largo plazo												
2008 Feb	6,1	5,3	22,6	6,2	2,4	1,9	4,7	2,9	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	17,4	0,3	2,0	3,0
Ago	6,1	5,3	22,2	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	19,8	3,7	2,0	1,4	6,3	5,9	22,0	3,0	1,8	5,0
Nov	6,3	4,4	23,1	3,1	3,3	1,3	7,7	4,4	28,0	1,9	5,2	2,2
Dic	7,3	4,5	27,5	5,3	3,7	2,1	9,7	3,6	37,2	8,5	7,2	4,1
2009 Ene	8,2	4,4	31,1	7,9	4,4	3,3	10,6	2,5	46,5	16,1	6,7	3,4
Feb	9,2	5,0	34,3	10,3	5,0	3,8	10,8	2,4	43,4	19,8	7,5	1,5

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.

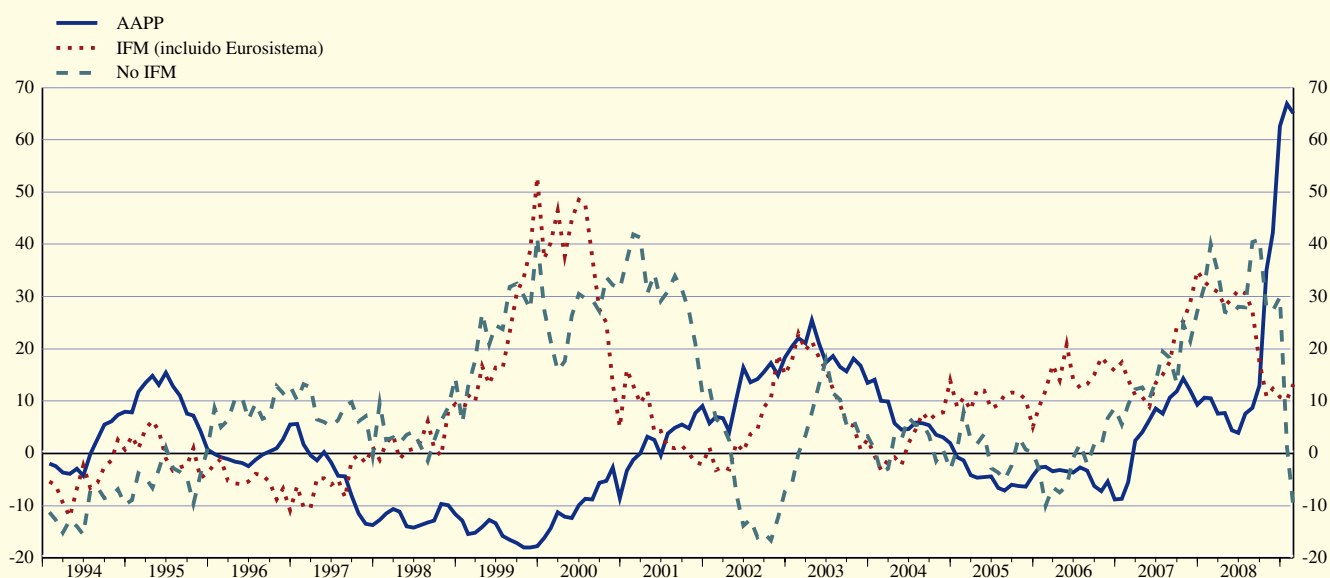
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
En todas las monedas												
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	34,4	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	13,0	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	13,1	5,6	35,1	4,5	1,8	10,2
2008 Sep	3,0	5,5	5,7	5,0	1,1	0,8	12,3	5,1	34,4	4,7	2,3	7,4
Oct	2,7	4,6	3,4	3,9	1,7	-0,7	11,8	5,3	31,3	5,3	1,3	9,2
Nov	3,4	4,2	4,9	3,2	3,0	-1,7	13,7	5,9	35,8	4,8	2,0	12,2
Dic	4,1	4,0	6,8	6,6	3,8	-0,4	15,5	6,0	41,1	2,0	2,0	10,9
2009 Ene	5,4	4,1	10,9	10,5	5,0	1,2	15,6	5,3	44,9	0,5	-1,9	10,0
Feb	6,7	5,4	15,6	13,8	5,7	2,0	16,1	5,1	47,4	-0,1	-1,9	9,5
En euros												
2007	4,6	6,5	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	-1,1
III	3,0	5,4	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	15,4	7,6	37,7	5,2	2,0	9,2
2008 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	6,2	1,5	8,3
Nov	3,5	4,4	7,5	1,0	3,2	-2,3	16,1	8,0	38,6	5,5	2,2	11,4
Dic	4,5	4,8	9,8	3,6	4,1	-1,0	18,3	8,5	43,9	2,3	2,1	9,7
2009 Ene	5,8	5,2	13,7	7,7	5,2	0,6	18,5	8,0	47,9	0,7	-1,8	9,2
Feb	7,2	6,6	19,3	10,9	5,9	1,4	19,0	7,5	50,4	0,0	-1,8	10,0

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 euro ¹⁾

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

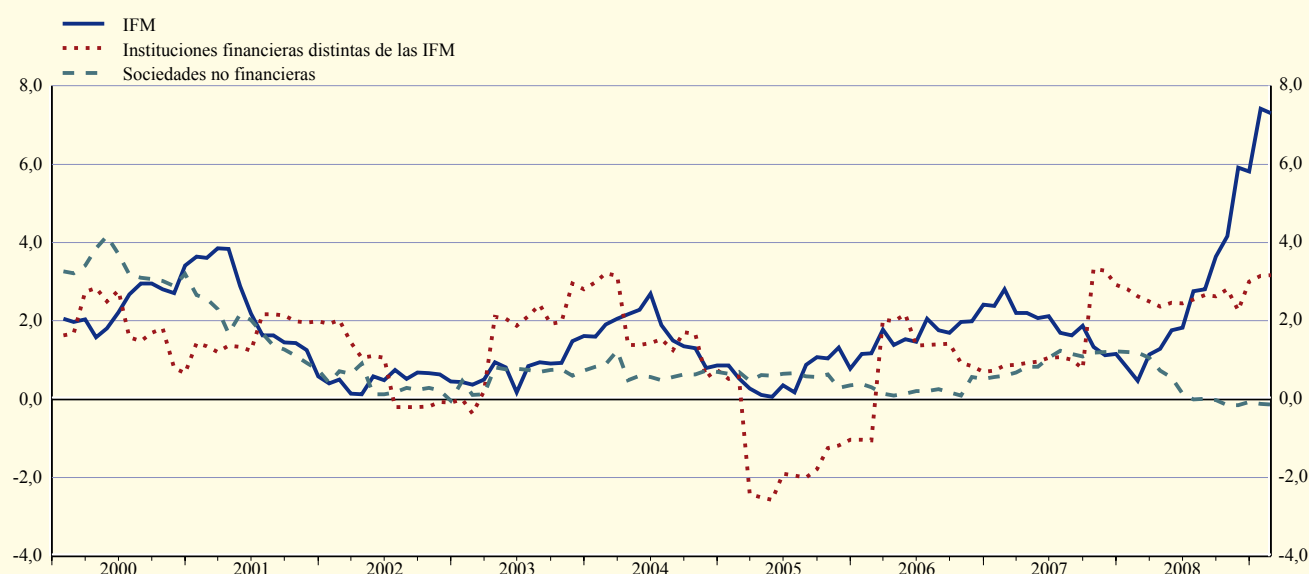
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(salos 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 Feb	6.292,4	103,2	1,0	1.094,6	2,8	637,9	0,9	4.559,9	0,6
Mar	6.518,9	103,2	1,0	1.113,2	2,2	649,3	0,9	4.756,4	0,7
Abr	6.769,2	103,5	1,1	1.170,5	2,2	675,6	0,9	4.923,2	0,8
May	7.048,9	103,5	1,1	1.176,3	2,1	688,9	1,0	5.183,7	0,8
Jun	6.970,5	103,8	1,3	1.130,4	2,1	677,2	1,1	5.162,9	1,1
Jul	6.740,3	104,0	1,3	1.101,6	1,7	608,9	1,1	5.029,8	1,2
Ago	6.626,8	103,9	1,2	1.062,0	1,6	583,9	1,0	4.981,0	1,2
Sep	6.690,9	104,0	1,2	1.050,6	1,9	597,3	0,8	5.042,9	1,1
Oct	6.945,9	104,3	1,4	1.074,6	1,3	629,3	3,3	5.242,0	1,2
Nov	6.631,8	104,3	1,4	1.034,6	1,1	579,2	3,3	5.018,0	1,2
Dic	6.588,7	104,4	1,4	1.019,0	1,2	579,0	2,9	4.990,6	1,2
2008 Ene	5.766,1	104,4	1,3	889,8	0,8	497,4	2,8	4.378,9	1,2
Feb	5.820,8	104,5	1,2	860,1	0,5	492,4	2,6	4.468,3	1,2
Mar	5.567,1	104,5	1,2	860,5	1,1	501,4	2,5	4.205,2	1,1
Abr	5.748,0	104,4	1,0	837,2	1,3	519,5	2,4	4.391,3	0,7
May	5.729,4	104,5	0,9	771,0	1,8	497,1	2,5	4.461,2	0,6
Jun	5.081,0	104,5	0,6	665,3	1,8	435,8	2,4	3.979,9	0,1
Jul	4.972,6	104,6	0,6	691,6	2,8	428,3	2,5	3.852,7	0,0
Ago	4.999,2	104,6	0,6	665,5	2,8	438,5	2,7	3.895,2	0,0
Sep	4.430,0	104,7	0,7	612,2	3,6	382,2	2,6	3.435,6	0,0
Oct	3.743,7	105,0	0,7	451,9	4,2	280,3	2,8	3.011,5	-0,1
Nov	3.489,2	105,2	0,9	394,5	5,9	265,3	2,3	2.829,4	-0,2
Dic	3.482,5	105,4	1,0	377,0	5,8	269,2	3,0	2.836,2	-0,1
2009 Ene	3.286,8	105,6	1,1	344,6	7,4	240,0	3,1	2.702,1	-0,1
Feb	2.922,0	105,6	1,1	276,7	7,3	189,1	3,2	2.456,2	-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 euro ¹⁾

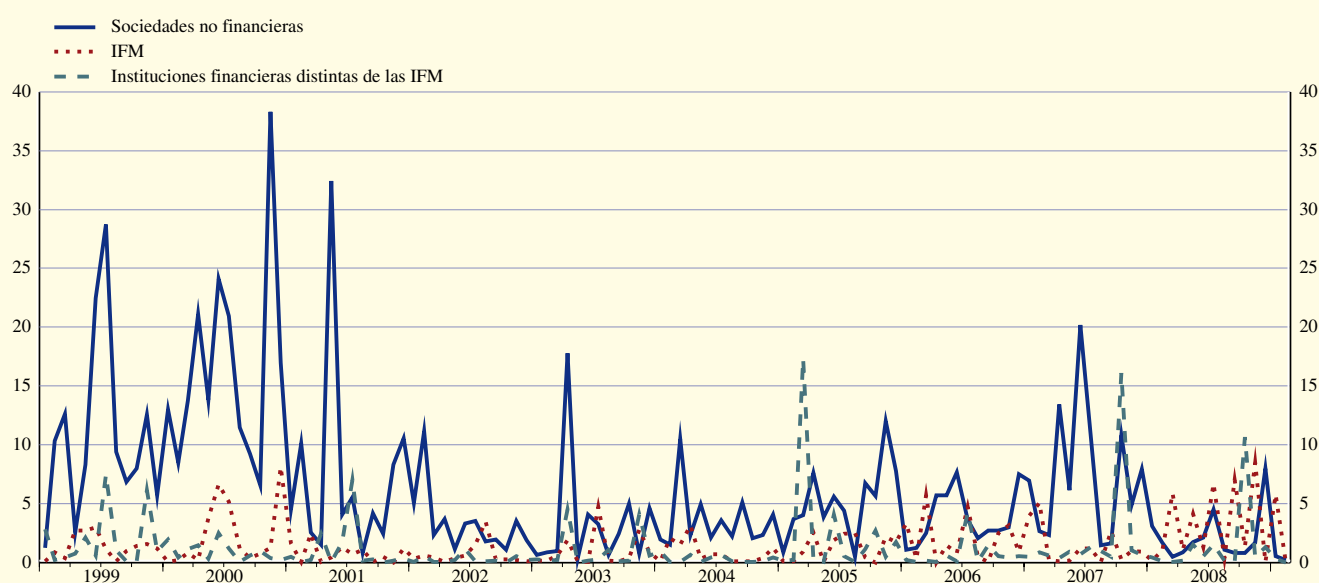
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2007 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	20,5	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	1,7	1,6	0,1
Mar	6,4	6,0	0,3	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,4	5,6	-5,1
Abr	2,0	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7
May	7,3	6,0	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
Jun	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
Jul	12,7	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,6
Ago	1,5	3,0	-1,4	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,1	3,0	-1,9
Sep	7,8	2,8	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	2,6	6,8	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,2	8,0	2,5	5,5
2009 Ene	6,5	0,5	6,1	5,7	0,0	5,7	0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,1
Feb	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6

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 euro ¹⁾

(en porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

1. Tipos de interés aplicados a los depósitos (nuevas operaciones)

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2), 3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008 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	3,27	3,91	3,52	2,88	4,08	1,28	2,24	3,83	3,74	2,06
Feb	0,90	2,62	3,40	3,24	2,46	3,98	1,10	1,62	3,22	3,46	1,54

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 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	5,42	5,28	5,37	5,70	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	5,10	5,07	5,11	5,13	5,31	4,97	5,75	5,29
2009 Ene	10,12	8,33	7,03	8,63	8,67	4,38	4,78	4,93	5,00	4,86	4,41	5,44	5,23
Feb	10,17	8,18	6,66	8,47	8,38	3,98	4,56	4,80	4,89	4,63	4,08	5,04	5,16

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 Mar	6,56	5,91	5,77	5,23	5,19	5,43	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	5,39
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	5,83	5,64
Oct	6,89	6,52	6,35	5,57	5,59	5,74	5,07
Nov	6,67	6,04	6,10	5,41	4,86	5,02	4,97
Dic	6,26	5,38	5,78	5,32	4,29	4,50	4,78
2009 Ene	5,68	4,73	5,46	5,24	3,51	3,96	4,59
Feb	5,39	4,32	5,26	4,98	3,10	3,52	4,25

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 (cont.)
(en porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldos vivos)

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 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
June	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	4,45	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	4,16	3,10	2,88	4,08	1,28	3,49	4,11	3,05
Feb	0,90	3,98	3,17	2,46	3,98	1,10	3,21	3,99	2,68

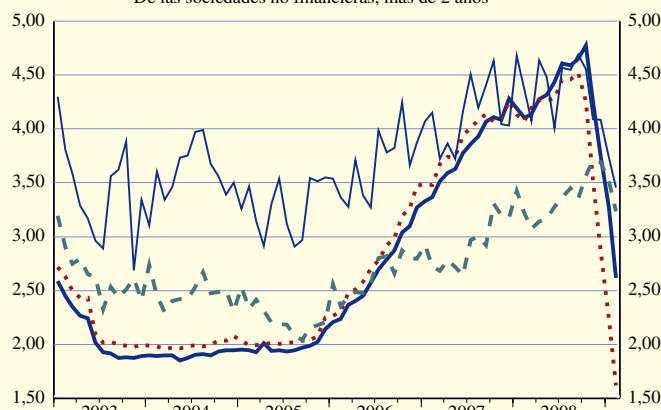
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	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 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
June	5,68	4,89	5,07	9,11	7,29	6,35	6,18	5,68	5,39
July	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	4,72	4,93	8,72	7,23	6,22	5,11	4,89	4,89
Feb	5,10	4,76	4,91	8,59	7,29	6,23	4,77	4,61	4,75

C22 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

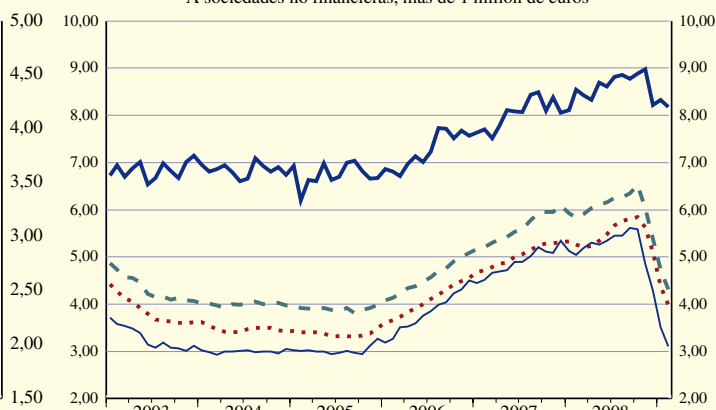
- De los hogares, hasta 1 año
- De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- De los hogares, más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



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)

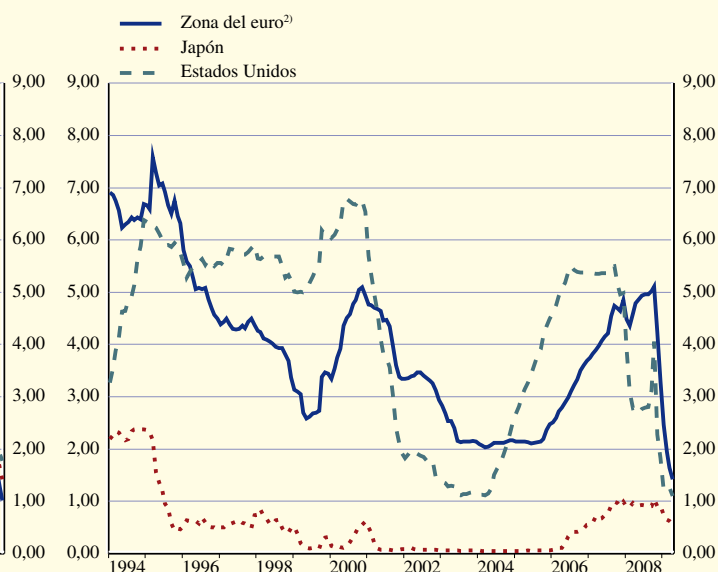
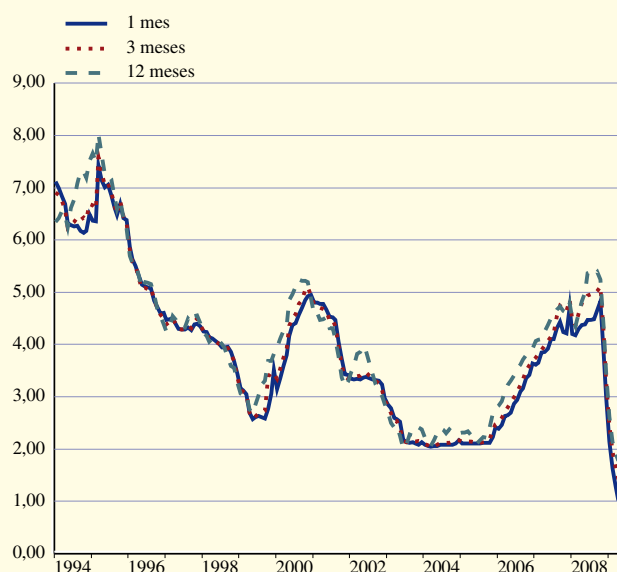
	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,20	0,30
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 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
Abr	0,84	1,01	1,42	1,61	1,77	1,11	0,57

C24 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro ²⁾

(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.

