



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

BOLETÍN MENSUAL DICIEMBRE

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

09 | 2008

10 | 2008

11 | 2008

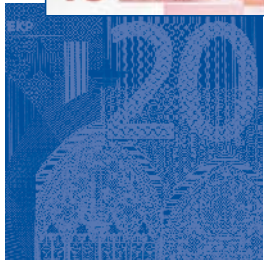
12 | 2008





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL DICIEMBRE 2008

En el año 2008,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 10 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, 2008

© De la traducción: Banco de España,
Madrid, 2008

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 3 de diciembre de 2008.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5	9 Supuestos técnicos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios de las materias primas y las políticas fiscales	93
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9	10 Previsiones de otras instituciones	97
Entorno exterior de la zona del euro	9	11 Nuevos índices de precios industriales de importación y de precios industriales de exportación para la zona del euro	105
Evolución monetaria y financiera	20		
Precios y costes	63		
Producto, demanda y mercado de trabajo	72		
Evolución de las finanzas públicas	89		
Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro	93		
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	99		
		ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
		ANEXOS	
		Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
		El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real)	V
		Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2006	VII
		Glosario	XV
Recuadros			
1 Nuevos índices de precios de las materias primas no energéticas para la zona del euro elaborados por el BCE	16		
2 Evolución reciente de los balances de las entidades de crédito de la zona del euro	27		
3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 13 de agosto y el 11 de noviembre de 2008	37		
4 Cálculo de los supuestos relativos a los tipos de interés a largo plazo a partir de la curva de rendimientos de la zona del euro	43		
5 Consecuencias de las tensiones observadas en el mercado monetario en el proceso de transmisión de los tipos de interés aplicados por las IFM	51		
6 Evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC: incidencia de los efectos de base	69		
7 Evolución del producto potencial a la vista de los cambios acaecidos en los precios del petróleo y en las primas de riesgo de crédito	77		
8 Políticas estructurales en tiempos de crisis	84		

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 4 de diciembre, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, reducir los tipos de interés oficiales en otros 75 puntos básicos. En consecuencia, el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema ha disminuido hasta el 2,50% y los tipos aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito, hasta el 3,00% y el 2,00%, respectivamente, con efecto a partir del 10 de diciembre de 2008. Esta decisión ha sido adoptada tras las dos reducciones de 50 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE anunciadas el 8 de octubre y el 6 de noviembre de 2008. En conjunto, desde su última reunión, el Consejo de Gobierno ha observado nueva evidencia que indica que las presiones inflacionistas han continuado disminuyendo. De cara al futuro, se espera que las tasas de inflación sean compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria, apoyando el poder adquisitivo de rentas y ahorros. El descenso de las tasas de inflación se debe principalmente a la disminución de los precios de las materias primas y a la considerable desaceleración de la actividad económica. Debido, en gran medida, a los efectos de la intensificación y generalización de las turbulencias del mercado financiero, es probable que la demanda mundial y la demanda de la zona del euro se debiliten durante un período prolongado. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno observa que aunque la tasa subyacente de la expansión monetaria se ha mantenido fuerte, ha continuado decelerándose. En síntesis, el Consejo de Gobierno subraya que el grado de incertidumbre sigue siendo excepcionalmente elevado. El Consejo de Gobierno continuará manteniendo las expectativas de inflación firmemente ancladas en niveles compatibles con su objetivo a medio plazo, a fin de apoyar el crecimiento sostenible y el empleo y contribuir a la estabilidad financiera. Por tanto, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

Por lo que se refiere al análisis económico, desde septiembre tiene lugar una intensificación y generalización de las perturbaciones del mercado financiero. Las tensiones se han transmitido cada vez más del sector financiero a la economía real, y la economía mundial en su conjunto siente sus

efectos adversos. En la zona del euro, se han materializado algunos de los riesgos a la baja para la actividad económica identificados anteriormente, dando lugar en el tercer trimestre a una contracción del 0,2% del crecimiento intertrimestral del PIB real, según la primera estimación de Eurostat. Los datos de las encuestas disponibles y los indicadores para octubre y noviembre apuntan a que la actividad económica ha continuado debilitándose en el cuarto trimestre del 2008.

A más largo plazo, sobre la base del análisis y la valoración del Consejo de Gobierno, se considera que la debilidad económica mundial y la fuerte atonía de la demanda interna persistirán durante los próximos trimestres. Según las proyecciones macroeconómicas de diciembre del 2008 de los expertos del Eurosistema para la zona del euro, ulteriormente debería producirse una recuperación gradual, apoyada en el descenso de los precios de las materias primas y en el supuesto de una mejora del entorno exterior y un debilitamiento de las tensiones financieras. Los expertos del Eurosistema proyectan un crecimiento anual del PIB real de entre el 0,8% y el 1,2% en el 2008, de entre el -1,0% y el 0,0% en el 2009, y de entre el 0,5% y el 1,5% en el 2010. Estas cifras representan una importante revisión a la baja respecto de las anteriores proyecciones de los expertos del BCE para el 2008 y el 2009 publicadas en septiembre. Las previsiones de organismos internacionales también han sido revisadas a la baja y, en general, están en consonancia con las proyecciones de diciembre del 2008 de los expertos del Eurosistema.

En opinión del Consejo de Gobierno, las perspectivas económicas siguen rodeadas de un grado excepcionalmente elevado de incertidumbre. Los riesgos para el crecimiento económico apuntan a la baja y están relacionados principalmente con la posibilidad de que las turbulencias de los mercados financieros tengan un efecto más pronunciado sobre la economía real, y con la preocupación por las presiones proteccionistas y por una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

Es esencial que todas las partes interesadas contribuyan a sentar bases sólidas para una recuperación



sostenible. Para que ésta se concrete lo antes posible, es primordial mantener la disciplina y una perspectiva a medio plazo en la aplicación de las políticas macroeconómicas, como manera óptima de generar confianza. Las significativas medidas de apoyo anunciadas por los gobiernos para hacer frente a las turbulencias financieras deberían aplicarse sin dilación a fin de reforzar la confianza en el sistema financiero y contribuir a evitar restricciones en la oferta de crédito a las empresas y los hogares.

En cuanto a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se ha reducido considerablemente desde julio, situándose, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, en el 2,1% en noviembre, frente al 3,2% y al 4,0% de octubre y julio, respectivamente. El significativo descenso de la inflación general desde verano refleja principalmente la notable moderación de los precios mundiales de las materias primas durante los últimos meses, que compensa con creces los efectos del fuerte aumento de los costes laborales unitarios en el primer semestre de este año.

De cara al futuro, la disminución de los precios de las materias primas y el debilitamiento de la demanda siguen apuntando a una atenuación de las presiones inflacionistas. Se espera que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC continúe descendiendo en los próximos meses y se sitúe en niveles compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Dependiendo fundamentalmente de la evolución de los precios del petróleo y de las materias primas, no puede excluirse una disminución más rápida de la inflación medida por el IAPC a mediados del año próximo, debido principalmente a efectos de base. No obstante, también como consecuencia de efectos de base, las tasas de inflación podrían volver a incrementarse en el segundo semestre del año, de forma que, de producirse un descenso pronunciado de la inflación medida por el IAPC, éste tendría carácter transitorio y, por tanto, no sería relevante desde el punto de vista de la política monetaria.

En consonancia con esta valoración, según las proyecciones de diciembre del 2008 de los expertos

del Eurosistema, la inflación interanual medida por el IAPC se situaría en un intervalo comprendido entre el 3,2% y el 3,4% en el 2008, y se reduciría hasta entre el 1,1% y el 1,7% en el 2009. Para el 2010, se proyectan tasas de inflación medida por el IAPC de entre el 1,5% y el 2,1%. Las proyecciones referidas a la inflación medida por el IAPC para el 2008 y el 2009 se han revisado considerablemente a la baja en relación con las proyecciones de septiembre del 2008 de los expertos del BCE, reflejando fundamentalmente el notable descenso de los precios de las materias primas y los efectos del debilitamiento de la demanda en la evolución de los precios. En este contexto, es importante destacar el carácter condicional de estas proyecciones, que se basan en una serie de supuestos técnicos, que incluyen las expectativas de los mercados acerca de los tipos de interés a corto y a largo plazo, y los precios de los futuros sobre el petróleo y las materias primas no energéticas. Asimismo, las proyecciones se basan en la expectativa de una disminución de la presión salarial en el período analizado. Las previsiones elaboradas por organismos internacionales presentan, en general, un panorama similar.

Haciendo abstracción de la volatilidad a más corto plazo de la tasa de inflación general, los riesgos para la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria están más equilibrados que en el pasado. Nuevos descensos inesperados de los precios de las materias primas podrían ejercer presión a la baja sobre la inflación, mientras que los riesgos al alza para la estabilidad de precios podrían materializarse, en particular, si la reciente contracción de los precios de las materias primas cambiase de signo o si las presiones internas sobre los precios resultaran más intensas de lo esperado. En consecuencia, es fundamental que los responsables de la fijación de precios y salarios asuman plenamente sus responsabilidades.

En relación con el análisis monetario, diversas estimaciones del crecimiento subyacente del agregado monetario amplio apuntan a una tasa de expansión monetaria sostenida aunque moderada en la zona del euro. Las tendencias monetarias apoyan, por tanto, la opinión de que las presiones inflacionistas continúan debilitándose, aunque siguen existiendo algunos riesgos al alza a medio y a largo plazo.

Debe reconocerse que la intensificación de las perturbaciones de los mercados financieros desde mediados de septiembre posiblemente marca un hito en la evolución monetaria. Los datos monetarios y crediticios más recientes indican que dicha intensificación ha afectado significativamente al comportamiento de los participantes en el mercado. Hasta ahora, esta evolución se ha reflejado fundamentalmente en la sustitución entre componentes del agregado amplio M3, más que en variaciones acusadas de la evolución de dicho agregado.