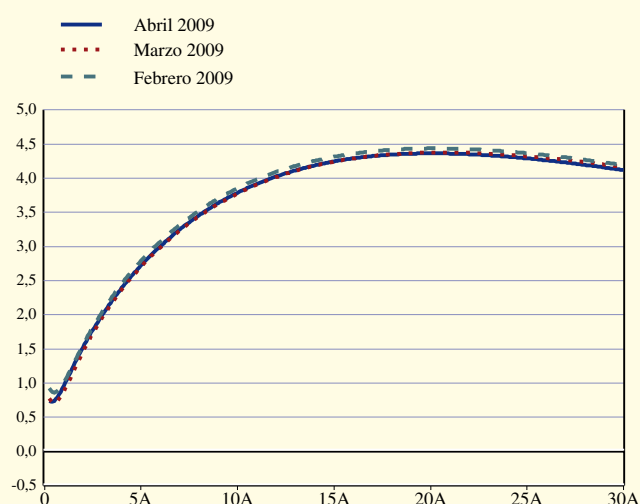
4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro ¹⁾

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

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años- tres meses (diferencial)	Diez años- dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
Abr	0,74	0,96	1,53	2,72	3,25	3,79	3,05	2,26	1,52	2,58	4,24	5,19

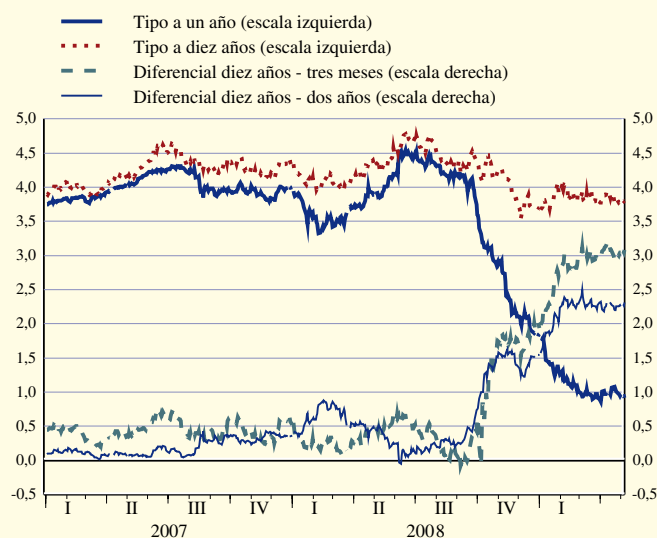
C26 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(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. Datos proporcionados por EuroMTS y calificaciones crediticias de Fitch Ratings.

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

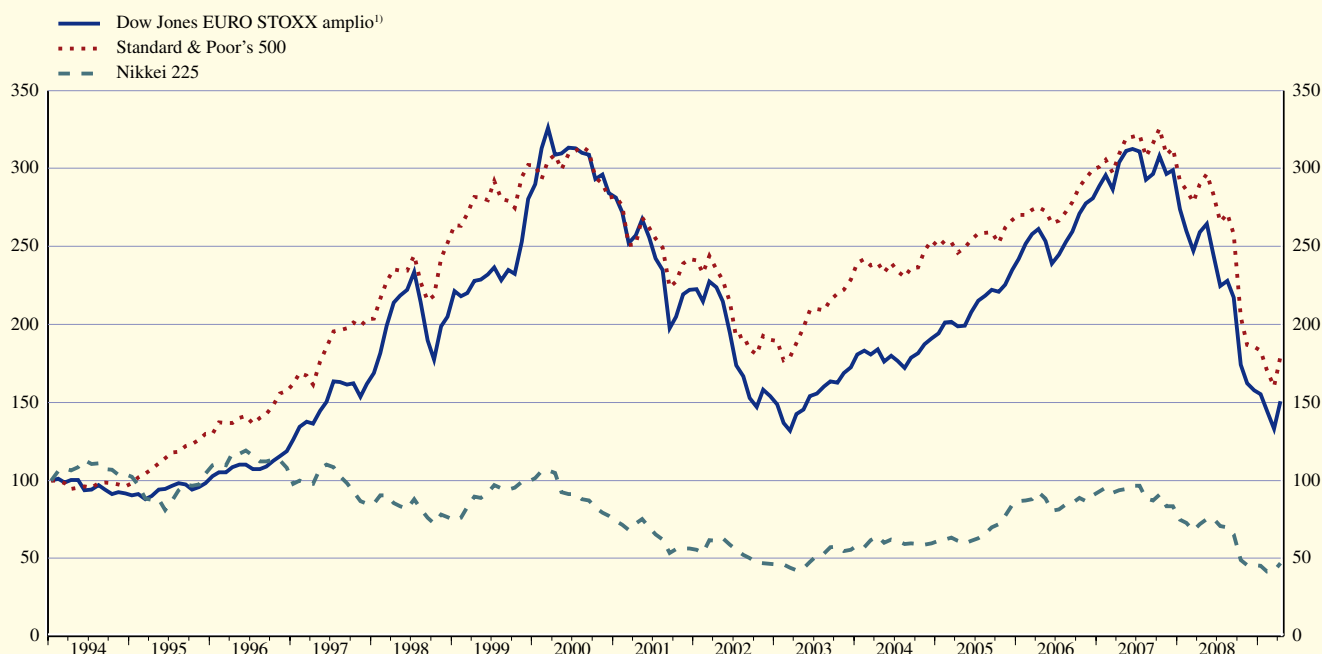
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 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
Abr	209,3	2.256,3	308,4	134,6	219,0	268,1	145,0	237,9	196,0	323,2	356,8	327,7	848,5	8.755,5

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 consumo ¹⁾

% del total ³⁾	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										
	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
2008 I	106,4	3,4	2,5	3,9	2,6	1,0	2,1	0,7	0,2	3,4	0,8	3,5	2,5
II	108,1	3,6	2,5	4,5	2,4	1,1	1,1	1,1	0,2	6,0	0,5	3,7	2,8
III	108,4	3,8	2,5	4,7	2,6	0,7	0,8	0,8	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	0,5	2,1	3,4
2009 I	107,4	1,0	1,6	0,1	2,2	-0,3	-0,1	0,5	0,1	-4,9	0,4	0,7	2,9
2008 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	0,0	0,5	0,1	0,5	0,2	1,0	2,9
Mar	107,8	0,6	1,5	-0,4	1,9	0,0	0,0	-0,2	0,1	-1,2	0,1	0,3	2,9
Abr 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
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
2009 I	2,4	2,1	2,8	-1,1	0,7	-6,1	2,0	1,7	3,6	-1,7	2,7	2,1
2008 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
Mar	1,9	1,6	2,4	-1,5	0,8	-8,1	2,0	1,8	3,1	-1,8	2,2	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 residenciales ¹⁾

	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	1,5	0,9	13,9	2,8	7,6
2006	105,1	5,1	3,5	2,8	4,6	1,6	1,7	1,5	1,5	12,8	4,1	6,5
2007	107,9	2,7	3,1	3,2	4,6	2,2	2,4	2,5	2,2	1,2	4,0	4,4
2008	114,3	5,9	4,8	3,5	4,1	2,1	4,0	2,8	4,1	13,4	4,1	1,7
2008 I	111,9	5,3	5,5	3,6	4,0	1,6	4,8	3,1	5,0	11,0	3,1	-
II	114,7	6,8	6,4	3,8	4,2	2,0	4,9	2,8	5,2	16,6	4,0	2,8 ⁵⁾
III	117,1	8,2	6,7	4,3	5,7	2,3	4,2	2,7	4,4	20,7	5,5	-
IV	113,5	3,3	0,7	2,4	2,6	2,4	2,0	2,7	1,9	5,7	3,9	0,6 ⁵⁾
2009 I	109,9	-1,8	-4,0	-1,0	-2,8	1,7	-0,6	2,0	-0,9	-4,8	.	-
2008 Oct	115,7	5,9	3,5	3,4	4,3	2,7	2,8	2,8	2,8	13,5	-	-
Nov	113,3	2,8	0,3	2,3	2,6	2,6	2,0	2,7	1,8	4,0	-	-
Dic	111,6	1,1	-1,7	1,4	1,1	2,0	1,3	2,6	1,0	-0,1	-	-
2009 Ene	110,5	-0,7	-3,0	-0,1	-1,3	1,9	0,0	2,1	-0,3	-2,8	-	-
Feb	110,0	-1,7	-3,9	-1,0	-3,0	1,8	-0,6	2,0	-0,9	-4,2	-	-
Mar	109,2	-3,1	-5,1	-1,7	-4,1	1,5	-1,2	1,8	-1,6	-7,3	-	-

3. Precios de las materias primas y deflatores del producto interior bruto ¹⁾

	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	119,1	2,3	2,8	2,9	2,6	2,3	2,1	3,5	
2008 I	64,2	8,4	36,4	-1,3	7,2	31,6	-5,8	118,0	2,2	2,9	3,0	2,2	2,2	2,3	4,2	
II	78,5	2,5	32,4	-7,5	-0,3	20,3	-11,1	118,9	2,3	3,2	3,3	3,3	2,2	2,4	4,5	
III	77,6	6,7	16,2	2,8	0,5	4,3	-1,9	119,4	2,3	3,2	3,5	2,5	2,8	2,9	5,3	
IV	43,5	-10,2	-8,0	-11,2	-14,6	-13,0	-15,8	120,1	2,4	2,0	2,0	2,3	1,9	0,9	0,2	
2009 I	35,1	-23,5	-15,0	-27,6	-25,0	-17,4	-30,6	.	.	.	.	.	.	.	.	
2008 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	-10,9	-26,0	-22,4	-13,7	-28,7	-	-	-	-	-	-	-	-	
Feb	34,6	-24,3	-16,1	-28,2	-26,6	-20,4	-31,4	-	-	-	-	-	-	-	-	
Mar	36,5	-25,0	-17,7	-28,5	-25,8	-17,8	-31,7	-	-	-	-	-	-	-	-	
Abr	39,0	-19,8	-11,7	-23,6	-20,1	-10,8	-26,6	-	-	-	-	-	-	-	-	

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 trabajo ¹⁾

(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	1,3	2,1	2,0
2006	110,0	0,9	3,2	-0,7	3,3	0,1	2,5	2,1
2007	111,8	1,7	0,7	-0,5	4,0	1,4	2,7	2,1
2008	115,4	3,2	-0,2	3,5	2,1	3,5	3,0	3,1
2007 IV	113,0	2,5	0,2	0,0	4,3	2,6	3,4	2,7
2008 I	113,5	2,4	0,2	0,9	2,2	2,1	3,7	2,8
II	114,8	2,8	-1,3	1,4	2,3	2,9	2,7	4,2
III	115,7	3,4	-0,3	4,0	2,7	4,5	3,3	2,5
IV	118,1	4,5	0,3	9,7	1,9	5,0	2,5	3,0
	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	121,4	3,2	3,2	3,1	3,8	3,0	2,4	3,5
2007 IV	119,2	3,0	2,6	3,2	3,1	2,3	2,8	3,3
2008 I	120,1	3,1	3,2	3,4	3,2	2,5	2,5	3,4
II	121,1	3,2	2,9	2,7	4,0	2,5	2,2	4,3
III	121,8	3,4	3,7	3,1	4,5	4,1	2,7	3,2
IV	122,8	3,0	2,8	3,2	3,8	3,0	2,2	3,3
	Productividad del trabajo ³⁾							
2005	103,1	0,8	-5,8	2,9	-0,8	0,8	0,2	-0,1
2006	104,4	1,3	0,2	4,3	0,1	1,3	-0,2	-0,6
2007	105,3	0,8	2,0	3,4	-1,0	0,7	-0,3	0,3
2008	105,3	0,0	3,4	-0,4	1,7	-0,5	-0,6	0,5
2007 IV	105,5	0,5	2,4	3,3	-1,2	-0,3	-0,6	0,5
2008 I	105,8	0,6	3,0	2,5	1,0	0,4	-1,2	0,6
II	105,5	0,4	4,2	1,3	1,6	-0,4	-0,5	0,1
III	105,3	0,0	4,0	-0,8	1,8	-0,4	-0,6	0,7
IV	104,0	-1,4	2,5	-5,9	1,8	-1,9	-0,3	0,2

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	
	1	2	3	4	5	6	7	8
% del total ⁶⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
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 gasto ¹⁾

	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	8.143,9	8.022,7	4.668,4	1.664,9	1.684,4	5,1	121,1	3.113,2	2.992,1
2006	8.558,5	8.455,5	4.871,9	1.732,6	1.837,2	13,9	102,9	3.473,1	3.370,2
2007	8.995,5	8.856,7	5.062,3	1.800,6	1.969,9	23,9	138,7	3.740,4	3.601,7
2008	9.267,4	9.178,9	5.232,8	1.885,5	2.012,9	47,7	88,5	3.867,9	3.779,3
2007 IV	2.282,6	2.249,6	1.288,5	457,3	502,3	1,5	32,9	955,7	922,7
2008 I	2.310,4	2.278,0	1.298,4	461,0	510,2	8,6	32,4	980,6	948,2
II	2.323,4	2.292,4	1.307,1	472,6	507,9	4,8	31,0	985,4	954,4
III	2.329,2	2.316,4	1.318,8	473,3	507,8	16,5	12,8	991,8	979,1
IV	2.304,4	2.292,0	1.308,6	478,6	487,0	17,8	12,4	910,1	897,7
en porcentaje del PIB									
2008	100,0	99,0	56,5	20,3	21,7	0,5	1,0	-	-
Datos encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ⁴⁾									
tasas de variación intertrimestral									
2007 IV	0,5	0,1	0,3	0,3	0,9	-	-	0,7	-0,1
2008 I	0,6	0,5	0,0	0,4	1,0	-	-	1,5	1,2
II	-0,2	-0,4	-0,3	0,9	-1,2	-	-	-0,2	-0,6
III	-0,2	0,4	0,1	0,6	-0,7	-	-	-0,3	1,2
IV	-1,6	-0,7	-0,3	0,4	-4,0	-	-	-6,7	-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	-	-	1,3	1,3
2007 IV	2,2	2,0	1,3	2,0	3,1	-	-	4,0	3,6
2008 I	2,2	1,6	1,4	1,5	3,0	-	-	5,1	3,8
II	1,5	0,9	0,5	2,1	1,5	-	-	3,7	2,5
III	0,6	0,6	0,1	2,2	-0,1	-	-	1,7	1,7
IV	-1,4	-0,2	-0,5	2,3	-5,0	-	-	-5,8	-3,0
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales									
2007 IV	0,5	0,1	0,2	0,1	0,2	-0,3	0,3	-	-
2008 I	0,6	0,5	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	-	-
II	-0,2	-0,4	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	0,1	-	-
III	-0,2	0,4	0,0	0,1	-0,2	0,3	-0,6	-	-
IV	-1,6	-0,7	-0,2	0,1	-0,9	0,3	-0,9	-	-
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	0,7	0,4	0,7	0,2	0,2	-	-
2008 I	2,2	1,6	0,8	0,3	0,7	-0,2	0,6	-	-
II	1,5	0,9	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,6	-	-
III	0,6	0,6	0,1	0,4	0,0	0,1	0,0	-	-
IV	-1,4	-0,2	-0,3	0,5	-1,1	0,7	-1,2	-	-