Los últimos datos disponibles, de finales de octubre, muestran una moderación continuada de la tasa de crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero. Paralelamente, en el conjunto de la zona del euro, no se han observado señales significativas de agotamiento de la disponibilidad de préstamos. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares también siguió moderándose, en consonancia con el debilitamiento de las perspectivas económicas y del mercado de la vivienda y con unas condiciones de financiación más restrictivas. Los datos reflejan los efectos del agravamiento de las turbulencias financieras sobre el comportamiento de las entidades de crédito. De cara al futuro, es preciso disponer de más datos y continuar con el análisis para formar una opinión más fundamentada.

En síntesis, la nueva evidencia indica que las presiones inflacionistas continúan disminuyendo y se espera que las tasas de inflación sean compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria, apoyando el poder adquisitivo de rentas y ahorros. El descenso de las tasas de inflación se debe principalmente a la disminución de los precios de las materias primas y a la considerable ralentización de la actividad económica relacionada en gran medida con los efectos mundiales de las perturbaciones financieras. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario corrobora esta valoración. Si bien la tasa subyacente de expansión monetaria ha mantenido su fortaleza, ha seguido decelerándose. Por tanto, teniendo en cuenta la información y los análisis disponibles, el Consejo de Gobierno ha decidido reducir los tipos de interés oficiales del BCE en

otros 75 puntos básicos. En conjunto, el nivel de incertidumbre sigue siendo excepcionalmente elevado. El Consejo de Gobierno continuará manteniendo las expectativas de inflación firmemente ancladas en niveles compatibles con su objetivo a medio plazo, a fin de apoyar el crecimiento sostenible y el empleo y contribuir a la estabilidad financiera. Por tanto, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En lo concerniente a la política fiscal, el Consejo de Gobierno considera esencial mantener la disciplina y una perspectiva a medio plazo, teniendo en cuenta las consecuencias de cualquier actuación a más corto plazo para la sostenibilidad presupuestaria. Es primordial mantener la confianza de los ciudadanos en la solidez de las políticas presupuestarias, aplicando las normas del marco fiscal de la UE y preservando su integridad. Las disposiciones del Tratado de Niza y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento requieren una perspectiva a medio plazo y ofrecen la flexibilidad necesaria. Los estabilizadores fiscales automáticos son relativamente importantes en la zona del euro y constituyen un poderoso mecanismo de apoyo presupuestario ante el debilitamiento de la actividad económica. En la medida en que exista margen de maniobra, otras medidas presupuestarias podrían ser eficaces si se aplican en el momento oportuno, están adecuadamente orientadas y tienen carácter transitorio.

En lo referente a las políticas estructurales, el actual período de debilidad de la actividad económica y elevada incertidumbre acerca de las perspectivas económicas requiere un fortalecimiento de la resistencia y flexibilidad de la economía de la zona del euro. Las reformas de los mercados de productos deben fomentar la competencia y acelerar una reestructuración eficaz. Las reformas de los mercados de trabajo deben facilitar la adecuada determinación de los salarios y favorecer la movilidad de los trabajadores entre sectores y regiones. En consecuencia, la actual situación debe considerarse como un catalizador para promover la aplicación de las reformas nacionales necesarias conforme al principio de una economía de mercado abierta con libre competencia.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

En el último trimestre, la desaceleración de la economía mundial se ha intensificado a medida que se han amplificado las turbulencias financieras y sus repercusiones se han dejado sentir en todo el mundo. Los mercados emergentes —uno de los principales pilares del crecimiento económico en los últimos años— parecen estar viéndose afectados cada vez más por el deterioro de la situación económica. Las presiones inflacionistas se han moderado a nivel mundial, debido al acusado descenso de los precios de las materias primas y a la desaceleración de la demanda mundial, pero las tasas de inflación han seguido siendo elevadas en varias regiones. Al mismo tiempo, ha aumentado la volatilidad en los principales mercados financieros, lo que significa que la evaluación de las perspectivas de la economía mundial está sujeta actualmente a un grado de incertidumbre muy alto.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

En el último trimestre, la desaceleración de la economía mundial se ha intensificado, mientras que las presiones inflacionistas se han moderado, debido al acusado descenso de los precios de las materias primas y a la desaceleración de la demanda mundial. Al mismo tiempo, ha aumentado la volatilidad en los principales mercados financieros, lo que significa que la evaluación de las perspectivas de la economía mundial está sujeta actualmente a un grado de incertidumbre muy alto.

La amplificación de las turbulencias financieras mundiales ha sometido a los sistemas bancarios a fuertes tensiones, que se han traducido en un endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos a escala mundial, un rápido deterioro de la confianza empresarial y de los consumidores y una caída de las cotizaciones bursátiles. Como resultado, la situación económica mundial ha empeorado de forma acusada al propagarse intensamente a todo el mundo las repercusiones de dichas turbulencias. Los mercados emergentes, que han sido uno de los principales pilares del crecimiento mundial en los últimos años, parecen estar viéndose afectados cada vez más por la desaceleración mundial. En consonancia con lo anterior, la evidencia de las encuestas muestra que, según el Índice general de directores de compras, que abarca la producción de todos los sectores, las empresas de los sectores manufacturero y servicios han reducido la actividad en respuesta al descenso de la demanda de los mercados. Mientras que en los meses anteriores el índice se había mantenido ligeramente por debajo del umbral de 50 puntos que separa la expansión económica de la contracción, en noviembre del 2008 cayó hasta el nivel más bajo registrado desde el inicio de la encuesta en 1998 (véase gráfico 1). Ello indica que las condiciones del mercado han seguido empeorando a escala mundial en esos dos sectores, lo que significa que el entorno exterior de la zona del euro ha experimentado un nuevo deterioro.

A nivel mundial, las presiones inflacionistas se han moderado significativamente durante el último trimestre debido al acusado descenso de los precios de las materias primas y a la desaceleración económica mundial. La inflación mundial alcanzó su máximo en el verano y, desde entonces, ha seguido una trayec-

Gráfico 1 Índice general de directores de compras

(datos mensuales; manufacturas y servicios; índice de difusión)



Fuente: Markit

toria descendente. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta el 3,7% en octubre del 2008, desde el máximo del 4,8% registrado en julio. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación interanual se situaba en el 2,2% en octubre, frente al 2,4% del mes anterior. La moderación de las presiones de los costes a escala mundial se observa también en los indicadores de las encuestas. El índice general de directores de compras sobre los precios de los consumos intermedios, que presenta una fuerte correlación con las tasas de inflación mundial descendió de forma acusada en los últimos meses hasta situarse en el nivel más bajo observado desde que se inició la encuesta en 1998 (véase gráfico 1).

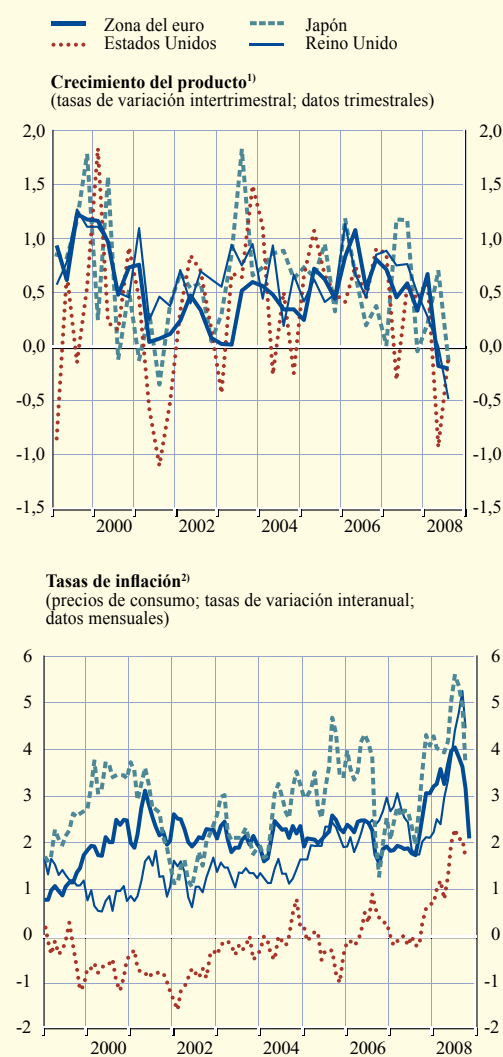
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica sigue siendo muy débil y las presiones inflacionistas están reduciéndose. Las estimaciones preliminares indican una contracción del PIB real del 0,5%, en tasa anualizada, en el tercer trimestre del 2008, frente a una expansión del 2,8% en el trimestre anterior. La acusada desaceleración refleja, principalmente, una contribución negativa del gasto en consumo personal al disiparse los efectos de las medidas de estímulo fiscal adoptadas por el Gobierno estadounidense, así como la corrección actualmente en curso en el mercado de la vivienda y la debilidad de la inversión en bienes de equipo y *software*. A pesar de la desaceleración de la demanda externa, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento siguió siendo positiva en el tercer trimestre.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo drásticamente hasta el 3,7% en octubre del 2008, tras registrar un máximo del 5,6% en julio, y actualmente se sitúa por debajo de la media del 4,5% del año 2008 (véase gráfico 2). La moderación de las presiones inflacionistas refleja un descenso de los costes de la energía y una reducción de la demanda interna. La tasa de inflación interanual, excluidos los alimentos y la energía, cayó hasta el 2,2% en octubre, el nivel más bajo en el año transcurrido hasta la fecha.

De cara al futuro, las perspectivas de la economía estadounidense se han deteriorado significativamente desde que se intensificaron las tensiones en los mercados financieros a mediados de septiembre, de lo que se deduce que la actividad real podría ralentizarse aún más en comparación con las tasas de creci-

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

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

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

miento observadas en los últimos trimestres. Las restrictivas condiciones de concesión de créditos, las desfavorables condiciones de contratación, el deterioro de los balances y la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas están afectando negativamente al gasto de los hogares y las empresas. La contracción del mercado de la vivienda, actualmente en curso, y la ralentización de la demanda externa plantean riesgos adicionales para las perspectivas económicas. No obstante, las medidas recientes de estímulo monetario y fiscal, unidas a una moderación de las presiones de los costes de la energía, deberían atenuar, hasta cierto punto, los efectos derivados de estos factores. Es probable que las presiones de los precios sean menos intensas como resultado de la evolución reciente de los precios de las materias primas y de la atonía de la actividad económica.

En sus reuniones de 8 y 29 de octubre de 2008, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal redujo el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales en un total de 100 puntos básicos, hasta el 1%. Las decisiones se adoptaron en vista del debilitamiento de la actividad económica y de la moderación de las presiones inflacionistas. Además, la Reserva Federal, en colaboración con otros organismos gubernamentales estadounidenses y bancos centrales extranjeros, anunció varias medidas extraordinarias para aumentar la liquidez y brindar apoyo a los mercados financieros, habida cuenta del deterioro de la situación.

JAPÓN

En Japón, la situación económica ha seguido empeorando en el último trimestre como resultado de la atonía de la demanda interna y de una nueva desaceleración de las exportaciones. No obstante, las condiciones de concesión de créditos han sido menos restrictivas que en otras economías industrializadas. Según las primeras estimaciones provisionales de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real se redujo un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del 2008, tras registrar una contracción del 0,9% en el trimestre anterior, lo que supone un crecimiento negativo durante dos trimestres consecutivos por primera vez desde el 2001. La contracción observada en el tercer trimestre tuvo su origen, principalmente, en el descenso sostenido de la inversión privada no residencial, como consecuencia de un nuevo deterioro de la coyuntura económica. El consumo privado creció moderadamente a una tasa intertrimestral del 0,3%, tras reducirse un 0,6% en el trimestre anterior. Debido a un nuevo debilitamiento de la demanda externa, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB, que había sido el principal factor determinante de la expansión de la economía japonesa en los últimos años, fue negativa por primera vez desde el 2004 (-0,2 puntos porcentuales).

En octubre del 2008, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 1,7%, desde el 2,1% registrado en el mes anterior. La moderación de las presiones inflacionistas desde el máximo observado en julio refleja el menor coste de las materias primas, así como un debilitamiento de la actividad económica. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación interanual medida por el IPC se mantuvo estable en el 0,2% en octubre. Tras reducir el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía el 31 de octubre, el Banco de Japón decidió, en sus reuniones posteriores, mantenerlo sin variación en el 0,3%.

De cara al futuro, se espera que la actividad económica continúe siendo moderada en el cuarto trimestre del 2008 y a principios del 2009 y que el consumo privado siga siendo débil en la medida en que empeoren las condiciones de contratación. Asimismo se prevé una nueva contracción de las exportaciones debido a la atonía de la demanda externa.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB real ha experimentado una caída en los últimos trimestres, mientras que la inflación ha seguido siendo relativamente alta. En el tercer trimestre del 2008, el PIB real



registró una contracción (del 0,5%) por primera vez en 16 años. La caída de la actividad económica fue generalizada, aunque estuvo determinada, principalmente, por la moderación en curso del crecimiento del consumo privado, habiéndose observado un estancamiento de las ventas del comercio al por menor en comparación con el trimestre anterior. La evolución reciente de los indicadores de confianza, que, en general, han mostrado una tendencia descendente y se han mantenido muy por debajo de las medias de largo plazo, apunta a un nuevo descenso del producto en los próximos trimestres. La corrección observada en el mercado de la vivienda ha continuado en los últimos meses. Los precios de la vivienda (medidos por el índice *Nationwide*) cayeron en torno al 13,9% en tasa interanual en noviembre. Los analistas de los mercados prevén que continúe la caída de los precios de la vivienda, que no se estabilizarán antes del año 2010. Tras aumentar durante varios meses, la inflación medida por el IAPC se moderó hasta el 4,5% en octubre del 2008, como consecuencia de un descenso generalizado de todos sus componentes.

Desde el comienzo de octubre del 2008, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha decidido recortar su principal tipo de interés oficial en tres ocasiones. El 8 de octubre lo redujo en 50 puntos básicos, hasta el 4,5% en coordinación con otros bancos centrales. A esta reducción, siguió otra, de 150 puntos básicos hasta el 3%, el 6 de noviembre de 2008. La decisión se tomó en el contexto de un notable cambio a la baja en las perspectivas de inflación del Reino Unido y de un deterioro muy acusado de las perspectivas de la actividad económica, a escala tanto nacional como mundial. Finalmente, el 4 de diciembre, ante el nuevo empeoramiento de la situación económica, el Comité volvió a bajar el tipo de interés en otros 100 puntos básicos.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro las señales de debilitamiento de la actividad económica han venido acompañadas de un descenso de la inflación.

En Suecia, el crecimiento económico intertrimestral ha seguido desacelerándose en los últimos trimestres, situándose en -0,1% en el tercer trimestre del 2008. En Dinamarca, el crecimiento intertrimestral del PIB real repuntó hasta el 0,4% en el segundo trimestre, tras registrar una tasa negativa de -0,6% en el trimestre anterior. Los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio al por menor han seguido bajando en ambos países, de lo que se deduce que la actividad económica podría debilitarse aún más en los próximos trimestres. La inflación medida por los precios de consumo aumentó tanto en Dinamarca como en Suecia hasta septiembre, pero se moderó ligeramente en octubre, hasta el 3,8% y el 3,4%, respectivamente. En ambos países se prevé un nuevo descenso de la inflación, en consonancia con el debilitamiento de la actividad económica y la caída de los precios de las materias primas. Tras elevar su principal tipo de interés oficial en dos etapas por un total de 90 puntos básicos hasta el 5,5% en octubre, el 6 de noviembre y el 5 de diciembre, el Danmarks Nationalbank lo redujo en un total de 125 puntos básicos hasta el 4,25%. Por su parte, el Sveriges Riksbank recortó su principal tipo de interés oficial en octubre y diciembre, en tres etapas, por un total de 275 puntos básicos hasta el 2%.

En los países más grandes de Europa central y oriental pertenecientes a la UE, el crecimiento se mantuvo en general estable en el primer semestre del 2008, pero en el segundo, se han comenzado a vislumbrar señales de debilitamiento de la actividad económica en algunos de ellos. Los datos trimestrales más recientes sobre el crecimiento intertrimestral del PIB en Hungría indican que la recuperación de la actividad económica en el primer semestre del año se ha revertido y que la economía incluso ha registrado una contracción del 0,1% en el tercer trimestre. La fuerte caída de los indicadores de confianza industrial y de los consumidores sugiere que la actividad económica también registró una desaceleración en la República Checa en el tercer trimestre. Sin embargo, en otros países, la actividad ha seguido siendo

vigorosa en ese período, con un crecimiento del PIB real del 1,2%, en tasa intertrimestral, en Polonia y del 9,1%, en tasa interanual, en Rumanía. En los cuatro países, las perspectivas económicas han empeorado notablemente en los últimos meses como resultado del aumento de la aversión al riesgo hacia la región, del endurecimiento de las condiciones de financiación y del debilitamiento del comercio internacional. Las tasas de inflación medidas por el IAPC se han moderado en los cuatro países en los últimos meses, principalmente porque ya se están disipando los efectos de las anteriores subidas de los precios de los alimentos y la energía. De cara al futuro, se espera que la inflación se reduzca de forma acusada en Hungría, la República Checa y, en menor medida, en Rumanía. En Polonia, la inflación también debería descender, aunque a un ritmo más lento. El 22 de octubre, el Magyar Nemzeti Bank elevó su principal tipo de interés oficial en 300 puntos básicos, hasta el 11,5%, tras considerar la evolución más reciente de los mercados financieros. El 24 de noviembre, sin embargo, lo redujo en 50 puntos básicos, hasta el 11% al estabilizarse, en cierta medida, la situación de dichos mercados. El 6 de noviembre, el Česká národní banka rebajó su principal tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 2,75%, y, el 26 de noviembre, el Narodowy Bank Polski decidió recortar su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 5,75%.

En los países más pequeños de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento ha registrado un comportamiento heterogéneo en los últimos trimestres. Mientras que en Eslovaquia y Bulgaria, la actividad ha continuado siendo vigorosa, las economías bálticas están experimentando actualmente una pronunciada desaceleración. El crecimiento del PIB prácticamente se estancó en Letonia y se tornó negativo en Estonia en el primer semestre del 2008. Los indicadores disponibles apuntan también a un debilitamiento de la actividad económica en Eslovaquia, mientras que, en Bulgaria, ésta podría seguir siendo robusta a corto plazo. La inflación interanual medida por el IAPC ha descendido en los cinco países. No obstante, se mantiene en niveles elevados en los Estados bálticos y en Bulgaria, en donde ha oscilado entre el 10,1% y el 13,7% en octubre; en Eslovaquia, se situó en el 4,2%. En noviembre, el Národná banka Slovenska redujo su principal tipo de interés oficial en un total de 100 puntos básicos, hasta el 3,25%.