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 se corresponden totalmente con los cuadros 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 actividad ¹⁾

	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	144,0	1.482,4	441,6	1.540,4	2.030,0	1.660,5	844,9
2006	7.644,0	141,5	1.558,9	479,2	1.603,1	2.145,0	1.716,3	914,5
2007	8.037,5	151,7	1.642,7	518,1	1.670,4	2.268,9	1.785,8	958,0
2008	8.307,0	150,8	1.664,4	542,0	1.723,6	2.367,4	1.858,7	960,4
2007 IV	2.043,6	39,3	417,0	132,3	423,5	577,4	454,1	238,9
2008 I	2.068,0	39,1	424,2	136,0	429,2	583,6	455,8	242,5
II	2.083,5	38,0	424,7	135,5	429,7	590,9	464,6	240,0
III	2.087,7	37,6	419,8	136,3	433,6	595,6	464,8	241,5
IV	2.067,9	36,1	395,6	134,2	431,1	597,3	473,5	236,5
porcentaje del PIB								
2008	100,0	1,8	20,0	6,5	20,7	28,5	22,4	-
Datos encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior ²⁾)								
tasas de variación intertrimestral								
2007 IV	0,6	1,6	0,8	0,6	0,5	0,6	0,4	-0,7
2008 I	0,5	1,6	0,2	1,7	0,7	0,6	0,3	1,5
II	-0,1	-0,1	-0,6	-2,2	-0,5	0,6	0,4	-1,2
III	-0,3	-0,5	-1,3	-1,4	-0,1	0,0	0,6	0,0
IV	-1,6	0,6	-5,5	-1,7	-1,5	-0,4	0,3	-1,7
tasas de variación interanual								
2005	1,7	-6,5	1,8	1,8	1,5	2,7	1,4	1,8
2006	2,9	-1,7	4,0	2,9	3,1	3,6	1,2	3,3
2007	2,9	0,7	3,7	3,0	2,7	3,7	1,7	0,7
2008	0,9	1,9	-0,7	-0,7	0,8	1,9	1,6	-0,3
2007 IV	2,6	0,9	3,5	1,0	1,9	3,4	1,9	-0,7
2008 I	2,4	1,7	2,9	1,4	2,7	2,7	1,5	0,4
II	1,6	2,1	1,4	-0,1	1,2	2,5	1,5	0,3
III	0,7	2,5	-1,0	-1,3	0,5	1,7	1,7	-0,4
IV	-1,4	1,5	-7,2	-3,5	-1,5	0,7	1,6	-1,5
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales								
2007 IV	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	-
2008 I	0,5	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
II	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-
III	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
IV	-1,6	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	0,6	1,0	0,3	-
2007	2,9	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,5	0,4	-
2007 IV	2,6	0,0	0,7	0,1	0,4	0,9	0,4	-
2008 I	2,4	0,0	0,6	0,1	0,6	0,8	0,3	-
II	1,6	0,0	0,3	0,0	0,3	0,7	0,3	-
III	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,5	0,4	-
IV	-1,4	0,0	-1,5	-0,2	-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 industrial ¹⁾

	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	104,4	4,3	4,7	4,3	4,8	5,9	3,0	4,7	2,9	0,8	3,6
2007	3,4	108,3	3,8	4,2	3,7	3,7	6,7	2,5	1,5	2,7	-1,0	1,8
2008	-2,2	106,3	-1,7	-1,9	-2,4	-3,4	-0,4	-1,5	-5,3	-0,9	-0,4	-4,3
2008 I	2,2	111,1	2,7	2,6	1,6	1,7	5,1	0,9	-0,9	1,3	2,8	-0,2
II	0,1	108,9	1,1	1,0	0,8	0,2	3,5	-0,9	-2,1	-0,7	1,2	-3,8
III	-2,2	106,0	-1,4	-1,5	-2,1	-1,9	-0,7	-2,1	-6,9	-1,4	-0,8	-4,8
IV	-8,7	99,4	-9,0	-9,3	-9,5	-13,6	-8,6	-4,0	-11,2	-2,6	-4,4	-8,1
2008 Sep	-3,2	104,5	-2,3	-2,5	-3,0	-3,7	-1,5	-2,3	-7,4	-1,5	-1,0	-6,4
Oct	-5,8	102,3	-5,9	-6,0	-6,1	-8,1	-5,6	-3,6	-8,2	-2,6	-3,1	-5,8
Nov	-8,4	99,4	-9,1	-9,3	-9,5	-12,7	-8,9	-4,7	-11,9	-3,2	-5,3	-5,9
Dic	-12,4	96,6	-12,3	-13,1	-13,5	-21,4	-11,5	-3,7	-13,8	-2,1	-4,8	-13,0
2009 Ene	-14,2	94,2	-16,1	-18,3	-17,4	-22,1	-22,3	-6,5	-17,8	-4,7	-1,1	-7,6
Feb	-16,1	92,1	-18,4	-20,5	-20,1	-24,2	-24,6	-8,3	-21,8	-6,4	-3,5	-8,4
	tasas de variación intermensual (d.)											
2008 Sep	-1,9	-	-2,1	-2,4	-2,2	-3,4	-2,9	-0,9	-2,5	-0,6	-1,0	-1,5
Oct	-1,5	-	-2,1	-2,2	-1,9	-3,2	-2,8	-0,4	-1,4	-0,1	-1,2	-0,3
Nov	-2,5	-	-2,8	-2,9	-2,8	-4,0	-3,2	-0,8	-4,0	-0,4	-2,4	-0,9
Dic	-3,2	-	-2,9	-3,3	-3,2	-6,4	-2,9	-0,4	-2,5	-0,1	0,5	-2,7
2009 Ene	-1,0	-	-2,5	-3,2	-3,4	-0,9	-7,1	-0,9	-2,3	-0,7	0,1	1,8
Feb	-1,8	-	-2,2	-2,3	-2,6	-2,3	-2,8	-1,5	-3,5	-1,4	-1,1	-0,9

4. Nuevos pedidos, cifra de negocios, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles ¹⁾

	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	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	110,7	10,4	108,3	8,0	3,4	102,3	2,4	1,3	3,2	3,3	4,9	978	3,3
2007	120,1	8,6	115,1	6,5	2,8	103,8	1,4	0,3	2,2	3,8	1,9	970	-0,9
2008	113,1	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,3	-0,5	-0,5	-0,6	-1,5	-1,9	892	-8,0
2008 II	119,7	-0,2	120,5	6,5	2,6	103,6	0,0	-0,3	0,0	-1,4	-1,3	910	-4,8
III	115,8	-1,5	118,6	4,3	2,1	103,1	-0,6	-0,3	-0,8	-0,9	-3,0	892	-8,8
IV	94,5	-22,3	107,4	-7,4	-0,3	102,3	-1,7	-1,1	-2,1	-2,9	-2,9	824	-18,5
2009 I	.	.	.	.	-2,2	101,6	-2,8	-3,4	-2,3	.	.	816	-12,6
2008 Oct	103,5	-15,2	112,8	-2,8	0,4	102,5	-1,6	-0,7	-2,4	-2,9	-3,9	841	-14,4
Nov	94,5	-27,3	108,5	-11,9	-0,7	102,3	-2,1	-1,3	-2,5	-1,9	-2,9	812	-18,2
Dic	85,4	-24,6	100,9	-7,8	-0,5	102,2	-1,5	-1,3	-1,6	-3,7	-2,0	819	-23,2
2009 Ene	83,7	-34,3	96,3	-23,7	-1,2	101,9	-1,8	-1,6	-2,0	2,0	-5,8	777	-20,5
Feb	83,4	-34,4	95,1	-24,8	-2,8	101,6	-3,3	-3,4	-3,1	-2,6	-6,1	840	-12,7
Mar	.	.	.	.	-2,7	101,2	-3,2	-5,2	-1,9	.	.	831	-5,9
	tasas de variación intermensual (d.)												
2008 Nov	-	-8,7	-	-3,8	-0,2	-	-0,2	-0,3	-0,2	0,1	-0,1	-	-3,4
Dic	-	-9,6	-	-7,1	-0,1	-	-0,1	-0,2	-0,1	-0,7	-0,1	-	0,9
2009 Ene	-	-2,0	-	-4,5	-0,3	-	-0,3	-0,6	-0,1	3,0	-1,3	-	-5,2
Feb	-	-0,3	-	-1,2	-0,1	-	-0,3	-0,2	-0,4	-2,1	-0,5	-	8,1
Mar	-	.	-	.	-0,4	-	-0,5	-1,4	0,0	.	.	-	-1,1

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 de 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	81,8	-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	78,1	-26	-11	-34	44	-15
2009 I	65,7	-36	-56	20	-31	72,6	-32	-11	-41	62	-14
2008 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	74,7	-31	-11	-38	58	-15
Feb	65,3	-36	-57	20	-32	-	-33	-12	-41	62	-15
Mar	64,7	-38	-61	21	-32	-	-34	-11	-44	66	-13
Abr	67,2	-35	-60	20	-25	70,5	-31	-10	-38	66	-11

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Expectativas de 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	-36	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18
2008 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	-37	-26	-17	-20	9	-22	-25	-34	-23	-19
Abr	-34	-41	-26	-19	-25	10	-21	-24	-32	-22	-19

Fuente: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%; el de confianza de los servicios, del 30%; el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2008.
- 3) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son 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 trabajo ¹⁾

(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	85,2	14,8	3,9	17,0	7,5	25,6	16,0	30,0
	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	148,005	0,8	1,0	-0,3	-1,4	-0,3	-2,4	1,3	2,5	1,2
2007 IV	147,598	1,7	1,9	0,5	-1,6	0,1	2,4	2,3	3,9	1,4
2008 I	148,118	1,5	1,6	0,7	-1,2	0,3	0,4	2,4	4,0	0,8
II	148,237	1,1	1,3	-0,1	-2,0	0,1	-1,6	1,6	3,0	1,4
III	148,065	0,6	0,9	-0,9	-1,5	-0,1	-2,9	1,0	2,3	1,0
IV	147,598	0,0	0,1	-0,6	-1,0	-1,3	-5,4	0,4	0,9	1,5
tasas de variación intertrimestral (d.)										
2007 IV	0,386	0,3	0,4	-0,7	-0,3	0,1	0,0	0,2	0,8	0,3
2008 I	0,520	0,4	0,3	0,5	0,6	0,2	0,1	0,5	1,1	-0,1
II	0,119	0,1	0,2	-0,3	-1,3	-0,2	-1,6	0,2	0,3	0,6
III	-0,171	-0,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,4	-1,5	0,1	0,1	0,1
IV	-0,467	-0,3	-0,3	-0,6	0,2	-1,0	-2,3	-0,4	-0,5	0,7

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		77,9		22,1		50,5		49,5	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	13,718	9,0	10,674	7,9	3,044	17,5	6,925	8,1	6,794	10,0
2006	12,875	8,3	10,054	7,3	2,822	16,4	6,396	7,5	6,479	9,4
2007	11,650	7,5	9,113	6,6	2,537	14,9	5,734	6,7	5,917	8,5
2008	11,896	7,6	9,283	6,6	2,612	15,4	6,010	6,9	5,886	8,3
2008 I	11,381	7,2	8,891	6,4	2,490	14,5	5,610	6,5	5,771	8,2
II	11,619	7,4	9,070	6,5	2,549	14,9	5,794	6,7	5,825	8,2
III	11,932	7,6	9,312	6,6	2,620	15,5	6,070	7,0	5,863	8,3
IV	12,650	8,0	9,861	7,0	2,788	16,4	6,565	7,6	6,085	8,6
2009 I	13,747	8,7	10,744	7,6	3,002	17,6	7,289	8,3	6,457	9,0
2008 Oct	12,383	7,8	9,647	6,8	2,735	16,1	6,389	7,4	5,994	8,4
Nov	12,637	8,0	9,850	7,0	2,787	16,4	6,558	7,5	6,079	8,5
Dic	12,930	8,2	10,087	7,1	2,843	16,7	6,748	7,8	6,182	8,7
2009 Ene	13,344	8,4	10,431	7,4	2,912	17,2	7,028	8,1	6,316	8,9
Feb	13,739	8,7	10,735	7,6	3,003	17,7	7,288	8,3	6,451	9,0
Mar	14,158	8,9	11,066	7,8	3,091	18,1	7,552	8,6	6,605	9,2

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 2008.

3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.

FINANZAS PÚBLICAS



6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos

	Total	Recursos corrientes									Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ⁽²⁾	
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	46,5	46,2	12,6	9,6	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,7	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,1	11,3	8,6	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	44,8	44,3	11,5	8,7	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,3	45,0	12,1	8,8	3,0	13,9	0,3	15,3	8,0	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,5	45,2	12,4	9,0	3,2	13,8	0,3	15,1	8,1	4,4	2,1	0,3	0,3	41,7
2008	44,8	44,6	12,2	9,2	2,8	13,3	0,3	15,3	8,1	4,4	2,1	0,2	0,3	41,0

2. Zona del euro – Empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios ³⁾	
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	46,6	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,6	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,7
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,3	43,4	10,4	5,0	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,6	42,8	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,7
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,4	21,6	1,6	0,4	3,9	2,5	1,3	0,0	43,2
2008	46,8	42,9	10,1	5,1	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,8

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
2000	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,5	3,8	19,8	10,4	4,8	4,9	1,9	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	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	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,3	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-1,9	-2,0	-0,2	-0,1	0,4	1,1	20,3	10,1	5,1	5,2	1,9	2,1	8,1	12,3

4. Países de la zona del euro – Déficit (-)/superávit (+) ⁵⁾

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	-2,7	-3,3	1,7	-5,1	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	0,0	-2,9	-0,3	-1,6	-6,1	-1,4	-2,8	2,8
2006	0,3	-1,5	3,0	-2,8	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,4	-2,6	0,6	-1,6	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	-0,2	0,2	-3,6	2,2	-2,7	-1,5	3,4	3,6	-2,2	0,3	-0,5	-2,6	0,5	-1,9	5,2
2008	-1,2	-0,1	-7,1	-5,0	-3,8	-3,4	-2,7	0,9	2,6	-4,7	1,0	-0,4	-2,6	-0,9	-2,2	4,2

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

1) Los datos se refieren al Euro-16. Los 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 Deuda ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	71,9	2,9	14,4	4,3	50,3	48,7	25,4	13,7	9,6	23,2
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	44,1	22,1	12,4	9,7	25,1
2001	68,1	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,1	10,3	26,2
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	40,1	19,4	10,6	10,0	27,9
2003	69,0	2,1	12,4	5,0	49,6	39,4	19,6	11,1	8,7	29,7
2004	69,4	2,2	11,9	5,0	50,4	37,6	18,4	10,8	8,4	31,8
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,1	35,5	17,1	11,2	7,2	34,5
2006	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2	33,8	17,3	9,4	7,1	34,4
2007	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8	32,1	16,6	8,6	6,9	33,9
2008	69,4	2,3	10,8	6,7	49,5	32,7	16,9	8,2	7,6	36,6

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
1999	71,9	60,4	6,0	5,1	0,4	7,3	64,6	7,0	13,5	27,8	30,6	69,9	2,0
2000	69,2	58,1	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,3	13,4	27,8	28,0	67,4	1,8
2001	68,1	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,1	5,3	13,7	26,6	27,9	66,6	1,5
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,6	1,3
2003	69,0	56,9	6,5	5,0	0,6	7,8	61,2	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,4	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,0	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,1	4,6	14,8	25,5	29,6	69,0	1,0
2006	68,2	55,8	6,5	5,4	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,6	0,6
2007	66,0	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,6	4,3	14,1	22,5	29,4	65,6	0,4
2008	69,4	57,2	6,6	5,2	0,4	10,2	59,2	4,4	17,5	22,1	29,7	68,8	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
2005	92,2	67,8	27,5	98,8	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	69,8	51,8	63,7	63,6	27,0	34,2	41,4
2006	87,9	67,6	24,9	95,9	39,6	63,7	106,5	64,6	6,7	63,7	47,4	62,0	64,7	26,7	30,4	39,2
2007	84,0	65,1	25,0	94,8	36,2	63,8	103,5	59,4	6,9	62,1	45,6	59,4	63,5	23,4	29,4	35,1
2008	89,6	65,9	43,2	97,6	39,5	68,0	105,8	49,1	14,7	64,1	58,2	62,5	66,4	22,8	27,6	33,4