En Rusia, el crecimiento del PIB se moderó en el segundo trimestre del 2008, hasta un 7,5% en tasa interanual, desde el 8,5% registrado en el primer trimestre. Los indicadores adelantados sugieren que esta gradual desaceleración continuó en el tercer trimestre. Se prevé que el descenso de los precios del petróleo, las tensiones en el sector bancario, los efectos negativos sobre la riqueza derivados de la caída de las cotizaciones bursátiles y las salidas de capital se traducirán en un nuevo y considerable deterioro de la actividad económica.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

La actividad económica registró una acusada desaceleración en las economías emergentes de Asia en el tercer trimestre del 2008, especialmente en las pequeñas economías abiertas de la región. Aunque la desaceleración económica mundial se ha ampliado e intensificado en los últimos meses, el crecimiento de las exportaciones sólo ha registrado un moderado descenso en el conjunto de la región. La desaceleración general de la actividad económica ha estado determinada, principalmente, por un debilitamiento de la demanda interna, atribuible en parte al deterioro de la confianza de los consumidores y las empresas. La inflación medida por los precios de consumo se redujo en casi todos los países en octubre, pero se mantuvo en niveles elevados. En un contexto de endurecimiento de las condiciones financieras y de empeoramiento de las perspectivas de la economía mundial, las autoridades monetarias de varios países han reducido los tipos de interés oficiales desde mediados de octubre.

En China, el crecimiento del PIB se redujo hasta el 9%, en tasa interanual, en el tercer trimestre del 2008 (frente al 10,6% y el 10,1% registrados, respectivamente, en el primer y segundo trimestres). La

actividad económica se ha desacelerado como consecuencia de la atonía de la demanda exterior, del efecto retardado de las políticas macroeconómicas restrictivas aplicadas durante el primer semestre del año y de una ralentización de la actividad en el sector de la construcción asociada a debilidad del mercado inmobiliario. En términos nominales, el crecimiento de las exportaciones se redujo hasta el 19,1% en octubre desde el 21,5% registrado en el mes anterior. En el tercer trimestre, el superávit de la balanza comercial aumentó gradualmente, ascendiendo, en octubre, a 35 mm de dólares estadounidenses, la cifra mensual más alta registrada hasta ahora. La inflación medida por los precios de consumo se ha ido reduciendo paulatinamente en los tres últimos meses, hasta situarse en el 4% en octubre, como consecuencia, principalmente, de la progresiva desaparición de las perturbaciones que han afectado a los precios internos de la carne y del descenso de los precios de las materias primas. Para hacer frente a los crecientes desafíos que plantea el debilitamiento de la demanda exterior y de la demanda interna, las autoridades chinas anunciaron el 9 de noviembre un conjunto de medidas de estímulo fiscal para los años 2009-2010 por importe de 4 billones de RMB. Esta decisión complementa varias otras medidas encaminadas a fomentar el crecimiento del crédito y estimular la economía. El Banco Central de la República Popular China decidió, el 26 de noviembre, recortar los tipos de interés de referencia de los depósitos y los préstamos en RMB en 108 puntos básicos, y reducir el coeficiente de reservas mínimas obligatorias en 100 puntos básicos para los grandes bancos y en 200 puntos básicos para los pequeños.

En Corea, el crecimiento del PIB real se redujo hasta el 3,9%, en tasa interanual, en el tercer trimestre del 2008, desde el 4,8% registrado en el trimestre anterior, principalmente como consecuencia de la desaceleración del consumo privado y la construcción. La inflación interanual se moderó hasta el 4,8% en octubre, frente al 5,9% de julio. En India, la actividad económica también se ha ralentizado, con un crecimiento del PIB del 7,9% en el segundo trimestre, frente al 8,8% del primero. La inflación medida por los precios al por mayor, el principal indicador de inflación que utiliza el Banco de la Reserva de India, se redujo desde el máximo del 12,5% alcanzado en julio hasta el 10,7% en octubre.

De cara al futuro, la propagación de la desaceleración económica mundial, las restrictivas condiciones de financiación, la debilidad del mercado inmobiliario y el efecto retardado de las políticas restrictivas adoptadas con anterioridad darán lugar, probablemente, a una nueva moderación del crecimiento en las economías emergentes de Asia. No obstante, las políticas expansivas aplicadas en algunos países podrían ayudar a amortiguar el descenso de la demanda.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica ha venido dando señales de desaceleración en algunos países, mientras que en otros ha seguido siendo relativamente vigorosa en los últimos meses. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas aún se mantienen en niveles elevados. En México, concretamente, el PIB real creció a una tasa interanual del 1,6% en el tercer trimestre del 2008, frente al 2,1% registrado en el trimestre anterior, y la producción industrial ha experimentado una contracción en el último trimestre (en tasa interanual). La inflación interanual se elevó desde el 4,9% en el segundo trimestre hasta el 5,5% en el tercero. En Brasil, la producción industrial creció a una tasa interanual del 6,8% en el tercer trimestre del 2008, frente al 6,3% registrado en el segundo. La inflación interanual medida por el IPC se situó en el 6,3% en el tercer trimestre, lo que representa un aumento respecto al 5,6% del trimestre anterior. En Argentina, la tasa de crecimiento de la producción industrial se elevó desde el 5,6% en el segundo trimestre hasta el 6,2% en el tercero. La inflación medida por el IPC ha seguido siendo alta, situándose en el 8,9% en el tercer trimestre, un nivel tan sólo ligeramente inferior al del trimestre anterior. Venezuela, registra actualmente una tasa de inflación sumamente elevada de alrededor del 35%.

Los tipos de interés oficiales se han mantenido bastante estables en toda la región. Sólo los bancos centrales de Brasil y Chile elevaron sus tipos en el tercer trimestre en 150 puntos básicos, hasta el 13,75% y el 8,25%, respectivamente. En respuesta al aumento de las tensiones financieras a partir de mediados de septiembre, varios bancos centrales de la región han adoptado una batería de medidas para mejorar la situación de liquidez, tanto en moneda nacional como en dólares, en los respectivos países.

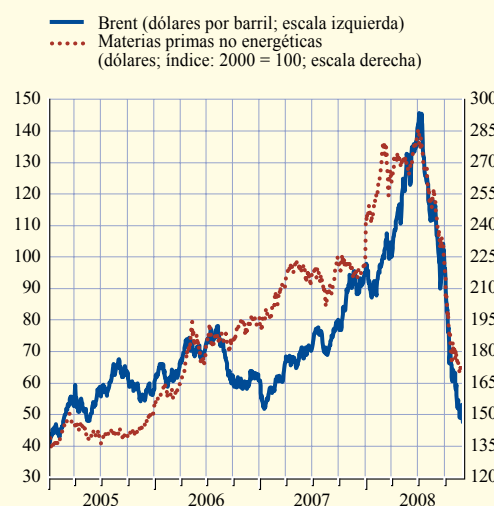
De cara al futuro, en el 2009 se prevé una moderación del crecimiento del producto en la región, debido al descenso de la demanda exterior. No obstante, las medidas antes mencionadas deberían potenciar la demanda interna.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas han registrado un acusado descenso en los últimos tres meses. La caída de los precios del petróleo guarda relación, sobre todo, con las recientes turbulencias financieras y con el deterioro de las perspectivas de la economía mundial, que también han dado lugar al desapalancamiento y la liquidación de posiciones en futuros sobre materias primas. El 3 de diciembre de 2008, el barril de Brent se situaba en 47,2 dólares estadounidenses, lo que representa un descenso sustancial en comparación con el máximo que registraron los precios del crudo en julio (147 dólares el barril) y una caída del 50% con respecto al nivel de principios de año (en euros, el descenso es de alrededor del 42%). Al parecer, el principal factor determinante del descenso de los precios del petróleo ha sido el notable deterioro de las perspectivas de crecimiento de la demanda de crudo en los países de la OCDE, que no se ha compensado plenamente con la demanda, todavía bastante vigorosa, de las economías emergentes. Como resultado, se han incrementado los excedentes de capacidad en los países de la OPEP, a pesar del recorte de las cifras de producción previstas para octubre y del hecho de que la producción en los países no pertenecientes a la OPEP siga siendo más baja de lo esperado.

Los precios de las materias primas no energéticas también han bajado. Los precios de los metales se han visto especialmente afectados por la inquietud suscitada por el impacto de la desaceleración de la economía mundial sobre la demanda y por algunos indicios de contracción de la demanda de las economías emergentes. El descenso de los precios de los alimentos ha sido menos pronunciado. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas y el índice de precios de los alimentos y las bebidas tropicales (denominados ambos en dólares estadounidenses) se situaban, a finales de noviembre, casi un 20% por debajo del nivel observado un año antes. En el recuadro 1 se analiza con más detalle la evolución de los índices de precios de las materias primas no energéticas.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Recuadro I

NUEVOS ÍNDICES DE PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS PARA LA ZONA DEL EURO ELABORADOS POR EL BCE

En los últimos años, los precios mundiales de las materias primas se han caracterizado por sus notables fluctuaciones, que han repercutido significativamente sobre la inflación medida por los precios de consumo, tanto en la zona del euro como a escala mundial. En este contexto, se presentan a continuación dos índices de precios de las materias primas no energéticas elaborados por el BCE —uno ponderado por las importaciones y otro ponderado por el «destino (demanda de la zona del euro)»— y se analiza su evolución reciente.

Entre enero del 2003 y el máximo alcanzado en marzo del 2008, el índice de precios de las materias primas no energéticas ponderado por las importaciones y basado en dólares estadounidenses que elabora el BCE para la zona del euro registró una escalada del 167% (véase gráfico A). El aumento

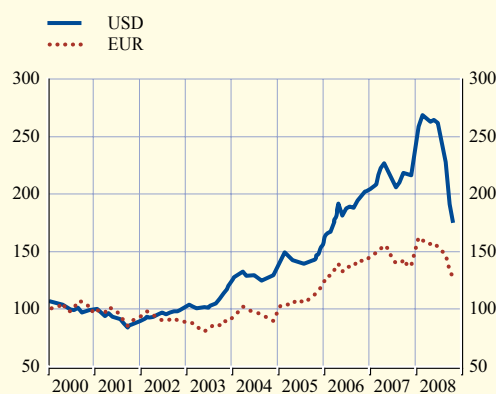
de los precios de las materias primas fue relativamente generalizado. Los precios de los metales registraron un incremento incluso más pronunciado (de más del 250%), mientras que tanto los precios de los alimentos como los de los productos agrícolas no alimenticios prácticamente se duplicaron durante el mismo período. En un contexto de empeoramiento de las perspectivas de la economía mundial, los precios de las materias primas no energéticas experimentaron un descenso posteriormente y, en noviembre del 2008, se situaban en torno a un 35% por debajo de los niveles observados en marzo. Medidas en euros, las fluctuaciones del índice fueron algo menos pronunciadas, cifrándose en alrededor de +83% durante el período de expansión de los precios y en -21% durante la fase de contracción hasta noviembre.

Estos índices de precios de las materias primas, tipo Laspeyres (véase gráfico A), se ponderan conforme a la participación de cada materia prima en las importaciones de la zona del euro provenientes de fuera de la misma, es decir, sin tener en cuenta el comercio intra zona. Estos índices ponderados por las importaciones se concibieron, principalmente, para evaluar la evolución de los precios de las materias primas importadas. Además, facilitan las predicciones del comercio exterior (volúmenes y precios). Las estructuras de ponderación se han obtenido a partir de las importaciones nominales de la zona del euro de 34 productos básicos (18 rúbricas de alimentos y 16 de productos no alimenticios, incluyendo éstos últimos materias primas agrícolas y metales) utilizando las estadísticas de comercio exterior de Eurostat (base de datos COMEXT). Las ponderaciones fijas corresponden, actualmente, a la media del período 2004-2006 y se actualizan cada cinco años. Los precios de los 34 productos considerados son los precios del mercado mundial en dólares estadounidenses y se convierten a euros aplicando el tipo de cambio medio mensual euro/dólar.

Un sistema de ponderaciones basado en las importaciones es, conceptualmente, subóptimo para evaluar el impacto de la evolución de los precios mundiales de las materias primas sobre la actividad

Gráfico A Zona del euro: índices de precios de las materias primas no energéticas, ponderados por las importaciones

(índices: 2000 = 100; datos mensuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Ponderaciones correspondientes a los índices de precios de las materias primas no energéticas del BCE

(porcentajes, basadas en los datos del período 2004-2006)

	Índice ponderado por las importaciones	Índice ponderado por el destino (demanda de la zona del euro)
Total materias primas no energéticas	100,0	100,0
Alimentos	35,2	44,3
Maíz	1,6	1,2
Trigo	3,0	7,4
Soja	6,1	3,1
Cacao	3,3	1,7
Café	6,0	3,1
Azúcar	1,8	4,2
Carne de vacuno	0,7	8,5
Carne de cerdo	0,4	5,8
Otros alimentos	12,3	9,2
Materias primas agrícolas	18,4	17,2
Madera y pulpa de madera	12,3	13,7
Otras materias primas agrícolas	6,1	3,5
Metales	46,4	38,5
Aluminio	16,6	16,8
Cobre	5,8	4,4
Níquel	4,6	2,7
Zinc	3,3	4,1
Hierro y virutas de acero	11,8	7,8
Otros metales	4,3	2,8

Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: En «otros alimentos» se incluyen la cebada, el arroz, las semillas de girasol, el aceite de coco, el aceite de palma, el aceite de girasol, el té, el tabaco, los plátanos y las naranjas. La partida «otros metales» incluye el estaño, la plata, el platino y el plomo. La partida «otras materias primas agrícolas» incluye el algodón, los curtidos, el caucho y la lana.

económica y los precios de consumo de la zona del euro. Por ejemplo, en el índice ponderado por las importaciones, la ponderación del trigo equivale tan sólo a la mitad de la correspondiente al café (véase cuadro), a pesar de que el trigo desempeña un papel mucho más importante que el café en el proceso de producción interna y en el consumo final. Esta discrepancia se explica, principalmente, por la notable producción de algunas materias primas en la zona del euro, como el trigo mientras que otras como el café y el cacao son exclusivamente productos importados. Al mismo tiempo, la evolución de los precios mundiales de las materias primas podría afectar a los precios de las que se producen en cada país.

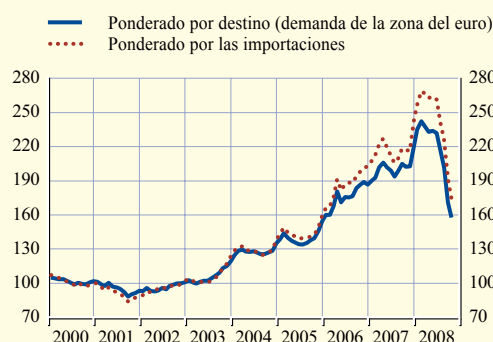
En este contexto, se ha elaborado también un índice de precios de las materias primas ponderado por «destino (demanda de la zona del euro)». Dicho índice aplica un sistema de ponderaciones basado en el valor de la demanda de la zona del euro («destino») para cada una de las materias primas incluidas en el índice. Concretamente, se tienen en cuenta las importaciones, las exportaciones y la producción propia de cada materia prima¹. Como se indica en el cuadro, la estructura de ponderaciones del índice de precios de las materias primas no energéticas ponderado por el destino difiere sensiblemente del índice ponderado por las importaciones. La ponderación de los alimentos en el índice ponderado por el destino es de 44,3%, frente a un 35,2% en el índice ponderado por las importaciones. Por el contrario, los metales tienen una ponderación notablemente más baja en el índice ponderado por

¹ Fuentes de los datos: estadísticas agrícolas de Eurostat, estadísticas de comercio exterior (COMEXT) y estadísticas por productos del sector manufacturero (PRODCOM), y estadísticas elaboradas por la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAOSTAT). Para simplificar, y también debido a la falta de fuentes de datos apropiadas y completas, se supone que las existencias no varían.

destino. Dentro de la rúbrica alimentos, las discrepancias son especialmente pronunciadas. A las materias primas alimenticias con una producción nacional significativa se les asigna una ponderación más alta en el índice ponderado por destino, mientras que a otros productos, como el café o la soja, cuya producción en la zona del euro es muy limitada, se les asigna una ponderación más baja. En este índice, la ponderación asignada al trigo es más del doble que la correspondiente al café o a la soja². Este sistema de ponderaciones está más en consonancia con los patrones de consumo de materias primas en la zona del euro y proporciona información respecto a las presiones que los movimientos de los precios mundiales de las materias primas ejercen sobre los precios de consumo (suponiendo que los precios de las materias primas producidas a nivel nacional evolucionen de forma paralela a los del mercado mundial).

Gráfico B Zona del euro: índices de precios de las materias primas no energéticas

(índices denominados en USD; 2000 = 100; datos mensuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Comparando la evolución de los dos índices de precios de las materias primas no energéticas en la zona del euro, se observa que, en los últimos años, se ha producido un aumento algo menos pronunciado en el índice ponderado por destino (véase gráfico B). Entre enero del 2003 y el máximo alcanzado en marzo del 2008, dicho índice aumentó un 143%, frente a un 167% en el caso del índice ponderado por las importaciones. Esta evolución refleja, principalmente, el incremento especialmente acusado de los precios de los metales durante dicho período, a los que se asigna una ponderación más baja en el índice ponderado por destino. Tras el reciente descenso de los precios de las materias primas, en noviembre del 2008 el índice ponderado por destino se situaba casi un 58% por encima del nivel observado en enero del 2003, mientras que el índice ponderado por las importaciones alcanzaba un nivel de alrededor del 73% por encima del observado en enero del 2003.

Al considerar la transmisión de las perturbaciones de los precios mundiales de las materias primas a la actividad económica y la inflación nacionales, también es conveniente tener en cuenta otros factores, como los límites inferiores a los precios fijados por la Política Agrícola Común (PAC) de la UE y los regímenes fiscales específicos de cada país. En particular, la PAC puede dar lugar a una disociación de los precios de las materias primas en la zona del euro respecto a los precios mundiales. De cara al futuro, está previsto estudiar la posibilidad de elaborar un índice en el que se tomen en consideración esos factores y de mejorar aún más el índice ponderado por destino (demanda de la zona del euro).

El índice de precios de las materias primas no energéticas ponderado por las importaciones y el ponderado por destino se presentan por vez primera en el cuadro 5.1 de la sección de estadísticas del

2 Además, para evitar la doble contabilización de los cereales en la zona del euro, se ha reducido la ponderación inicial asignada a estos productos en el índice ponderado por destino (demanda de la zona del euro), ya que los cereales se utilizan, en parte, como alimento para el ganado (que, a su vez, se utiliza en la producción de carne). Una corrección similar por razones de doble contabilización se ha aplicado a las semillas de girasol, que se emplean, casi en su totalidad, en la producción de aceite de girasol.

Boletín Mensual. El primero sustituye al índice de precios de las materias primas no energéticas elaborado por el HWWI. Los nuevos índices estarán disponibles con periodicidad mensual y se actualizarán el tercer día hábil de cada mes en el Statistical Data Warehouse del BCE. Las series temporales comienzan en enero de 1996 y se presentan en forma de índices calculados sobre la base de los precios de las materias primas expresados en euros y en dólares estadounidenses.