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- 1) Los datos se refieren al Euro-16. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de Administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 5) 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 deuda ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Por origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreeedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2000	1,0	1,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,4	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,8	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,3	0,5	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,1
2002	2,1	2,6	-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	0,5	0,7	0,8	2,6
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,4	0,1	3,3
2005	3,0	3,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	1,0	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,1	0,1	-0,4	1,2
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	2,6	2,2	1,6	0,8	-0,2	3,7

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
2000	1,0	-0,1	1,0	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0
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	0,5
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
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	-0,1	0,0	0,1
2005	3,0	-2,5	0,5	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,7	0,4	0,5	0,2	0,0	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-1,9	3,4	3,1	0,8	0,9	0,7	0,8	0,0	0,7	0,1	0,0	0,0	0,1

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-16 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- 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 trimestrales ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 IV	48,9	48,4	13,4	14,0	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	43,9
2003 I	41,8	41,4	9,8	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,3
II	45,9	44,5	11,9	12,9	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,6
III	42,6	42,1	10,8	12,5	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,0
IV	49,2	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 I	41,3	40,8	9,5	12,8	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
II	45,0	44,2	12,0	13,0	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,9
III	42,6	42,1	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
IV	49,1	48,1	12,9	14,3	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,8
2005 I	41,9	41,4	9,9	13,0	15,2	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
II	44,5	43,9	11,7	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,4
III	43,2	42,5	11,0	12,9	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,4
IV	49,1	48,3	13,3	14,3	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 I	42,3	41,9	10,2	13,3	15,1	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
II	45,6	45,2	12,4	13,6	15,1	2,0	1,3	0,5	0,3	41,3
III	43,6	43,0	11,5	12,9	15,2	1,9	0,8	0,5	0,3	39,8
IV	49,4	48,8	14,0	14,3	15,9	2,9	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 I	42,1	41,7	10,3	13,4	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,7
II	46,0	45,6	12,9	13,6	15,0	2,0	1,4	0,4	0,3	41,7
III	43,7	43,2	12,0	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	49,6	49,1	14,4	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,7
2008 I	42,0	41,7	10,6	12,9	14,8	1,7	0,9	0,3	0,2	38,5
II	45,3	44,9	12,8	12,9	15,0	2,0	1,5	0,4	0,3	40,9
III	43,1	42,8	11,7	12,4	15,0	1,9	0,8	0,3	0,3	39,5
IV	48,8	48,3	13,6	13,7	16,2	2,8	1,1	0,5	0,3	43,8

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					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002 IV	50,7	46,3	11,1	5,6	3,3	26,3	22,7	1,6	4,4	2,8	1,7	-1,8	1,5
2003 I II III IV	46,8	43,3	10,3	4,6	3,5	25,0	21,4	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,0	-1,5
	47,1	43,5	10,4	4,7	3,4	25,1	21,6	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,1	2,2
	47,1	43,4	10,3	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,5	-1,2
	51,1	46,3	11,1	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I II III IV	46,3	43,0	10,2	4,6	3,2	24,9	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,1	-1,9
	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,7	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,6	1,6
	46,1	42,7	10,0	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,5	-0,3
	50,9	45,6	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,8	1,1
2005 I II III IV	46,8	43,0	10,2	4,6	3,1	25,1	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,7
	46,1	42,7	10,2	4,9	3,2	24,4	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,5	1,6
	45,8	42,3	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,6	0,4
	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,0	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,4	1,3
2006 I II III IV	45,2	42,1	9,9	4,5	2,9	24,6	21,1	1,1	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
	45,4	42,2	10,2	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,2	2,3	0,9	0,2	3,3
	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,4	21,0	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,7	1,2
	50,3	45,0	10,7	5,8	2,7	25,8	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-0,9	1,8
2007 I II III IV	44,3	41,2	9,8	4,6	2,9	23,9	20,5	1,1	3,2	2,0	1,2	-2,2	0,7
	44,7	41,5	9,9	4,8	3,2	23,6	20,6	1,1	3,2	2,3	0,9	1,4	4,5
	45,0	41,3	9,6	4,7	3,0	23,9	20,7	1,2	3,7	2,5	1,2	-1,3	1,7
	50,1	45,0	10,7	5,8	2,8	25,8	22,1	1,4	5,1	3,3	1,8	-0,5	2,3
2008 I II III IV	44,5	41,3	9,7	4,6	3,0	24,1	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,5	0,4
	45,3	41,9	10,1	4,9	3,2	23,7	20,6	1,1	3,4	2,4	1,0	0,0	3,2
	45,5	42,0	9,7	4,9	3,1	24,3	21,2	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,4	0,7
	51,5	46,4	11,0	6,0	2,8	26,6	22,7	1,4	5,1	3,3	1,8	-2,7	0,1

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-16. 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 deuda ¹⁾ (en porcentaje del PIB)

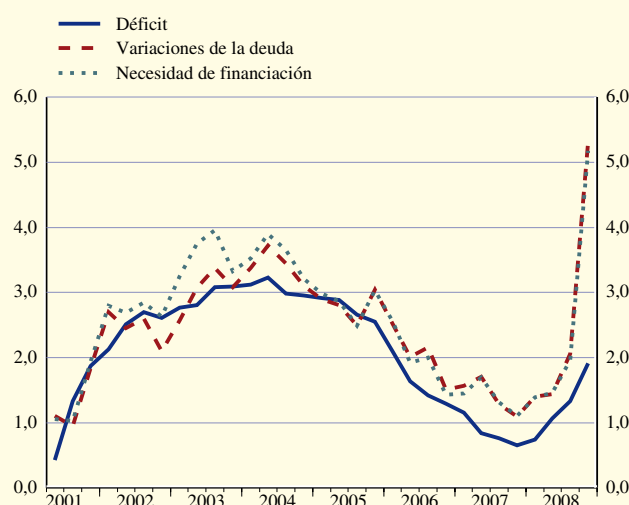
1. Zona del euro – Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero ²⁾

	Total	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo
	1	2	3	4	5
2006 I	70,3	2,5	11,7	4,9	51,2
II	70,3	2,5	11,6	4,8	51,4
III	69,8	2,5	11,6	4,7	51,0
IV	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2
2007 I	68,5	2,4	11,4	4,8	49,9
II	68,6	2,2	11,1	5,1	50,3
III	67,7	2,1	11,0	5,1	49,4
IV	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8
2008 I	66,8	2,1	11,0	5,0	48,8
II	67,1	2,1	11,0	4,9	49,1
III	67,1	2,1	10,8	5,5	48,6
IV	69,4	2,3	10,8	6,7	49,5

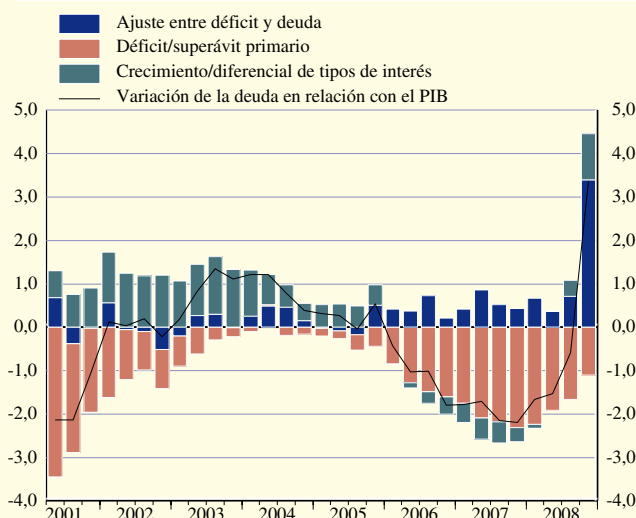
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	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
2006 I	4,9	-2,9	2,0	1,3	1,1	0,1	0,6	-0,4	-0,4	1,0	5,2
II	3,2	0,2	3,4	3,3	2,6	0,1	0,4	0,1	0,6	-0,4	2,6
III	1,2	-1,7	-0,5	-0,9	-0,7	-0,2	0,2	-0,2	0,3	0,1	1,0
IV	-2,9	-0,9	-3,8	-2,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-1,2	-2,8
2007 I	4,9	-2,2	2,7	1,9	1,0	0,0	0,7	0,2	-0,2	1,0	5,1
II	3,7	1,4	5,1	4,9	4,0	0,0	0,6	0,3	0,2	0,0	3,5
III	-0,5	-1,3	-1,8	-1,7	-2,1	0,1	0,4	-0,1	0,1	-0,2	-0,5
IV	-3,5	-0,5	-4,0	-2,9	-2,0	-0,1	-0,6	-0,3	-0,1	-1,0	-3,4
2008 I	6,0	-2,5	3,5	3,2	2,1	-0,1	0,9	0,4	-0,1	0,4	6,1
II	3,7	0,0	3,7	3,6	2,0	0,2	1,1	0,2	0,1	0,1	3,7
III	2,1	-2,4	-0,3	-0,9	-1,6	-0,1	0,1	0,7	0,5	0,1	1,6
IV	9,4	-2,7	6,6	6,5	0,6	3,4	0,8	1,8	0,1	0,0	9,3

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-16.

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

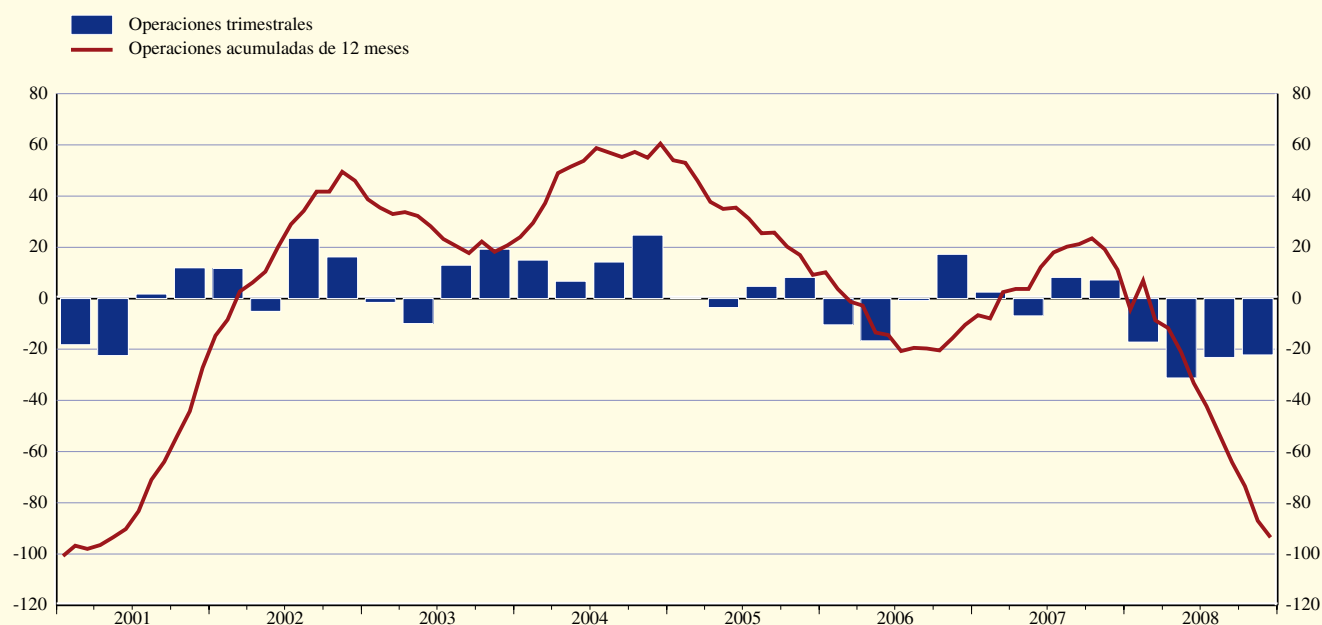
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; operaciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/ necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2006	-10,5	12,3	43,3	13,6	-79,7	9,2	-1,2	141,4	-157,6	293,7	3,3	2,9	-0,9	-140,2
2007	11,1	46,4	49,2	1,4	-85,9	13,7	24,8	41,2	-92,5	159,7	-67,0	46,0	-5,1	-66,0
2008	-93,6	-6,1	41,7	-32,4	-96,8	12,4	-81,2	313,6	-251,3	439,2	-30,9	160,5	-3,9	-232,4
2007 IV	7,2	8,0	11,5	8,5	-20,8	5,3	12,5	-92,6	12,6	-77,8	-23,2	-8,9	4,7	80,1
2008 I	-17,3	-2,5	10,0	3,4	-28,3	6,0	-11,2	35,5	-75,2	88,6	-22,8	50,0	-5,1	-24,3
II	-31,1	6,1	13,1	-32,0	-18,3	3,1	-28,0	79,7	-53,4	27,3	-8,9	114,8	0,0	-51,7
III	-23,1	-9,0	13,4	-3,0	-24,6	1,9	-21,2	61,7	-35,9	121,5	-8,4	-17,2	1,6	-40,4
IV	-22,0	-0,7	5,2	-0,9	-25,7	1,3	-20,7	136,7	-86,7	201,8	9,2	12,8	-0,4	-116,0
2008 Feb	7,3	4,4	4,0	3,6	-4,7	2,3	9,6	-17,8	-20,2	6,8	2,3	-11,3	4,5	8,2
Mar	-6,3	1,4	3,3	1,4	-12,4	1,1	-5,2	8,0	-22,7	14,7	3,8	15,4	-3,2	-2,8
Abr	-7,5	5,1	2,9	-7,4	-8,1	0,7	-6,8	25,7	-23,0	-17,9	-3,1	73,0	-3,3	-18,9
May	-24,0	-1,6	4,1	-21,0	-5,6	1,9	-22,2	39,1	-5,4	1,4	-10,6	50,9	2,7	-16,9
Jun	0,4	2,6	6,1	-3,6	-4,7	0,6	0,9	14,9	-25,1	43,8	4,8	-9,0	0,5	-15,9
Jul	-4,1	0,4	4,3	-0,6	-8,2	0,9	-3,2	48,5	-1,6	29,1	-0,1	23,4	-2,3	-45,3
Ago	-11,5	-7,1	5,0	-1,1	-8,2	0,5	-10,9	0,4	-11,8	19,3	-8,3	-1,1	2,3	10,6
Sep	-7,5	-2,3	4,1	-1,2	-8,2	0,5	-7,1	12,8	-22,5	73,1	0,1	-39,5	1,6	-5,7
Oct	-5,1	3,7	1,5	0,6	-10,9	0,0	-5,1	97,3	-10,9	135,3	17,7	-36,8	-8,0	-92,3
Nov	-13,7	-4,0	0,9	-1,5	-9,2	1,5	-12,2	19,6	-53,3	60,2	-5,7	18,8	-0,4	-7,4
Dic	-3,3	-0,4	2,8	-0,1	-5,6	-0,2	-3,4	19,7	-22,5	6,4	-2,9	30,8	7,9	-16,3
2009 Ene	-19,9	-10,1	1,6	-1,7	-9,7	0,7	-19,2	51,2	-15,9	-7,4	5,8	63,3	5,4	-32,0
Feb	-2,3	1,5	1,8	-0,5	-5,1	0,9	-1,4	-5,4	-13,2	61,2	2,9	-57,4	1,1	6,8
operaciones acumuladas de 12 meses														
2009 Feb	-104,9	-10,8	38,4	-36,7	-95,8	9,1	-95,8	331,9	-227,9	419,2	4,3	131,7	4,5	-236,1

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

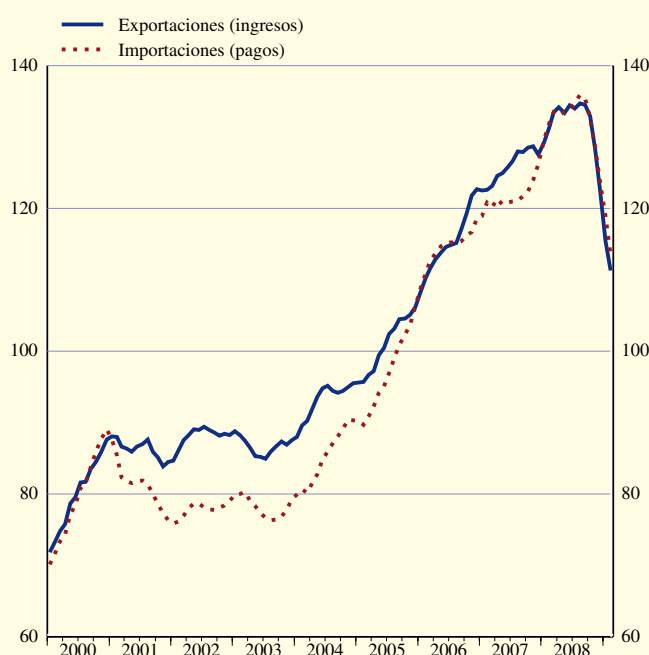
(mm de euros; operaciones)