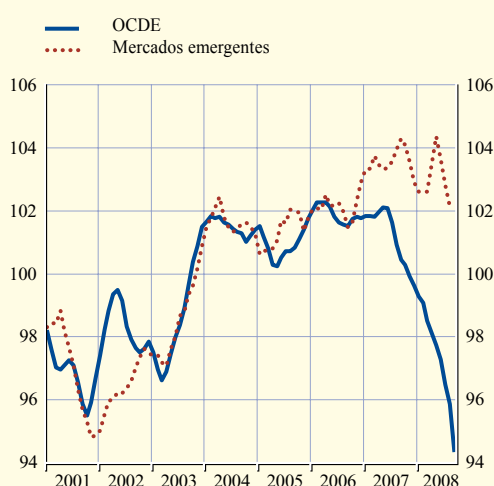
1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

La desaceleración económica mundial entraña un deterioro cada vez mayor de las perspectivas del comercio internacional y de la demanda exterior de la zona del euro. Los indicadores más recientes sobre el comercio internacional apuntan a un notable descenso de la demanda de importaciones, especialmente en las economías industrializadas. Por ejemplo, el *Baltic Dry Index*, que mide las tasas de embarque mundiales de productos al por mayor y constituye un indicador adelantado del crecimiento del comercio mundial, ha caído más del 90% en los últimos meses, aunque partiendo de niveles muy elevados. Por lo que respecta a las perspectivas de la actividad económica, el indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a septiembre del 2008 confirma un deterioro relativamente acusado en todas las grandes economías industrializadas y un debilitamiento en las principales economías no pertenecientes a la OCDE, como China, India y Rusia (véase gráfico 4). Estas proyecciones son coherentes con la evidencia presentada en la encuesta sobre clima económico mundial del Ifo, correspondiente a noviembre, que registra un nuevo deterioro generalizado en el cuarto trimestre del 2008. El índice ha descendido al nivel más bajo observado en más de 20 años.

La incertidumbre que rodea a las perspectivas de la economía mundial es excepcionalmente elevada. Ha aumentado la volatilidad de los mercados financieros, lo que significa que la evaluación de dichas perspectivas está sujeta actualmente a un grado de incertidumbre muy alto. En conjunto, los riesgos para el crecimiento se inclinan a la baja y se derivan, principalmente, de la posibilidad de que las turbulencias que afectan a los mercados financieros tengan un impacto más significativo sobre la economía real. La profundidad y la duración de la desaceleración económica mundial dependerán, esencialmente, de la celeridad con que pueda resolverse la crisis financiera. Otros riesgos están relacionados con la preocupación por las presiones proteccionistas y con la posibilidad de que se produzca una evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 4 Indicador sintético adelantado de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios más recientes confirman que la tasa subyacente de expansión del agregado monetario amplio observada en la zona del euro en los últimos trimestres es sostenida, aunque se está moderando. Por consiguiente, la evolución monetaria respalda la valoración de que las presiones inflacionistas siguen disminuyendo, si bien permanecen algunos riesgos al alza a medio y largo plazo. Al mismo tiempo, determinadas partidas del balance de las IFM se han visto considerablemente afectadas por la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros, con desplazamientos significativos entre componentes del agregado monetario amplio, aunque el impacto sobre el crecimiento de M3 todavía es escaso. Hasta ahora no hay indicaciones de que la acentuación de las citadas turbulencias haya provocado restricciones importantes en la disponibilidad de préstamos al sector privado no financiero en su conjunto, aunque determinados segmentos podrían haber resultado más adversamente afectados. Las IFM han vendido valores para impedir que el deterioro de las condiciones aplicadas a la financiación bancaria observado desde mediados de septiembre afecte a la disponibilidad de préstamos. De cara al futuro, la intensificación de las turbulencias financieras patente desde mediados de septiembre apunta a un posible punto de inflexión en la evolución monetaria.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 volvió a descender, hasta el 9%, en el tercer trimestre del 2008, desde el 10,1% del segundo trimestre (véase gráfico 5). Esto confirma la moderación observada en los últimos trimestres en las tasas de crecimiento interanual de este agregado y de los agregados crediticios, que a su vez refleja el impacto de unas condiciones de financiación más restrictivas y de la ralentización del crecimiento económico.

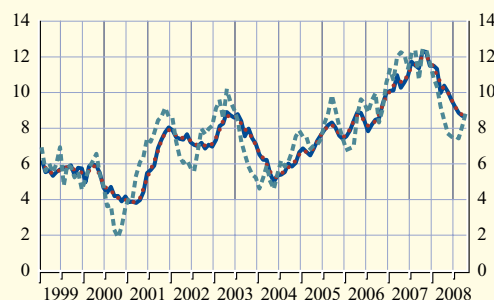
Aunque el crecimiento interanual de M3 está moderándose, se mantuvo sólido en el tercer trimestre del 2008. En parte, esta evolución continuó reflejando el aplanamiento de la curva de rendimientos, que propició desplazamientos desde activos a más largo plazo hacia instrumentos monetarios que ofrecen una remuneración similar pero mayor liquidez y menos riesgo. Estos desplazamientos causaron un impacto al alza sobre el crecimiento de M3. Sin embargo, incluso teniendo en cuenta estos efectos, el crecimiento subyacente del agregado monetario amplio se mantuvo vigoroso durante todo el trimestre.

No obstante, la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros observada desde mediados de septiembre señala un posible punto de inflexión en la evolución monetaria. Aunque puede que esto no sea evidente si se considera la tasa de crecimiento interanual de M3, que en octubre no experimentó variaciones y fue del 8,7%, determinadas partidas del balance de las IFM han resultado notablemente afectadas. Además, se han producido desplazamientos entre los componentes del agregado monetario amplio. En particular, en

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 de seis meses anualizada)



Fuente: BCE.

octubre, M3 se vio respaldado por una fuerte demanda de efectivo que se debe, en parte, a la demanda de billetes en euros por parte de no residentes.

La intensificación de las tensiones financieras observada desde mediados de septiembre podría causar un impacto considerable sobre la evolución monetaria. Aunque los datos de octubre no proporcionan ninguna indicación directa de que se hayan producido cambios sustanciales en la evolución de M3 o de los préstamos al sector privado no financiero, el hecho de que los efectos en otras partidas del balance de las IFM hayan sido más intensos y de que se hayan producido desplazamientos entre los componentes del agregado monetario amplio apuntan a la posibilidad de un efecto más acusado sobre la evolución monetaria en el futuro.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La persistente moderación observada en el crecimiento interanual de M3 en el tercer trimestre del 2008 estuvo impulsada por la disminución de las contribuciones de M1 y de los instrumentos negociables (M3-M2), mientras que la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1) prácticamente no experimentó variaciones (véase cuadro 1). No obstante, datos muy recientes parecen indicar un cambio en este patrón, ya que el crecimiento de M1 se fortaleció en septiembre y octubre, si bien las tasas de crecimiento de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista y de los instrumentos negociables se redujeron como consecuencia de la intensificación de las turbulencias financieras.

En el tercer trimestre del 2008, la tasa de crecimiento interanual de M1 se redujo de nuevo, hasta el 0,6%, desde el 2,3% del segundo trimestre. La desaceleración observada en M1 en el tercer trimestre fue reflejo, en gran parte, de la evolución de los depósitos a la vista, cuya tasa de crecimiento interanual pasó a ser ligeramente negativa, del -0,7%, frente al 1,2% del segundo trimestre. La tendencia decreciente de la tasa de crecimiento de los depósitos a la vista de los últimos trimestres ha reflejado principalmente las subidas de los tipos de interés a corto plazo desde diciembre del 2005, que han incrementado continuamente los costes de oportunidad de mantener estos instrumentos.

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					
		2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 Sep	2008 Oct
M1	42,7	5,9	3,8	2,3	0,6	1,2	3,7
Efectivo en circulación	7,5	8,0	7,8	7,8	7,5	8,2	13,0
Depósitos a la vista	35,2	5,5	3,0	1,2	-0,7	-0,1	1,9
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	42,8	16,8	18,4	19,3	18,9	17,7	15,5
Depósitos a plazo hasta dos años	26,5	40,6	41,4	40,4	37,6	34,4	29,2
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	16,3	-3,9	-3,3	-2,3	-2,0	-2,0	-1,4
M2	85,5	10,7	10,3	10,0	9,1	8,9	9,3
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,5	19,6	16,3	10,3	8,9	7,3	5,3
M3	100,0	12,0	11,2	10,1	9,0	8,7	8,7
Crédito a residentes en la zona del euro		9,2	10,0	9,6	9,1	8,5	7,3
Crédito a las Administraciones Públicas		-4,1	-2,5	-1,2	0,6	0,8	0,7
Préstamos a las Administraciones Públicas		-1,8	-0,9	0,8	2,1	2,9	3,4
Crédito al sector privado		12,2	12,7	11,9	10,8	10,1	8,6
Préstamos al sector privado		11,1	11,1	10,5	9,1	8,5	7,8
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		8,5	6,8	4,5	3,3	2,7	0,5

Fuente: BCE.

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

En octubre del 2008, la tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó de manera acusada por segundo mes consecutivo, hasta el 3,7%, desde el 1,2% de septiembre y el 0,2% de agosto. Estos incrementos estuvieron impulsados por aumentos de los flujos mensuales del efectivo en circulación y de los depósitos a la vista, consecuencia, en cierta medida, de la mayor demanda de billetes en países colindantes con la zona del euro.

Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista continuaron siendo los que más contribuyeron al crecimiento interanual de M3 en el tercer trimestre del 2008. No obstante, la tasa de crecimiento interanual de estos depósitos se redujo ligeramente y se situó en el 18,9% en el citado trimestre, desde el 19,3% del trimestre anterior (véase gráfico 6). Esta evolución también quedó reflejada en los datos de octubre, mes en que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista descendió de nuevo, hasta el 15,5%, desde el 17,7% de septiembre.

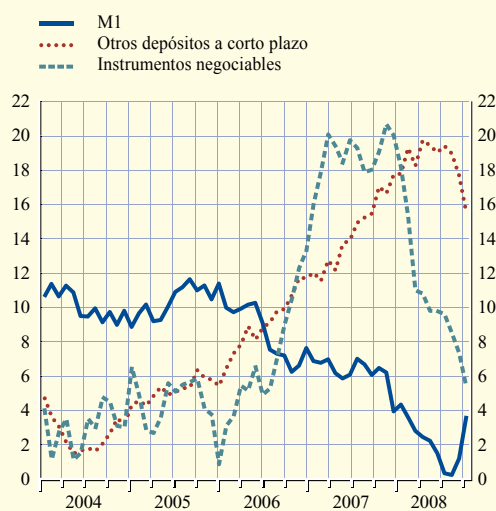
Esta evolución es consecuencia, en gran parte, de la moderación del crecimiento de la demanda de depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a corto plazo). No obstante, estos depósitos continuaron creciendo a una tasa de crecimiento interanual muy elevada, del 29,2% en octubre, tras registrar una tasa del 37,6% en el tercer trimestre y del 40,4% en el segundo. Las tenencias de depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, depósitos de ahorro a corto plazo) disminuyeron un 1,4%, en términos interanuales, en octubre.

En los últimos meses, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos y la estructura de los tipos de interés de los depósitos bancarios han hecho que los depósitos a corto plazo resulten especialmente atractivos si se comparan con otros instrumentos de M3 y con activos a más largo plazo. En particular, la remuneración de estos depósitos —a diferencia de la de los depósitos a la vista y de los depósitos de ahorro a corto plazo— ha seguido bastante de cerca la subida de los tipos de interés del mercado monetario, posiblemente porque las entidades de crédito han hecho esfuerzos adicionales por atraer este tipo de depósitos en una época en la que resulta difícil obtener financiación en los mercados mayoristas por la intensificación de las tensiones en los mercados financieros.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 continuó disminuyendo en octubre del 2008 y cayó hasta el 5,3%, desde el 8,9% y el 10,3% del tercero y segundo trimestres, respectivamente. Esta evolución fue resultado de los acusados descensos de la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario (su principal subcomponente) y de los valores distintos de acciones hasta dos años. En cambio, la tasa de crecimiento del tercer subcomponente, las cesiones temporales, aumentó de nuevo, tanto en el tercer trimestre como en octubre, tras permanecer inalterada en el trimestre anterior.

Gráfico 6 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

Tras la intensificación de las turbulencias financieras a mediados de septiembre se observaron considerables salidas de participaciones en fondos del mercado monetario, atribuibles, en gran medida, a no residentes, reflejo de la renovada preocupación de los inversores acerca de la seguridad de algunos fondos. No obstante, los datos de octubre apuntan a que estas salidas están reduciéndose, lo que indica que los temores en relación con el posible incumplimiento de los compromisos de pago por parte de los fondos del mercado monetario tras la quiebra de Lehman Brothers pueden haber disminuido más recientemente.

El detalle por sectores del crecimiento monetario se basa en datos de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales («depósitos de M3»). La tasa de crecimiento interanual de este agregado (el más amplio del que se dispone de información fiable sobre las tenencias por sectores) siguió, en líneas generales, la evolución de M3 en el tercer trimestre del 2008, y descendió de nuevo, hasta el 10,2%, desde el 11% del trimestre precedente. Esta moderación continuó en octubre, mes en que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 cayó hasta el 9,6%, desde el 9,7% de septiembre.

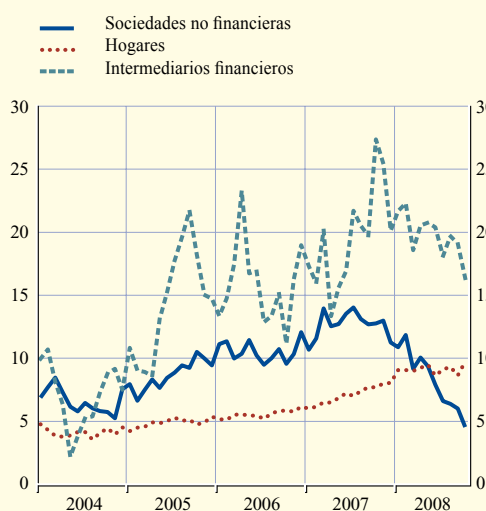
La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 en manos de los hogares, que representan la mayor contribución al crecimiento total de los depósitos de M3, descendió hasta el 9% en el tercer trimestre del 2008, desde el 9,2% del segundo. Sin embargo, en octubre, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de estos depósitos por parte de los hogares aumentó de manera significativa, hasta el 9,7%, desde el 8,6% de septiembre (véase gráfico 7).

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que mantienen las sociedades no financieras también se redujo en el tercer trimestre del 2008, y continuó disminuyendo en octubre. Es probable que la persistente moderación del crecimiento de los beneficios de las sociedades no financieras haya contribuido a este nuevo descenso, aunque también es posible que el deterioro de las condiciones de financiación haya impulsado a las empresas, principalmente a las pequeñas empresas, a utilizar los beneficios no distribuidos y los depósitos para financiar inversiones en capital fijo y en capital circulante.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 mantenidos por los intermediarios financieros no monetarios se redujo en el tercer trimestre del 2008 y en octubre. Pese a esta moderación, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 en manos de OIF sigue siendo considerablemente superior a la observada en otros sectores. Dado el actual entorno de mercado, es probable que esto refleje la mayor necesidad de los fondos de inversión de mantener reservas de liquidez, con el fin de poder atender posibles reembolsos de participaciones. Estos reembolsos han quedado plasmados en los datos de los fondos de inversión correspondientes al segundo trimestre del 2008.

Gráfico 7 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

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



Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

Por lo que respecta a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro continuó disminuyendo en el tercer trimestre del 2008, hasta el 9,1%, desde el 9,6% del segundo trimestre, antes de descender de nuevo, hasta el 7,3%, en octubre (véase cuadro 1). Esta evolución se debió principalmente a la considerable desaceleración del crédito concedido por las citadas instituciones al sector privado, consecuencia, en gran parte, de la venta de valores emitidos por el sector privado de la zona del euro.

El crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM a las Administraciones Públicas aumentó ligeramente en el tercer trimestre y se situó en el 0,6%, desde el -1,2% del segundo trimestre. En octubre, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las citadas instituciones a este sector se mantuvo prácticamente invariable, en el 0,7%. Esto oculta el descenso de las tenencias de valores del sector público por parte de las IFM observado en septiembre y octubre, como ponen de manifiesto los flujos mensuales negativos registrados ambos meses. Es probable que esta evolución esté relacionada con el proceso de desapalancamiento iniciado por las entidades de crédito a la vista de la liquidez de los mercados de deuda pública y la trayectoria favorable de los precios (para más detalles, véase el recuadro 2, titulado «Evolución reciente de los balances de las entidades de crédito de la zona del euro»). Es posible que las ventas de este tipo de activos por parte de los fondos del mercado monetario también hayan desempeñado un papel en el contexto de los reembolsos de participaciones que se están observando.

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado continuó disminuyendo en el tercer trimestre, hasta el 10,8%, desde el 11,9% del segundo trimestre, antes de volver a reducirse en octubre, mes en que se situó en el 8,6%. El descenso de esta tasa en el tercer trimestre oculta una evolución divergente de los distintos subcomponentes. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM cayó desde el 39,7% en el segundo trimestre hasta el 36,5% en el tercero, antes de descender de nuevo y situarse en el 27,9% en octubre. Aunque este persistente y vigoroso crecimiento interanual se está moderando, refleja, en gran medida, las adquisiciones de valores emitidos por OIF por parte de las IFM en trimestres anteriores en relación con operaciones de titulización. En septiembre, las IFM redujeron sus tenencias de valores distintos de acciones del sector privado, como ponen de manifiesto los sustanciales flujos mensuales negativos registrados ese mes. Sin embargo, en octubre, estos flujos volvieron a ser considerablemente positivos, debido, en gran parte, a las adquisiciones de valores emitidos por OIF en el contexto de las actividades de titulización.