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	2.423,8	2.434,3	-10,5	1.396,8	1.384,5	440,8	397,5	496,4	482,8	89,8	5,4	169,5	17,4	23,9	14,7
2007	2.686,1	2.675,0	11,1	1.513,7	1.467,3	490,3	441,1	592,3	591,0	89,8	6,4	175,7	20,5	25,9	12,2
2008	2.760,3	2.853,9	-93,6	1.579,3	1.585,4	504,0	462,3	588,8	621,2	88,2	6,6	185,0	21,1	25,7	13,3
2007 IV	703,7	696,4	7,2	395,5	387,5	128,5	117,0	152,6	144,0	27,1	1,6	47,9	5,6	8,8	3,6
2008 I	680,4	697,7	-17,3	390,3	392,7	116,9	106,9	147,1	143,7	26,1	1,6	54,3	5,1	8,9	2,9
II	709,2	740,4	-31,1	407,8	401,7	126,1	113,0	153,4	185,3	22,0	1,5	40,3	5,3	7,3	4,1
III	696,6	719,8	-23,1	403,1	412,1	136,2	122,8	143,8	146,7	13,5	1,8	38,1	5,4	4,8	2,9
IV	674,0	696,1	-22,0	378,2	378,9	124,7	119,5	144,5	145,5	26,6	1,7	52,2	5,3	4,8	3,4
2008 Dic	221,9	225,2	-3,3	113,8	114,2	41,8	39,0	50,3	50,4	16,0	.	21,6	.	1,7	1,8
2009 Ene	181,5	201,4	-19,9	98,5	108,6	37,0	35,4	40,2	41,9	5,7	.	15,5	.	1,7	1,0
Feb	192,8	195,1	-2,3	103,1	101,6	34,7	32,9	39,0	39,5	16,0	.	21,0	.	1,5	0,6
	Datos desestacionalizados														
2007 IV	681,3	689,0	-7,6	382,8	378,6	127,1	113,6	149,4	152,3	22,1	.	44,5	.	.	.
2008 I	701,6	718,3	-16,7	400,4	400,5	128,1	113,1	151,2	157,5	21,8	.	47,2	.	.	.
II	702,1	718,9	-16,8	403,4	401,6	126,4	115,7	148,4	154,5	23,9	.	47,1	.	.	.
III	696,4	719,9	-23,5	403,5	406,4	125,8	116,5	147,8	154,9	19,3	.	42,1	.	.	.
IV	653,4	688,7	-35,3	366,4	370,3	123,3	115,8	141,8	154,0	21,9	.	48,6	.	.	.
2008 Sep	231,3	238,7	-7,5	133,3	133,3	42,3	40,0	48,7	51,5	7,0	.	13,9	.	.	.
Oct	227,8	234,7	-6,9	130,4	127,6	41,9	40,1	48,2	50,5	7,3	.	16,6	.	.	.
Nov	220,2	235,8	-15,6	120,9	124,9	42,0	40,1	50,2	55,1	7,1	.	15,7	.	.	.
Dic	205,4	218,2	-12,8	115,1	117,8	39,4	35,7	43,4	48,3	7,5	.	16,4	.	.	.
2009 Ene	203,4	215,7	-12,3	110,1	114,0	41,8	38,0	44,5	48,1	7,0	.	15,5	.	.	.
Feb	197,0	205,1	-8,1	108,5	108,5	39,1	36,1	41,2	45,9	8,1	.	14,6	.	.	.

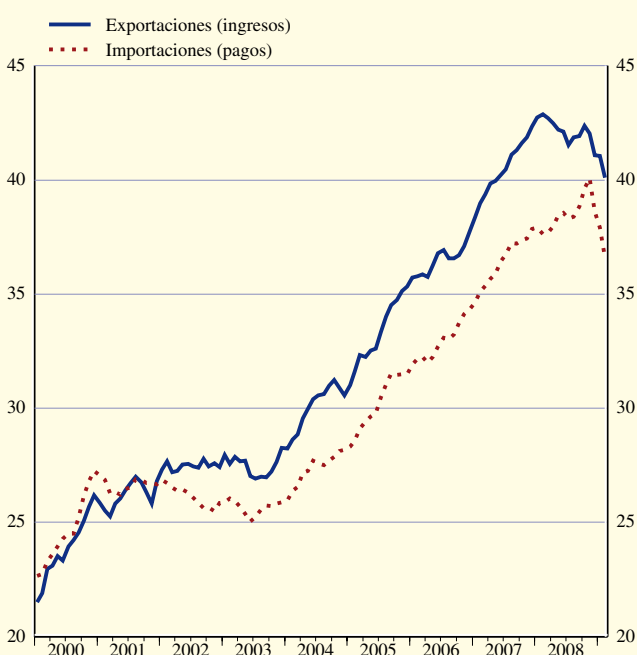
C32 Bienes

(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	
					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
2006	17,4	9,8	478,9	472,9	182,7	41,4	111,5	36,6	20,6	20,2	39,2	99,1	103,6	91,5	132,9	150,6
2007	18,7	10,2	573,6	580,7	207,0	75,0	130,5	38,6	26,1	24,4	45,5	116,1	117,5	113,2	177,5	196,5
2008	19,1	10,4	569,7	610,8	192,3	65,8	126,6	43,3	30,0	25,7	42,8	124,4	123,0	129,3	181,6	204,8
2007 IV	4,9	2,7	147,7	141,4	52,5	13,8	31,2	6,9	7,4	6,5	9,4	20,6	30,7	30,5	47,5	52,5
2008 I	4,9	2,0	142,2	141,7	50,1	22,2	31,7	15,9	6,8	6,2	9,7	21,0	30,3	31,4	45,3	51,4
II	4,7	2,6	148,7	182,7	52,0	13,3	34,7	4,6	7,5	6,9	14,4	58,5	30,4	31,4	44,4	51,2
III	4,6	3,1	139,2	143,6	45,8	18,1	31,9	15,5	7,1	6,1	10,2	23,8	32,0	31,1	44,0	50,7
IV	4,9	2,7	139,7	142,7	44,4	12,2	28,4	7,3	8,6	6,5	8,5	21,0	30,3	35,3	47,9	51,6

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									
I 2008 a IV 2008	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Ingresos																
Cuenta corriente	2.760,3	999,7	60,5	85,8	518,6	277,7	57,1	41,1	35,9	85,2	31,1	57,2	103,4	185,8	404,8	815,9
Bienes	1.579,3	542,5	36,4	54,3	233,6	218,1	0,0	22,5	18,6	65,5	23,5	33,8	79,1	91,8	192,6	509,4
Servicios	504,0	171,4	12,9	13,7	110,0	29,0	5,7	7,3	6,8	15,2	5,7	11,3	14,2	50,6	79,8	141,8
Renta	588,8	222,7	10,4	16,2	162,1	27,4	6,7	11,0	9,8	4,3	1,8	11,8	9,8	36,9	125,4	155,4
Rentas de la inversión	569,7	216,1	10,3	16,0	160,3	26,6	2,9	11,0	9,7	4,2	1,7	11,7	9,7	29,9	123,6	152,1
Tranferencias corrientes	88,2	63,2	0,8	1,5	13,0	3,2	44,6	0,2	0,8	0,3	0,1	0,4	0,4	6,5	7,1	9,3
Cuenta de capital	25,7	22,3	0,0	0,0	1,1	0,2	21,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,4	1,2
Pagos																
Cuenta corriente	2.853,9	904,0	47,3	85,1	439,4	228,0	104,1	-	31,8	-	-	100,4	-	180,9	391,2	-
Bienes	1.585,4	435,9	30,4	51,5	176,2	177,8	0,0	27,9	14,3	179,3	20,9	55,8	111,9	79,2	143,1	517,1
Servicios	462,3	141,2	8,2	11,7	87,6	33,4	0,2	5,3	6,8	11,2	4,6	8,3	9,4	39,9	95,4	140,2
Renta	621,2	212,7	7,7	20,6	163,5	11,9	9,0	-	8,9	-	-	35,7	-	55,8	144,1	-
Rentas de la inversión	610,8	206,6	7,6	20,5	162,0	7,5	9,0	-	8,8	-	-	35,6	-	55,3	143,1	-
Tranferencias corrientes	185,0	114,2	1,0	1,3	12,1	4,9	95,0	1,5	1,8	2,5	0,7	0,6	0,5	6,0	8,7	48,6
Cuenta de capital	13,3	2,3	0,0	0,1	1,2	0,2	0,8	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,3	7,6
Neto																
Cuenta corriente	-93,6	95,7	13,2	0,7	79,2	49,7	-47,1	-	4,1	-	-	-43,2	-	4,9	13,6	-
Bienes	-6,1	106,6	6,0	2,9	57,3	40,4	0,0	-5,4	4,3	-113,8	2,6	-22,0	-32,8	12,6	49,5	-7,7
Servicios	41,7	30,1	4,7	2,0	22,4	-4,5	5,5	2,0	0,0	4,0	1,1	3,0	4,8	10,7	-15,6	1,6
Renta	-32,4	10,1	2,7	-4,5	-1,4	15,5	-2,3	-	0,8	-	-	-24,0	-	-18,9	-18,7	-
Rentas de la inversión	-41,1	9,5	2,7	-4,5	-1,8	19,2	-6,1	-	0,9	-	-	-23,9	-	-25,4	-19,5	-
Tranferencias corrientes	-96,8	-51,1	-0,2	0,3	0,9	-1,6	-50,3	-1,2	-1,1	-2,2	-0,6	-0,2	-0,1	0,6	-1,6	-39,3
Cuenta de capital	12,4	20,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	20,2	-0,1	-1,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,2	-6,3

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones y otros flujos durante el período)

1. Resumen de la cuenta financiera

	Total ¹⁾			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
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 III	13.929,1	15.185,3	-1.256,3	150,5	164,1	-13,6	3.777,4	3.198,8	4.281,0	6.029,1	23,2	5.476,5	5.957,5	370,9
IV	13.126,5	14.847,4	-1.720,9	141,5	160,1	-18,6	3.753,7	3.185,7	3.747,3	5.978,2	19,7	5.222,0	5.683,5	383,9
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 III	229,7	288,3	-58,6	10,0	12,6	-2,6	112,7	45,7	-151,1	-20,8	27,9	223,2	263,4	17,0
IV	-802,5	-337,9	-464,6	-33,9	-14,3	-19,6	-23,8	-13,0	-533,8	-50,9	-3,5	-254,5	-274,0	13,0
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	1.680,0	1.821,4	-141,4	19,6	21,3	-1,7	417,4	259,8	527,6	821,4	-3,3	737,4	740,3	0,9
2007	1.896,7	1.937,9	-41,2	21,1	21,6	-0,5	474,2	381,7	439,5	599,3	67,0	910,9	956,9	5,1
2008	395,2	708,8	-313,6	4,3	7,6	-3,4	351,0	99,7	-14,7	424,5	30,9	24,2	184,7	3,9
2008 II	75,9	155,6	-79,7	3,2	6,6	-3,4	45,0	-8,4	134,5	161,7	8,9	-112,5	2,3	0,0
III	135,6	197,3	-61,7	5,9	8,6	-2,7	88,7	52,8	-60,9	60,7	8,4	101,0	83,8	-1,6
IV	-373,1	-236,4	-136,7	-15,8	-10,0	-5,8	50,5	-36,2	-155,3	46,5	-9,2	-259,6	-246,8	0,4
2008 Oct	-97,7	-0,4	-97,3	.	.	.	9,2	-1,7	-131,1	4,2	-17,7	34,0	-2,8	8,0
Nov	-49,9	-30,3	-19,6	.	.	.	33,3	-20,0	-2,1	58,1	5,7	-87,2	-68,4	0,4
Dic	-225,5	-205,8	-19,7	.	.	.	8,0	-14,5	-22,1	-15,7	2,9	-206,4	-175,6	-7,9
2009 Ene	-14,3	36,9	-51,2	.	.	.	27,2	11,3	20,8	13,5	-5,8	-51,2	12,1	-5,4
Feb	-109,0	-114,3	5,4	.	.	.	20,6	7,4	-25,2	36,0	-2,9	-100,3	-157,7	-1,1
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	-206,4	-120,6	-85,7	-2,4	-1,4	-1,0	-76,5	24,5	-43,6	-63,9	3,9	-94,4	-81,3	4,3
2007	-404,9	-328,5	-76,3	-4,5	-3,7	-0,8	-79,7	-18,8	-157,2	-125,8	-56,4	-126,1	-184,0	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	-321,7	-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	-501,6	-244,1	-257,5	-5,6	-2,7	-2,9	-110,0	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	297,0	309,5	-12,5	3,5	3,6	-0,1	61,2	39,4	215,7	270,1	3,9	.	.	16,3
2007	156,6	-63,8	220,3	1,7	-0,7	2,5	29,6	12,3	151,7	-76,1	-56,4	.	.	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	-181,4	-222,3	40,9	-2,1	-2,6	0,5	-67,0	-26,6	-128,2	-216,0	.	10,2	20,3	3,7
2007	-59,5	-20,7	-38,9	-0,7	-0,2	-0,4	0,6	-58,2	-114,3	74,4	.	56,0	-36,8	-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	-	.	.	.	15,0	10,6	13,8	16,3	.	19,5	18,4	0,2
2007	15,5	14,5	-	.	.	.	15,2	14,0	10,0	10,1	.	20,5	20,4	1,6
2008 II	10,2	10,4	-	.	.	.	13,3	10,3	7,6	7,0	.	9,8	14,8	1,4
III	8,2	8,1	-	.	.	.	12,2	8,9	5,3	6,6	.	7,4	9,6	-0,4
IV	2,8	4,8	-	.	.	.	10,1	3,2	-0,6	7,1	.	0,4	3,4	1,1

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

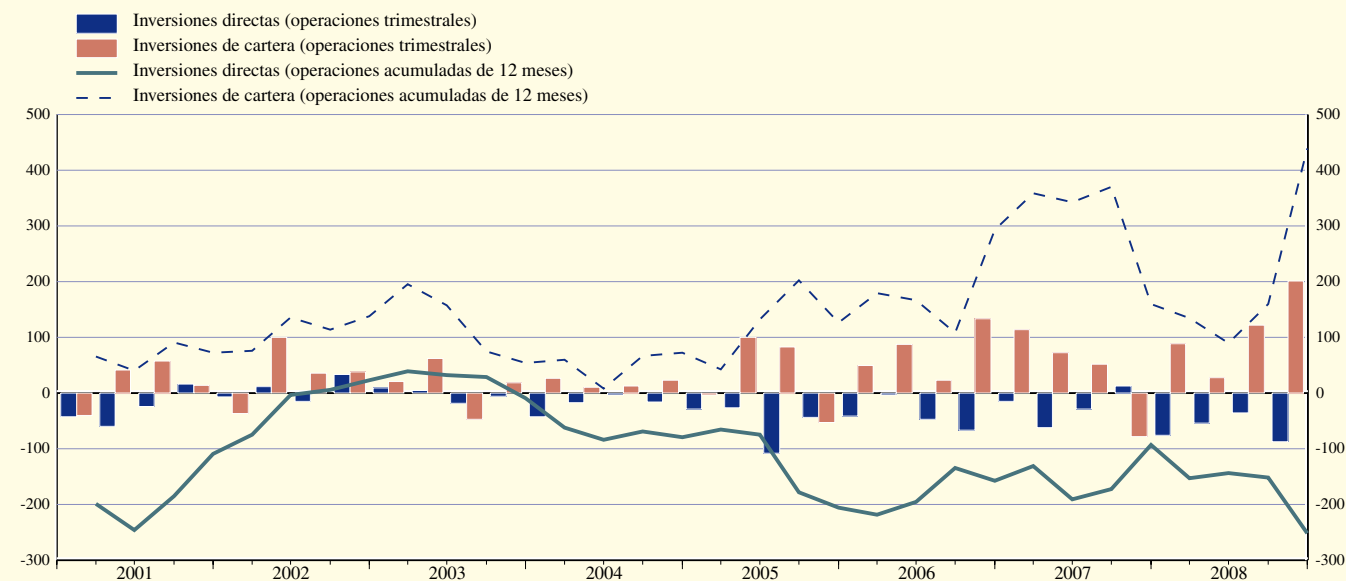
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones durante el período)

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 III	3.777,4	3.007,4	253,2	2.754,2	770,1	6,7	763,4	3.198,8	2.371,8	65,7	2.306,2	826,9	18,3	808,7
IV	3.753,7	2.970,1	241,2	2.728,8	783,6	6,4	777,2	3.185,7	2.368,9	65,6	2.303,3	816,8	17,1	799,7
Operaciones														
2007	474,2	355,5	24,6	330,9	118,7	-0,1	118,8	381,7	267,4	5,2	262,2	114,3	1,4	112,9
2008	351,0	234,6	15,2	219,4	116,4	-0,2	116,6	99,7	69,0	-1,2	70,2	30,7	1,5	29,2
2008 II	45,0	16,3	7,6	8,8	28,7	-1,9	30,5	-8,4	-5,2	-2,1	-3,1	-3,2	1,0	-4,3
III	88,7	65,7	-7,6	73,4	22,9	-0,4	23,3	52,8	30,9	0,8	30,2	21,9	0,5	21,4
IV	50,5	35,0	7,1	28,0	15,5	-0,3	15,8	-36,2	0,7	0,0	0,7	-36,9	-0,2	-36,7
2008 Oct	9,2	12,7	2,3	10,4	-3,5	0,0	-3,4	-1,7	1,7	-0,8	2,6	-3,5	0,0	-3,5
Nov	33,3	15,2	2,6	12,6	18,1	0,2	17,9	-20,0	-3,6	0,4	-4,0	-16,3	0,0	-16,4
Dic	8,0	7,2	2,2	5,0	0,8	-0,5	1,3	-14,5	2,6	0,5	2,1	-17,1	-0,2	-16,9
2009 Ene	27,2	15,1	5,6	9,5	12,1	1,6	10,5	11,3	6,3	0,6	5,7	5,0	0,4	4,6
Feb	20,6	9,0	1,0	8,1	11,6	0,5	11,1	7,4	5,5	0,4	5,1	1,9	0,1	1,8
Tasa de crecimiento														
2006	15,0	14,6	20,1	14,1	17,1	-2,9	17,2	10,6	12,3	10,2	12,4	5,5	-1,2	5,6
2007	15,2	14,0	11,1	14,3	20,1	-82,4	20,3	14,0	12,8	8,5	12,9	18,0	9,0	18,2
2008 II	13,3	11,1	11,7	11,1	22,6	11,0	22,7	10,3	7,8	2,5	8,0	18,5	15,6	18,5
III	12,2	10,2	1,1	11,1	20,6	11,5	20,7	8,9	6,4	1,0	6,5	17,2	15,6	17,2
IV	10,1	8,3	6,2	8,5	17,1	-4,5	17,3	3,2	3,0	-1,9	3,1	4,1	8,4	4,0

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 III	4.281,0	1.510,5	88,2	2,7	1.422,3	39,0	2.287,9	990,8	23,2	1.297,1	19,4	482,6	390,8	55,1	91,9	0,7
IV	3.747,3	1.154,7	70,2	2,9	1.084,5	28,1	2.147,3	957,6	19,2	1.189,7	17,0	445,3	376,8	61,6	68,5	1,2
	Operaciones															
2007	439,5	79,5	36,0	-0,4	43,6	5,5	282,5	153,6	3,8	128,9	2,0	77,5	68,5	25,0	9,0	0,3
2008	-14,7	-113,0	-55,4	0,6	-57,6	-0,5	91,1	49,7	6,9	41,4	2,4	7,1	24,9	24,5	-17,8	0,3
2008 II	134,5	32,3	-6,2	0,1	38,5	0,8	93,8	36,9	8,3	56,9	1,5	8,3	18,1	20,8	-9,8	0,2
III	-60,9	-51,3	-4,4	0,1	-46,9	0,6	19,9	-0,8	-0,2	20,6	1,1	-29,4	-33,0	-1,2	3,6	-0,2
IV	-155,3	-49,7	-4,0	0,4	-45,6	-1,3	-59,6	-15,3	-4,5	-44,3	-0,5	-46,1	-19,0	-1,8	-27,1	0,2
2008 Oct	-131,1	-45,7	-8,2	0,0	-37,5	.	-31,0	-11,4	-1,6	-19,6	.	-54,4	-31,5	-0,5	-22,9	.
Nov	-2,1	1,1	5,9	0,3	-4,9	.	-5,3	1,3	-1,4	-6,6	.	2,2	3,0	-0,8	-0,8	.
Dic	-22,1	-5,0	-1,7	0,1	-3,3	.	-23,3	-5,2	-1,5	-18,1	.	6,2	9,5	-0,5	-3,3	.
2009 Ene	20,8	7,8	-0,2	0,0	8,0	.	10,9	7,7	-0,7	3,2	.	2,2	1,7	1,0	0,4	.
Feb	-25,2	-8,0	-3,7	0,0	-4,3	.	-12,5	-2,3	0,3	-10,2	.	-4,7	-0,3	1,5	-4,4	.
	Tasa de crecimiento															
2006	13,8	9,0	17,5	0,9	8,4	22,1	17,1	24,1	15,8	12,5	9,0	21,3	22,2	220,7	20,4	-27,3
2007	10,0	4,0	29,0	-13,1	2,3	14,4	13,8	17,8	30,1	10,8	14,0	20,8	22,5	225,0	13,0	173,4
2008 II	7,6	1,5	-27,7	0,6	3,9	7,9	10,4	11,2	75,6	9,8	17,1	21,2	29,6	216,0	-9,9	-92,8
III	5,3	-2,4	-26,2	6,6	-0,6	4,4	9,8	10,3	65,0	9,4	19,3	16,9	22,7	146,4	-5,8	-94,1
IV	-0,6	-6,5	-37,8	26,0	-3,9	-1,3	4,1	5,3	26,0	3,3	14,5	1,3	7,0	94,5	-22,7	52,8

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	
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 III	6.029,1	2.414,9	715,4	1.699,3	3.152,6	1.150,5	2.001,6	1.253,7	461,6	176,6	285,0	228,4	
IV	5.978,2	2.126,5	680,8	1.445,7	3.275,8	1.165,8	2.110,1	1.383,1	575,8	171,7	404,1	339,3	
Operaciones													
2007	599,3	127,6	76,7	50,6	433,0	229,7	203,4	148,6	38,6	41,1	-2,6	8,1	
2008	424,5	-77,1	93,4	-170,5	281,6	45,1	237,0	197,4	219,9	-6,7	226,6	198,8	
2008 II	161,7	-17,7	17,6	-35,3	155,5	57,7	97,9	44,2	24,0	3,5	20,6	10,7	
III	60,7	-73,6	-14,9	-58,8	63,9	10,3	53,7	54,8	70,4	-4,2	74,7	52,3	
IV	46,5	-45,9	17,8	-63,8	-13,0	-42,0	29,0	32,8	105,5	-11,0	116,5	108,7	
2008 Oct	4,2	-60,4	.	.	-14,6	.	.	.	79,2	.	.	.	
Nov	58,1	20,5	.	.	30,5	.	.	.	7,0	.	.	.	
Dic	-15,7	-6,1	.	.	-29,0	.	.	.	19,3	.	.	.	
2009 Ene	13,5	-44,5	.	.	27,8	.	.	.	30,2	.	.	.	
Feb	36,0	-5,7	.	.	35,7	.	.	.	5,9	.	.	.	
Tasa de crecimiento													
2006	16,3	12,1	17,5	10,6	22,9	25,9	21,2	15,2	1,5	21,5	-10,0	-11,2	
2007	10,1	4,4	11,4	2,3	16,3	24,3	11,9	14,6	12,7	33,7	-0,2	6,6	
2008 II	7,0	0,8	11,5	-2,6	13,1	14,6	12,3	16,0	8,7	23,6	0,8	3,7	
III	6,6	-2,4	5,6	-5,1	13,0	10,9	14,3	17,8	26,0	19,1	34,3	27,6	
IV	7,1	-3,4	12,8	-8,8	9,9	4,1	13,4	18,1	65,5	-3,7	135,6	144,4	

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 de inversión 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 III	5.476,5	34,2	33,2	1,0	3.553,1	3.477,3	75,8	100,8	12,3	39,9	8,7	1.788,5	199,8	1.365,6	371,0
IV	5.222,0	33,5	32,5	1,0	3.284,5	3.226,8	57,7	101,4	12,0	41,2	7,0	1.802,6	190,2	1.388,9	379,7
Operaciones															
2007	910,9	22,0	22,0	0,0	548,3	541,0	7,3	-7,6	-1,4	-7,2	-2,0	348,3	13,7	292,7	38,7
2008	24,2	-4,3	-4,3	0,0	-31,0	-50,0	19,0	-7,0	-1,1	-6,7	-5,9	66,4	13,3	-5,9	-50,7
2008 II	-112,5	-9,3	-9,3	0,0	-102,4	-103,4	0,9	6,2	-0,4	5,9	5,6	-7,0	10,3	-30,1	-56,4
III	101,0	-1,9	-1,9	0,0	81,3	81,3	0,0	-8,0	-0,1	-8,8	-8,3	29,6	2,7	6,8	-1,5
IV	-259,6	-2,2	-2,3	0,0	-227,2	-240,8	13,7	-0,3	-0,3	1,0	-1,9	-29,9	-5,6	-23,6	-9,5
2008 Oct	34,0	-4,2	.	.	20,5	.	.	-0,2	.	.	-2,8	17,9	.	.	17,1
Nov	-87,2	4,3	.	.	-86,1	.	.	7,2	.	.	8,1	-12,6	.	.	-0,4
Dic	-206,4	-2,3	.	.	-161,5	.	.	-7,3	.	.	-7,2	-35,3	.	.	-26,1
2009 Ene	-51,2	-2,4	.	.	-52,6	.	.	13,4	.	.	11,3	-9,7	.	.	-3,6
Feb	-100,3	-3,6	.	.	-91,0	.	.	-7,8	.	.	-3,2	2,1	.	.	-2,1
Tasa de crecimiento															
2006	19,5	-37,6	-40,0	1,6	21,1	21,3	10,7	-5,5	-26,1	-4,3	24,5	20,0	3,4	24,5	8,5
2007	20,5	157,3	173,8	-1,7	18,8	18,9	11,5	-6,4	-9,7	-12,4	-13,1	25,2	7,4	27,3	9,8
2008 II	9,8	25,4	26,9	-1,1	7,5	7,5	6,4	-12,1	-9,9	-22,9	-34,1	16,2	11,9	15,7	-11,0
III	7,4	2,0	2,3	0,3	7,6	7,5	10,5	-5,1	-8,9	-13,2	-31,4	7,9	12,5	3,7	-12,5
IV	0,4	-13,6	-14,0	5,0	-0,9	-1,5	27,0	-6,5	-8,6	-14,1	-45,7	3,8	7,0	-0,5	-12,0

6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
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 III	5.957,5	371,8	371,4	0,3	4.197,0	4.126,6	70,4	52,3	0,0	48,8	3,4	1.336,5	170,0	1.062,0	104,4
IV	5.683,5	481,7	481,5	0,3	3.774,7	3.718,0	56,7	61,3	0,0	57,7	3,6	1.365,8	166,8	1.090,4	108,6
Operaciones															
2007	956,9	91,4	91,4	0,0	635,2	630,4	4,8	-0,9	0,0	-1,8	0,9	231,3	9,9	224,4	-3,0
2008	184,7	280,0	280,0	0,1	-173,3	-191,3	18,0	9,4	0,0	10,8	-1,4	68,6	6,8	62,8	-1,1
2008 II	2,3	42,0	42,1	-0,1	-25,4	-23,4	-2,1	-1,2	0,0	-1,5	0,3	-13,0	5,3	-11,4	-6,8
III	83,8	107,8	107,7	0,1	-26,9	-30,9	4,0	2,2	0,0	2,4	-0,1	0,7	1,5	2,8	-3,7
IV	-246,8	110,6	110,7	-0,1	-403,6	-416,9	13,4	8,9	0,0	8,5	0,4	37,3	-3,4	34,4	6,2
2008 Oct	-2,8	130,8	.	.	-177,5	.	.	6,7	.	.	.	37,1	.	.	.
Nov	-68,4	-31,6	.	.	-52,6	.	.	2,7	.	.	.	13,0	.	.	.
Dic	-175,6	11,4	.	.	-173,5	.	.	-0,5	.	.	.	-12,9	.	.	.
2009 Ene	12,1	-59,1	.	.	99,2	.	.	2,1	.	.	.	-30,0	.	.	.
Feb	-157,7	-27,9	.	.	-107,2	.	.	-4,9	.	.	.	-17,7	.	.	.
Tasa de crecimiento															
2006	18,4	22,4	22,4	5,7	16,1	16,1	13,3	3,6	-24,1	4,2	-3,2	27,3	9,8	31,9	17,6
2007	20,4	79,2	79,4	-6,9	18,3	18,5	8,8	-1,6	29,1	-3,6	18,0	21,4	6,7	27,4	-1,5
2008 II	14,8	72,5	72,7	-6,3	11,7	11,8	3,0	-8,4	22,9	-5,9	-33,4	18,5	9,9	23,8	-9,1
III	9,6	126,0	126,3	10,3	7,1	7,1	7,2	-9,6	54,1	-6,0	-42,4	3,0	9,2	4,0	-13,5
IV	3,4	140,9	141,1	20,8	-4,4	-4,9	26,8	18,2	-4,8	23,3	-28,1	5,3	4,3	6,1	-1,3

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

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 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	18,1	117,8	0,5	100,0	17,2	-2,1	0,0	188,9	-185,3
IV	383,9	217,0	349,190	4,7	7,3	154,8	7,6	8,0	129,5	0,6	111,0	17,9	9,7	0,1	253,1	-245,7
2009 Ene	409,9	251,2	350,157	5,0	7,7	145,9	6,1	6,2	137,0	-	-	-	-3,4	0,1	212,1	-197,2
Feb	419,7	263,1	349,401	5,0	7,6	144,0	6,7	5,8	135,1	-	-	-	-3,7	0,1	170,2	-153,5
Mar	395,8	240,4	349,059	4,8	8,4	142,2	8,4	3,7	129,9	-	-	-	0,2	0,1	155,4	-141,4
	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	3,9	-2,1	-	-0,1	3,7	2,3	4,9	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,1	-	-
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	0,4	-0,9	-	0,0	3,2	-2,0	0,5	-10,7	7,1	0,0	6,2	0,9	1,1	0,1	-	-
	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	1,1	-1,0	-	-2,6	104,7	1,7	66,0	-69,0	10,8	27,7	18,0	-20,7	-26,2	-	-	-

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
	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
I 2008 a IV 2008	Operaciones acumuladas														
Inversiones directas	251,3	83,4	1,1	3,8	52,7	25,7	0,0	4,1	3,7	4,7	8,7	84,4	31,8	0,0	30,5
En el exterior	351,0	72,6	2,9	20,8	26,9	22,0	0,0	9,8	3,6	6,1	21,5	107,3	41,1	0,0	89,0
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	234,6	41,5	1,9	8,6	19,3	11,6	0,0	9,3	4,0	4,3	23,1	70,8	29,9	0,0	51,8
Otro capital	116,4	31,0	0,9	12,2	7,6	10,4	0,0	0,6	-0,4	1,8	-1,5	36,5	11,1	0,0	37,2
En la zona del euro	99,7	-10,8	1,8	17,1	-25,9	-3,8	0,0	5,8	-0,1	1,4	12,8	22,9	9,2	0,0	58,5
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	69,0	-3,8	-0,1	10,9	-16,5	1,9	0,0	3,5	0,2	3,0	4,9	23,3	24,6	0,0	13,3
Otro capital	30,7	-6,9	1,9	6,2	-9,3	-5,7	0,0	2,3	-0,3	-1,6	7,9	-0,4	-15,4	0,0	45,2
Inversiones de cartera: Activos	-14,7	79,9	2,3	-5,7	82,1	0,8	0,5	16,6	0,9	-6,4	-13,1	-54,7	-35,1	-1,8	-0,9
Acc. y participaciones	-113,0	-14,2	0,2	-6,2	-7,5	-0,8	0,1	7,2	0,2	-26,0	-12,8	-36,5	0,7	0,0	-31,6
Valores distintos de acciones	98,2	94,1	2,0	0,5	89,5	1,6	0,5	9,4	0,7	19,6	-0,3	-18,2	-35,8	-1,8	30,7
Bonos y obligaciones	91,1	93,6	-0,3	0,2	93,4	1,1	-0,8	8,9	0,3	-3,3	1,2	8,4	-41,3	-1,1	24,5
Instrum. mercado monetario	7,1	0,6	2,3	0,3	-3,9	0,6	1,3	0,5	0,3	23,0	-1,5	-26,6	5,5	-0,7	6,1
Otras inversiones	-160,5	-303,1	10,7	6,5	-384,1	71,4	-7,6	0,3	14,7	40,9	22,8	-225,8	121,0	24,6	144,1
Activos	24,2	-75,4	-12,5	0,2	-143,4	73,0	7,4	3,6	-3,1	17,8	-6,9	-44,2	27,6	-1,1	105,9
AAPP	-7,0	-5,8	-0,1	0,3	-6,8	-0,5	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,7	-1,8
IFM	-35,3	-79,2	-12,9	0,3	-142,0	69,4	6,0	3,0	-5,0	19,9	-5,4	-29,9	11,9	-1,8	51,4
Otros sectores	66,4	9,7	0,5	-0,4	5,4	4,1	0,1	0,6	1,9	-2,1	-1,5	-14,3	15,7	0,0	56,4
Pasivos	184,7	227,7	-23,2	-6,3	240,6	1,6	14,9	3,4	-17,8	-23,1	-29,8	181,6	-93,3	-25,7	-38,2
AAPP	9,4	3,8	0,0	-0,1	-1,0	0,0	4,8	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	0,0	5,8	-0,1
IFM	106,7	197,4	-23,8	-8,3	227,6	-2,0	3,9	2,7	-18,5	-23,3	-34,3	186,0	-108,0	-31,4	-63,8
Otros sectores	68,6	26,5	0,6	2,1	14,1	3,6	6,2	0,7	0,7	0,1	4,9	-4,6	14,6	-0,1	25,7

Fuente: BCE.

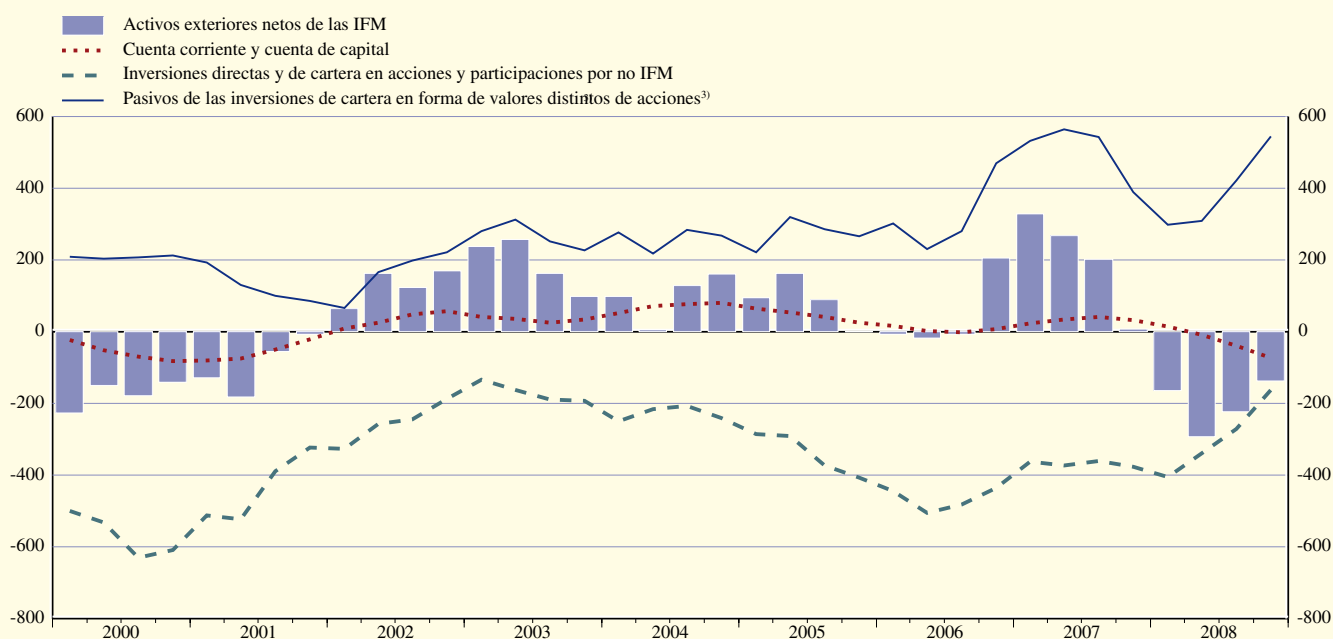
7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

(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	7,9	-390,3	264,2	-282,3	237,5	468,9	-225,0	225,8	3,6	-138,5	171,8	205,1
2007	32,4	-451,4	379,2	-182,4	81,9	389,8	-340,9	230,4	-67,3	-64,8	7,0	7,1
2008	-74,1	-336,5	97,5	34,3	-127,6	545,0	-60,3	78,5	-30,8	-231,9	-105,8	-137,5
2007 IV	15,9	-122,6	127,2	-19,5	-38,8	26,5	-38,8	0,9	-23,2	83,3	10,7	-14,3
2008 I	-9,8	-156,3	91,6	-20,1	18,8	73,2	-68,8	43,2	-22,8	-23,8	-74,6	-85,7
II	-25,8	-39,2	-9,4	-85,4	-33,9	151,6	0,7	-14,2	-8,8	-52,8	-117,3	-127,3
III	-19,5	-97,0	52,1	22,8	-69,6	170,1	-21,8	2,9	-8,5	-41,6	-10,2	3,6
IV	-19,0	-44,0	-36,8	117,0	-42,9	150,1	29,7	46,6	9,3	-113,7	96,3	71,9
2008 Feb	10,0	-40,8	24,0	-4,5	26,0	3,2	-37,9	-7,3	2,3	8,4	-16,6	-18,2
Mar	-4,7	-18,3	-2,5	-22,6	-0,4	13,6	-33,0	23,2	3,8	-2,8	-43,8	-48,1
Abr	-5,9	9,0	-28,0	-22,2	-44,7	52,9	-3,0	-8,4	-3,0	-20,2	-73,5	-73,9
May	-21,1	-23,8	18,2	-44,2	-1,2	37,4	0,9	-5,2	-10,6	-18,0	-67,5	-69,6
Jun	1,2	-24,4	0,4	-19,0	12,0	61,2	2,7	-0,6	4,7	-14,6	23,7	16,3
Jul	-2,5	-38,0	22,9	7,1	-8,2	30,2	-1,7	14,1	-0,1	-44,4	-20,6	-11,9
Ago	-10,6	-21,5	11,1	-2,2	-17,0	33,3	4,8	-9,1	-8,4	9,5	-10,1	-7,8
Sep	-6,4	-37,4	18,1	17,9	-44,5	106,6	-25,0	-2,2	0,0	-6,8	20,4	23,3
Oct	-4,4	-6,7	-2,1	80,0	-59,9	91,9	-18,0	43,9	17,7	-93,0	49,5	41,7
Nov	-11,8	-30,5	-20,2	12,4	-0,7	69,5	5,3	15,9	-5,8	-6,1	28,0	14,0
Dic	-2,8	-6,8	-14,5	24,6	17,7	-11,3	42,4	-13,2	-2,6	-14,6	18,9	16,1
2009 Ene	-19,2	-20,0	10,9	-11,6	-60,7	46,9	-3,8	-27,9	5,8	-32,0	-111,6	-118,3
Feb	-1,4	-19,2	7,3	19,0	-7,5	55,3	5,7	-22,6	2,9	6,8	46,3	32,2
	operaciones acumuladas de 12 meses											
2009 Feb	-89,6	-237,7	21,6	39,2	-215,1	587,5	-22,5	7,9	4,5	-236,2	-140,3	-186,0

C35 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM ¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria: Manufacturas	Petróleo		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
En términos nominales(mm de euros; tasa de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2007	11,4	8,9	1.506,2	739,2	326,3	401,2	1.281,1	1.490,8	913,7	234,5	323,3	1.021,0	227,5
2008	3,8	7,3	1.560,6	768,9	333,7	409,6	1.306,2	1.591,2	1.009,8	228,6	327,4	1.022,7	287,3
2008 I	6,8	8,6	398,3	196,8	84,2	106,8	339,2	402,9	254,0	58,5	82,7	264,3	70,7
II	8,5	11,1	398,0	197,3	83,9	104,5	331,7	404,0	257,9	55,9	81,8	257,2	75,9
III	5,6	12,5	398,7	198,8	84,3	102,8	330,6	411,0	268,6	58,2	82,4	259,6	85,5
IV	-5,0	-2,5	365,5	175,9	81,3	95,6	304,7	373,2	229,2	56,0	80,6	241,6	55,2
2008 Sep	9,2	15,6	133,4	65,8	29,1	34,5	110,1	136,0	88,1	19,1	27,7	86,0	26,0
Oct	0,2	3,3	129,3	63,3	28,2	33,5	107,6	131,5	83,4	18,6	27,3	83,4	23,2
Nov	-11,6	-5,4	119,5	57,6	26,0	31,3	98,9	123,9	75,9	19,0	26,8	80,6	17,4
Dic	-3,7	-5,9	116,7	55,0	27,2	30,8	98,2	117,9	69,9	18,4	26,5	77,6	14,6
2009 Ene	-24,8	-22,9	102,8	48,5	20,9	28,7	85,5	108,1	62,5	16,0	26,0	72,9	11,8
Feb	-23,9	-21,4	103,3	.	.	.	86,1	107,2	.	.	.	70,3	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2007	8,9	7,3	144,8	141,8	153,3	144,9	142,1	129,3	123,4	143,5	141,9	134,8	107,7
2008	1,5	-0,5	146,7	142,3	156,3	146,3	143,5	128,0	121,4	141,2	141,0	133,4	106,1
2008 I	4,6	0,3	151,4	148,3	158,5	152,8	150,3	132,8	126,8	144,0	143,3	139,4	108,8
II	7,1	2,3	150,6	147,1	158,3	149,8	147,3	130,5	123,2	140,9	144,2	137,2	102,4
III	2,7	1,3	148,6	144,9	158,2	146,1	144,8	127,0	120,9	146,1	141,6	134,9	106,5
IV	-7,6	-5,8	136,4	128,8	150,3	136,6	131,5	121,9	114,9	133,9	134,8	122,2	106,5
2008 Sep	5,8	5,1	148,6	143,1	164,2	146,4	144,1	126,9	121,0	141,7	141,6	132,5	105,7
Oct	-2,7	-3,6	144,6	138,5	158,0	143,3	140,2	125,8	119,1	137,8	139,0	128,3	108,5
Nov	-14,2	-9,0	133,6	126,0	143,9	134,2	127,9	120,4	113,1	135,8	133,0	121,3	101,4
Dic	-5,9	-4,8	130,9	121,9	149,1	132,2	126,5	119,5	112,5	128,2	132,3	117,0	109,6
2009 Ene	-24,7	-17,0	117,5	109,6	115,0	126,6	111,3	115,4	109,0	115,6	129,3	112,2	101,9
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Precios ²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (f.o.b.) ³⁾							Precios industriales de importación (c.i.f.)						
	Total (índice 2005 = 100)	Total				Pro 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	101,4	0,2	2,4	-0,7	0,5	2,6	0,2	106,4	0,1	2,4	-3,6	0,5	1,6	-0,3
2008	102,9	1,5	1,5	-0,3	2,0	26,2	1,5	114,3	7,4	-0,1	-3,5	2,4	28,2	0,9
2008 III	104,4	2,8	2,3	-0,2	1,9	47,2	2,6	119,9	12,0	1,3	-3,6	2,3	42,8	2,0
IV	102,2	0,8	2,6	1,2	2,5	-14,9	0,7	107,9	-1,6	0,6	-1,6	3,7	-8,6	0,1
2009 I	100,9	-1,0	-0,7	0,8	1,4	-30,4	-1,2	.	.	.	.	.	.	.
2008 Oct	103,7	2,3	3,4	1,1	2,8	10,5	2,2	113,3	4,4	1,7	-1,9	3,8	10,3	1,5
Nov	102,5	1,0	3,0	1,8	2,9	-19,6	0,8	108,1	-1,9	1,2	-1,2	4,4	-10,3	0,5
Dic	100,6	-0,8	1,6	0,7	1,9	-33,2	-0,9	102,3	-7,2	-0,9	-1,6	3,0	-24,4	-1,6
2009 Ene	101,0	-0,7	0,3	0,8	1,2	-28,9	-0,8	103,0	-7,4	-2,2	-0,1	2,6	-26,2	-1,6
Feb	101,1	-1,0	-0,6	0,8	1,6	-30,0	-1,1	103,2	-8,0	-3,5	0,9	2,8	-27,8	-1,9
Mar	100,7	-1,5	-1,7	0,7	1,3	-32,1	-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, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Exportaciones (f.o.b.)														
2007	1.506,2	34,2	55,7	230,9	216,4	67,9	82,3	41,5	195,9	296,4	60,6	34,4	87,6	61,5	136,0
2008	1.560,6	35,1	54,2	221,8	231,5	78,5	86,1	42,9	186,8	308,6	65,6	33,4	100,6	68,0	146,5
2007 III	381,3	8,7	14,3	58,8	55,0	17,4	20,7	10,3	49,3	75,1	15,6	8,6	22,1	15,4	34,1
IV	384,1	8,6	13,8	58,3	56,3	17,9	20,9	10,8	47,6	76,4	15,8	8,3	22,4	15,6	35,6
2008 I	398,3	8,9	14,0	57,2	59,0	20,0	21,4	12,3	49,7	79,4	17,2	8,6	24,2	16,2	36,0
II	398,0	9,1	14,5	58,4	59,6	20,1	22,0	11,3	47,3	77,8	17,0	8,5	25,0	16,5	36,5
III	398,7	9,1	14,1	56,6	60,3	20,7	21,7	10,8	46,3	76,7	16,0	8,2	26,7	17,8	37,8
IV	365,5	8,0	11,6	49,7	52,6	17,7	21,0	8,4	43,5	74,6	15,5	8,0	24,8	17,4	36,2
2008 Sep	133,4	2,9	4,6	18,7	20,2	7,0	7,3	3,5	15,8	25,5	5,2	2,7	8,8	6,1	13,0
Oct	129,3	2,9	4,4	18,3	19,4	6,7	7,2	3,2	14,8	25,2	5,4	2,7	8,6	6,2	12,3
Nov	119,5	2,5	3,8	16,0	17,5	5,4	7,0	2,7	14,7	24,7	5,2	2,7	8,2	5,3	11,7
Dic	116,7	2,5	3,4	15,3	15,6	5,6	6,8	2,6	14,0	24,7	4,9	2,6	8,0	6,0	12,1
2009 Ene	102,8	2,6	3,3	14,3	15,1	4,3	6,7	2,5	13,0	20,6	4,6	2,5	7,7	4,1	8,7
Feb	103,3	.	.	.	.	4,4	6,6	2,6	13,5	22,1	4,6	2,5	7,8	4,4	.
	en porcentaje 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	2,1	6,5	4,4	9,4
	Importaciones (c.i.f.)														
2007	1.490,8	28,8	52,2	169,6	169,6	102,2	67,2	32,3	131,7	455,6	172,6	59,1	113,4	75,0	93,1
2008	1.591,2	30,2	52,2	165,3	185,6	117,5	69,6	32,2	137,1	476,9	184,1	56,4	139,5	80,7	104,5
2007 III	375,1	7,3	12,9	43,2	43,0	24,7	17,1	8,2	33,3	115,3	44,7	14,8	27,8	18,6	23,8
IV	385,3	7,1	13,3	42,8	44,1	28,6	16,6	8,2	32,4	114,7	43,5	14,8	31,1	20,2	26,0
2008 I	402,9	7,4	13,7	43,7	46,5	29,4	16,9	8,6	34,7	121,3	45,0	14,9	34,3	20,1	26,5
II	404,0	7,7	13,6	42,1	47,4	30,6	17,5	8,4	33,9	119,9	45,2	14,5	36,8	19,8	26,2
III	411,0	7,9	13,4	42,3	47,9	33,4	17,8	8,1	34,9	123,0	47,5	13,9	37,7	21,0	23,5
IV	373,2	7,2	11,5	37,2	43,8	24,1	17,4	7,1	33,6	112,8	46,4	13,1	30,6	19,7	28,3
2008 Sep	136,0	2,6	4,5	14,0	15,9	10,8	5,9	2,7	11,5	40,3	15,8	4,6	12,3	7,1	8,3
Oct	131,5	2,4	4,3	13,9	15,6	9,4	5,9	2,5	11,0	39,4	15,9	4,5	10,8	6,8	9,6
Nov	123,9	2,4	3,8	12,1	15,0	7,9	5,8	2,5	11,1	37,5	15,4	4,4	10,2	6,6	9,1
Dic	117,9	2,4	3,5	11,2	13,1	6,8	5,7	2,1	11,5	35,9	15,1	4,3	9,7	6,4	9,6
2009 Ene	108,1	2,3	3,2	10,9	12,8	6,2	5,6	2,1	10,2	34,0	14,6	4,2	8,0	4,7	8,1
Feb	107,2	.	.	.	.	5,3	5,4	2,3	10,8	32,0	13,4	4,0	8,2	5,2	.
	en porcentaje total de importaciones														
2008	100,0	1,9	3,3	10,4	11,7	7,4	4,4	2,0	8,6	30,0	11,6	3,5	8,8	5,1	6,6
	Saldo														
2007	15,4	5,5	3,5	61,2	46,7	-34,3	15,1	9,1	64,2	-159,2	-112,0	-24,6	-25,8	-13,5	42,9
2008	-30,6	4,9	2,0	56,5	45,9	-39,0	16,5	10,7	49,7	-168,4	-118,4	-23,1	-38,8	-12,7	42,0
2007 III	6,1	1,4	1,4	15,7	11,9	-7,3	3,6	2,1	16,0	-40,2	-29,1	-6,2	-5,7	-3,2	10,4
IV	-1,2	1,5	0,4	15,4	12,2	-10,8	4,3	2,6	15,1	-38,3	-27,7	-6,5	-8,7	-4,6	9,7
2008 I	-4,6	1,5	0,3	13,6	12,4	-9,4	4,5	3,7	15,0	-41,8	-27,8	-6,3	-10,1	-3,9	9,5
II	-6,0	1,4	0,9	16,2	12,2	-10,5	4,5	2,9	13,4	-42,2	-28,2	-6,0	-11,9	-3,3	10,3
III	-12,3	1,2	0,7	14,2	12,4	-12,7	3,9	2,7	11,4	-46,2	-31,5	-5,6	-11,0	-3,2	14,3
IV	-7,7	0,8	0,0	12,5	8,8	-6,4	3,6	1,3	10,0	-38,2	-30,8	-5,2	-5,8	-2,3	7,9
2008 Sep	-2,5	0,3	0,1	4,8	4,3	-3,8	1,3	0,9	4,2	-14,7	-10,6	-1,9	-3,5	-1,0	4,7
Oct	-2,2	0,5	0,1	4,4	3,8	-2,6	1,3	0,7	3,8	-14,2	-10,5	-1,8	-2,2	-0,6	2,8
Nov	-4,4	0,1	0,0	4,0	2,5	-2,5	1,2	0,2	3,6	-12,8	-10,2	-1,7	-2,0	-1,3	2,7
Dic	-1,2	0,1	-0,1	4,1	2,5	-1,3	1,1	0,5	2,5	-11,2	-10,2	-1,7	-1,7	-0,4	2,5
2009 Ene	-5,4	0,3	0,1	3,3	2,3	-1,9	1,1	0,3	2,8	-13,5	-10,0	-1,6	-0,3	-0,6	0,6
Feb	-4,0	.	.	.	.	-0,8	1,1	0,4	2,7	-9,8	-8,8	-1,5	-0,4	-0,7	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos ¹⁾

(medias del período; índice 1999 I = 100)

	TCE-21						TCE-41	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	103,7	105,0	103,9	102,3	101,4	100,9	110,1	103,9
2007	107,9	109,0	107,9	106,4	104,5	104,4	114,3	107,2
2008	113,0	113,6	110,9	111,5	111,0	109,9	120,0	111,1
2008 I	112,9	113,8	112,2	111,4	110,2	109,2	119,6	111,3
II	116,0	116,6	114,1	114,4	113,6	112,7	122,9	114,0
III	114,1	114,3	111,2	112,5	112,7	110,5	120,8	111,5
IV	109,1	109,6	106,3	107,8	107,4	107,0	116,7	107,7
2009 I	111,9	112,2	107,8	-	-	-	120,1	110,5
2008 Abr	116,3	117,0	114,8	-	-	-	123,4	114,6
May	115,8	116,5	113,9	-	-	-	122,7	113,8
Jun	115,8	116,4	113,5	-	-	-	122,7	113,7
Jul	116,2	116,6	113,4	-	-	-	123,2	113,9
Ago	113,9	114,1	111,1	-	-	-	120,3	111,1
Sep	112,0	112,1	109,0	-	-	-	118,7	109,4
Oct	107,9	108,3	105,3	-	-	-	115,4	106,4
Nov	107,1	107,6	104,4	-	-	-	114,5	105,6
Dic	112,4	112,8	109,2	-	-	-	120,3	110,9
2009 Ene	111,9	112,3	108,2	-	-	-	119,9	110,4
Feb	110,4	110,7	106,4	-	-	-	118,6	109,1
Mar	113,3	113,5	108,8	-	-	-	121,6	111,8
Abr	112,5	112,7	107,6	-	-	-	120,5	110,6
% variación sobre el mes anterior								
2009 Abr	-0,7	-0,7	-1,1	-	-	-	-1,0	-1,1
% variación sobre el año anterior								
2009 Abr	-3,3	-3,7	-6,3	-	-	-	-2,4	-3,5

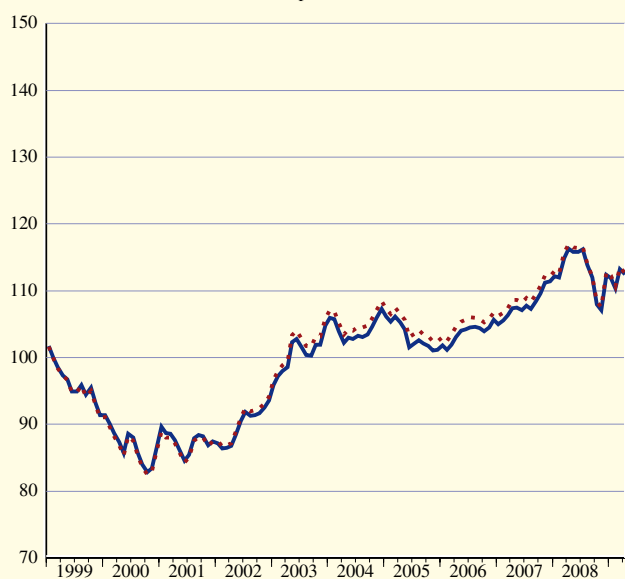
C36 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I = 100)

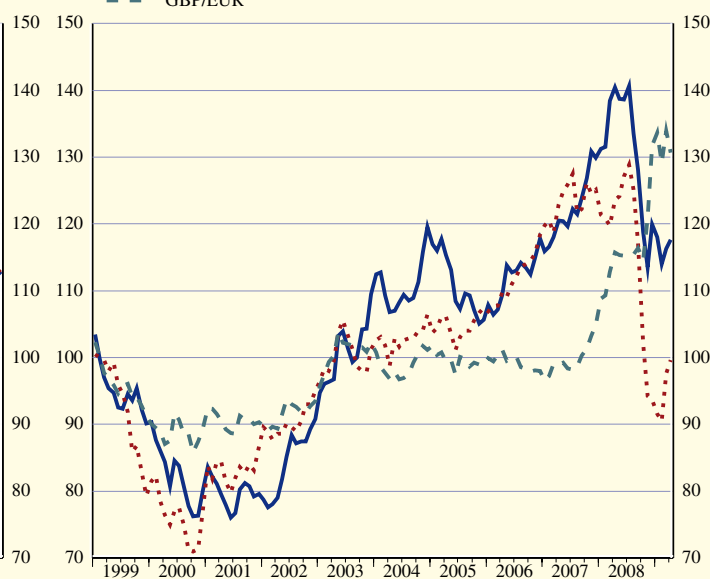
C37 Tipos de cambio bilaterales

(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 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
2009 Abr	7,4491	10,8796	0,89756	1,3190	130,25	1,5147	1.760,14	10,2229	1,9823	1,6188	8,7867	1,8504
	% variación sobre el mes anterior											
2009 Abr	0,0	-2,7	-2,4	1,1	2,0	0,4	-7,1	1,1	-0,6	-1,7	-0,6	-5,6
	% variación sobre el año anterior											
2009 Abr	-0,2	16,1	12,9	-16,3	-19,4	-5,1	13,1	-16,7	-7,8	1,4	10,3	9,3

	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 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
2009 Abr	26,774	15,6466	0,7093	3,4528	295,26	4,4326	1,9558	4,2041	7,4172	2,1277
	% variación sobre el mes anterior									
2009 Abr	-1,7	0,0	0,1	0,0	-2,9	-4,1	0,0	-1,8	-0,3	-4,8
	% variación sobre el año anterior									
2009 Abr	6,8	0,0	1,7	0,0	16,4	28,8	0,0	15,4	2,1	3,8

	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 tailandés
	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 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
2009 Abr	2,9197	9,0110	-	66,047	14.552,65	4,7562	17,7645	2,3123	63,462	44,2135	11,8784	46,741
	% variación sobre el mes anterior											
2009 Abr	-3,3	1,0	-	-1,1	-6,0	-0,8	-7,1	-5,7	0,6	-2,1	-8,5	0,2
	% variación sobre el año anterior											
2009 Abr	9,8	-18,3	-	4,8	0,4	-4,5	7,3	15,8	-3,5	19,3	-3,2	-6,1

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 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
2009 I	5,1	1,5	1,7	3,7	9,0	8,4	2,7	3,6	6,8	2,1	3,0
2008 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
Mar	4,0	1,7	1,6	2,5	7,9	7,4	2,8	4,0	6,7	1,9	2,9
Deficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB											
2006	3,0	-2,6	5,2	2,9	-0,5	-0,4	-9,2	-3,9	-2,2	2,5	-2,7
2007	0,1	-0,6	4,5	2,7	-0,4	-1,0	-4,9	-1,9	-2,5	3,8	-2,7
2008	1,5	-1,5	3,6	-3,0	-4,0	-3,2	-3,4	-3,9	-5,4	2,5	-5,5
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB											
2006	22,7	29,6	31,3	4,3	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	45,9	43,4
2007	18,2	28,9	26,8	3,5	9,0	17,0	65,8	44,9	12,7	40,5	44,2
2008	14,1	29,8	33,3	4,8	19,5	15,6	73,0	47,1	13,6	38,0	52,0
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 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
Mar	6,58	2,49	3,28	.	12,08	7,11	-	4,30	14,49	1,16	1,83
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 III	6,8	2,9	-1,5	-3,5	-5,6	2,0	0,4	4,9	9,2	-0,5	0,4
IV	3,5	0,7	-3,6	-9,7	-10,4	-1,3	-1,3	3,1	2,9	-4,4	-2,0
2009 I	.	.	.	.	.	-10,9	.	.	.	.	.
Cuenta corriente 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	2,1	-7,7	-11,2	-9,7	-7,3	-4,4	-11,8	8,2	-1,5
2008 II	-30,3	-4,5	3,4	-9,6	-11,4	-13,5	-7,1	-4,2	-15,0	5,7	-1,3
III	-14,2	-3,0	4,0	-6,5	-11,0	-8,4	-9,2	-4,2	-10,9	9,1	-2,1
IV	-28,7	-5,2	2,6	-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	1,6	14,6	4,7	1,4
2008	16,2	4,2	7,0	17,5	23,2	10,6	4,7	6,4	15,1	2,7	2,6
2008 II	17,7	3,8	3,8	15,2	22,6	11,4	-	-	-	0,5	2,3
III	13,0	2,9	.	19,6	24,5	12,0	-	-	-	2,2	2,4
IV	17,5	4,6	.	13,8	18,5	9,3	-	-	-	6,0	3,6
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)											
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,3	9,6	6,4	6,1	5,3
2008	5,6	4,4	3,4	5,5	7,6	6,0	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2008 III	5,3	4,3	3,3	6,3	7,5	6,3	7,9	6,9	5,7	6,1	5,8
IV	5,1	4,5	4,0	7,6	10,4	8,4	8,0	6,9	5,8	6,9	6,3
2009 I	5,6	5,2	5,1	10,1	14,6	13,6	8,8	7,5	.	7,7	.
2008 Nov	5,0	4,5	3,9	7,4	10,3	8,4	8,0	6,9	5,8	7,0	6,3
Dic	5,3	4,7	4,3	8,4	11,5	9,7	8,3	7,0	5,8	7,0	6,4
2009 Ene	5,3	4,9	4,7	9,1	13,2	11,6	8,4	7,2	.	7,3	6,6
Feb	5,6	5,2	5,1	10,0	14,6	13,6	8,8	7,5	.	7,6	.
Mar	5,9	5,5	5,7	11,1	16,1	15,5	9,2	7,7	.	8,0	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

9.2 En Estados Unidos y Japón

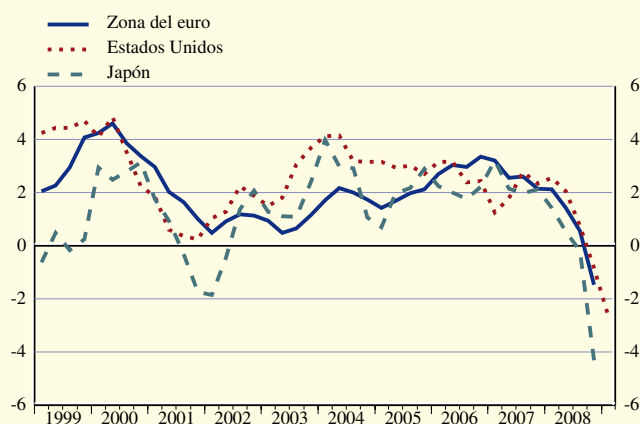
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero) ³⁾ fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁴⁾	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
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	6,7	2,93	4,39	1,4708	-5,9	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	6,3	2,75	4,66	1,5622	-5,7	49,6
III	5,3	1,7	0,7	-3,9	6,1	6,0	2,91	4,69	1,5050	-5,9	52,8
IV	1,6	1,8	-0,8	-8,6	6,9	8,3	2,77	3,71	1,3180	-8,0	56,8
2009 I	0,0	.	-2,6	-14,0	8,1	9,6	1,24	3,03	1,3029	.	.
2008 Dic	0,1	-	-	-11,3	7,2	9,6	1,83	2,75	1,3449	-	-
2009 Ene	0,0	-	-	-13,5	7,6	10,0	1,21	2,75	1,3239	-	-
Feb	0,2	-	-	-13,6	8,1	9,3	1,24	3,20	1,2785	-	-
Mar	-0,4	-	-	-14,9	8,5	9,4	1,27	3,15	1,3050	-	-
Abr	.	-	-	.	.	.	1,11	3,17	1,3190	-	-
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	-2,0	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	2,4	3,9	2,2	0,92	1,61	157,80	.	.
II	1,4	0,1	0,5	0,8	4,0	2,0	0,92	1,85	163,35	.	.
III	2,2	0,8	-0,2	-1,4	4,0	2,2	0,90	1,75	161,83	.	.
IV	1,0	.	-4,3	-14,6	4,0	1,8	0,96	1,46	126,71	.	.
2009 I	-0,1	.	.	-34,6	.	2,1	0,67	1,24	122,04	.	.
2008 Dic	0,4	-	-	-20,8	4,3	1,8	0,92	1,33	122,51	-	-
2009 Ene	0,0	-	-	-31,0	4,2	2,0	0,73	1,27	119,73	-	-
Feb	-0,1	-	-	-38,4	4,4	2,1	0,64	1,20	118,30	-	-
Mar	-0,3	-	-	-34,2	.	2,2	0,62	1,26	127,65	-	-
Abr	.	-	-	.	.	.	0,57	1,41	130,25	-	-

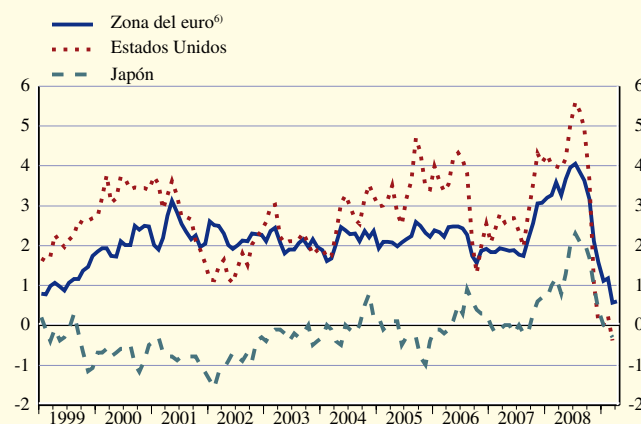
C38 Producto interior bruto a precios constantes

(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) y cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S14
C7	Préstamos a las AAPP	S16
C8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
C9	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C11	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C15	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 6 de mayo 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) n° 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2006, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la 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.

7 DE MAYO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de mayo de 2009. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 1,75%, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009, y que el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantenga sin cambios en el 0,25%.





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 febrero y abril 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 2008», abril 2009.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2008».

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.
 «Expectativas e instrumentación de la política monetaria», mayo 2009.
 «Cinco años en la Unión Europea», mayo 2009.
 «Agencias de calificación crediticia: Evolución y cuestiones de política», mayo 2009.

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.
- 102 «Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications», E. Dorrucci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabábara, abril 2009.
- 103 «Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets», Raymond Ritter, abril 2009.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

- «Research Bulletin», n.º 7, junio 2008.
 «Research Bulletin», n.º 8, marzo 2009.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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. Tapping, 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.
- 1041 «An economic capital model integrating credit and interest rate risk in the banking book», P. Alessandri y M. Drehmann, abril 2009.
- 1042 «The determinants of public deficit volatility», L. Agnello y R. M. Sousa, abril 2009.
- 1043 «Optimal monetary policy in a model of the credit channel», F. De Fiore y O. Tristani, abril 2009.
- 1044 «The forecasting power of international yield curve linkages», M. Modugno y K. Nikolaou, abril 2009.
- 1045 «The term structure of equity premia in an affine arbitrage-free model of bond and stock market dynamics», W. Lemke y T. Werner, abril 2009.
- 1046 «Productivity shocks and real exchange rates: a reappraisal», T. A. Peltonen y M. Sager, abril 2009.
- 1047 «The impact of reference norms on inflation persistence when wages are staggered», M. Knell y A. Stiglbauer, abril 2009.
- 1048 «Downward wage rigidity and optimal steady-state inflation», G. Fagan y J. Messina, abril 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).

«Eurosystem’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», abril 2008.

«Price stability – why is it important for you?», junio 2008.

«A single currency – an integrated market infrastructure», septiembre 2008.

«The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», abril 2009.

«Price stability – why is it important for you?», abril 2009.

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.

Sanearamiento 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.

Sanearamiento 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.