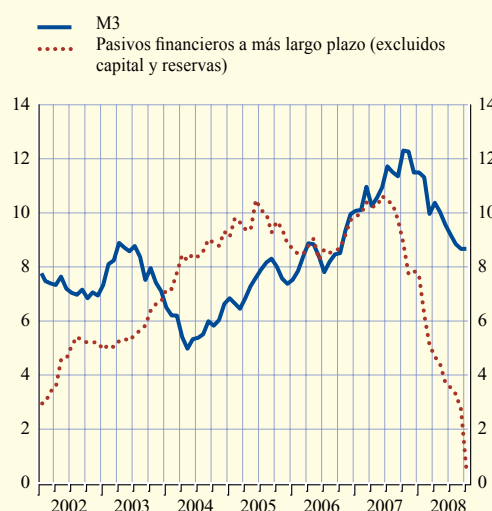
La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de acciones y otras participaciones por parte de las IFM aumentó desde el 3,7% observado en el segundo trimestre hasta el 6% del tercero, antes de disminuir de nuevo y situarse en el -1,4% en octubre. Es probable que el considerable descenso de las tenencias de este tipo de instrumentos por parte del citado sector esté relacionado con la necesidad de reducir los niveles de endeudamiento de las entidades de crédito resultante de las crecientes presiones sobre sus balances derivados de la intensificación de las tensiones en los mercados financieros. Por tanto, la capacidad de las IFM para reducir sus tenencias de valores —tanto de valores distintos de acciones como de acciones y otras participaciones— les ha permitido aislar el crecimiento de los préstamos bancarios al sector privado del impacto directo que la intensificación de las tensiones financieras ha causado sobre las condiciones de financiación de las entidades.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado —el principal componente del crédito otorgado a este sector— continuó disminuyendo y se redujo desde el 10,5% del segundo trimestre del 2008 hasta el 9,1% del tercer trimestre, antes de volver a descender y situarse

en el 7,8% en octubre (véase cuadro 1). Esta moderación fue resultado del menor crecimiento de los préstamos concedidos al sector privado no financiero y a los intermediarios financieros no monetarios. La caída de los préstamos al sector privado no financiero reflejó descensos continuados de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras (que se redujo hasta el 12,8% en el tercer trimestre y hasta el 11,9% en octubre, desde el 14,5% del segundo trimestre) y de préstamos a hogares (que se situó en el 4% en el tercer trimestre y en el 3,3% en octubre, desde el 5% del segundo trimestre). En líneas generales, el patrón observado recientemente en el crecimiento de los préstamos es acorde con regularidades históricas, y refleja el impacto de los aumentos de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos desde finales del 2005, de la ralentización observada en el mercado de la vivienda, del endurecimiento de los criterios de concesión del crédito (atribuible, fundamentalmente, al deterioro de las expectativas en lo que respecta a la actividad económica en general y a las peores perspectivas del mercado de la vivienda) y del ciclo económico en general (para un análisis más detallado de los flujos de financiación y de la posición financiera de las sociedades no financieras y de los hogares, véanse las secciones 2.6 y 2.7).

Gráfico 8 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM

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



Fuente: BCE.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) ha vuelto a disminuir en los últimos trimestres (véase gráfico 8). Este descenso se debe al menor crecimiento de todos los subcomponentes. En particular, la caída de la tasa de crecimiento de los depósitos a largo plazo refleja la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos y la intensificación de las tensiones en los mercados financieros, que están favoreciendo desplazamientos desde depósitos a largo plazo a depósitos a más corto plazo. Los datos de octubre sobre valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM sugieren que las entidades de crédito no han podido obtener financiación de esta fuente. En cambio, la tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas ha aumentado en los últimos meses, como resultado del capital adicional captado mediante colocaciones privadas y de las inyecciones de capital de los Gobiernos para reforzar el balance de las entidades de crédito.

Por último, en octubre, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró un aumento por tercer mes consecutivo (37 mm de euros). Esto se debe al hecho de que los pasivos exteriores han disminuido en mayor medida que los activos exteriores en los últimos meses, ya que ambos lados del balance han registrado una caída. Como consecuencia de estas entradas netas, el descenso interanual en la posición acreedora neta del citado sector se redujo hasta 149 mm de euros en octubre, desde 188 mm de euros en septiembre (véase gráfico 9). Es probable que esta posición, que continúa siendo considerablemente negativa, refleje el reajuste que actualmente se está produciendo en las carteras internacionales en forma de desplazamientos de activos hacia fuera de la zona del euro, debido al deterioro de las perspectivas de

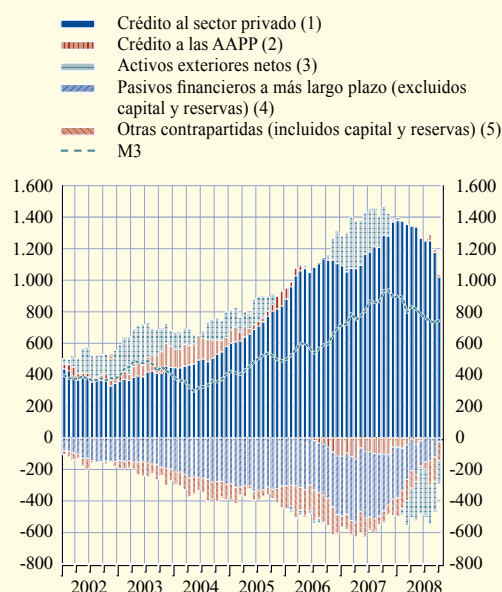
crecimiento económico en la zona del euro y a la repatriación de fondos por parte de no residentes a la vista de las restricciones de liquidez en sus países de origen.

En síntesis, los datos monetarios más recientes (que abarcan el período comprendido hasta el final de octubre del 2008) confirman la actual moderación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero. Esto se debe en gran parte al impacto que las anteriores subidas de los tipos de interés a corto plazo, las condiciones de financiación más restrictivas y la ralentización del crecimiento económico están causando sobre la demanda de préstamos. Los datos de octubre no apuntan a una alteración en los flujos de crédito al sector privado. De hecho, los flujos mensuales de los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares continúan siendo elevados si los datos de los hogares se corrigen de los efectos de la titulización (que fueron positivos en octubre). No obstante lo anterior, las regularidades históricas y la evolución prevista de los determinantes fundamentales, junto con el continuado deterioro observado en la confianza de las empresas y los consumidores en los últimos meses, apuntarían a una nueva moderación de la evolución de los préstamos en los próximos trimestres.

Aunque hasta la fecha no se dispone de evidencia de restricciones en la disponibilidad de crédito al sector privado, no puede descartarse la posibilidad de que, en el futuro, el acceso al crédito se vea obstaculizado en mayor medida. Hasta ahora, las IFM han podido reducir sus tenencias de valores aislando el crecimiento de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares del impacto directo de unas condiciones de financiación más restrictivas resultantes de las crecientes tensiones financieras, aunque la sostenibilidad de este comportamiento no está clara. En líneas más generales, es necesario disponer de más información, datos y análisis para valorar el impacto que el aumento de las turbulencias financieras está causando sobre la oferta de créditos y préstamos bancarios.

Gráfico 9 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

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS BALANCES DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

Desde el inicio de las turbulencias financieras en el verano del 2007, las entidades de crédito de todo el mundo han tenido que hacer frente a presiones crecientes en relación con el tamaño de sus balances. Las entidades de la zona del euro no se han librado de estas presiones, que proceden, en general, de dos fuentes. Por un lado, algunas entidades han sufrido la erosión de su base de capital, como resultado, por ejemplo, de pérdidas de crédito o de movimientos adversos de los precios de los activos. Ello podría obligarlas a reducir el tamaño de sus balances, a fin de reconducir la ratio entre los activos totales y el capital hasta el nivel requerido o deseado¹. Por otro lado, las tensiones en los mercados monetarios y la inquietud de los inversores en otros mercados en los que las entidades de crédito obtienen habitualmente financiación (como los mercados de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief, de titulización y de renta fija sin garantía) han tenido como consecuencia restricciones de financiación que merman la capacidad de expansión de al menos algunas de estas entidades y les hace más difícil mantener el tamaño de sus balances. La manera en que las entidades de crédito reduzcan sus balances podría tener implicaciones para el acceso a la financiación por parte de las empresas y los hogares de la zona del euro. En este contexto, en el presente recuadro se analiza la evolución reciente de las estadísticas de balances de las entidades de crédito, centrándose especialmente en el detalle de los activos por sectores e instrumentos.

Balances de las entidades de crédito de la zona del euro desde una perspectiva agregada

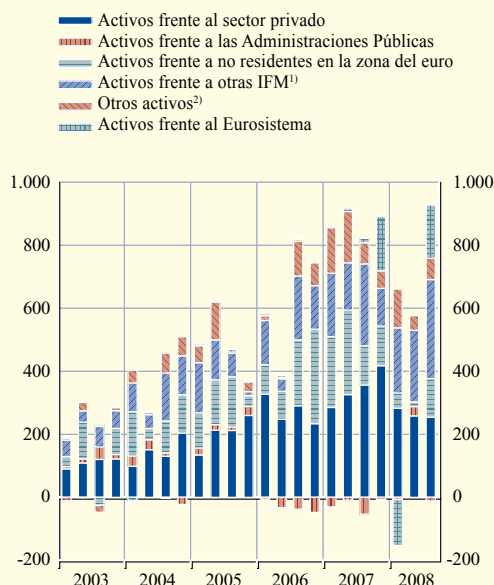
El tema considerado requiere que se examinen las estadísticas de balances de las IFM desde una perspectiva distinta de la que se utiliza normalmente en el análisis monetario. En primer lugar, para valorar la medida en que las presiones sobre el capital y la financiación de las entidades de crédito han incidido en sus balances, es necesario considerar también los activos frente a otras IFM. Sin embargo, dado que estos activos se compensan en el balance consolidado de las IFM, que constituye la base de las estadísticas monetarias, hay que examinar el balance consolidado agregado. En segundo lugar, dado que el objetivo último es determinar el posible impacto de estas presiones sobre el acceso al crédito por parte de las empresas y los hogares, más que en los balances del sector de las IFM en su conjunto, el análisis se basa en los balances de las entidades de crédito, por lo que se excluyen tanto el sector de fondos del mercado monetario como el Eurosistema. Sólo se dispone de este detalle del sector de las IFM con periodicidad trimestral.

Los activos totales de las entidades de crédito de la zona del euro han seguido creciendo a lo largo del período de tensiones en los mercados financieros observado desde el verano del 2007. Los flujos trimestrales registrados han sido elevados, especialmente en el tercer trimestre del 2008 (véase gráfico A). Sin embargo, en ellos se incluyen importantes contribuciones derivadas del aumento de los activos frente al propio sector de las IFM, en particular en el cuarto trimestre del 2007 y el tercer trimestre del 2008. Ello se debe, en gran medida, al incremento de los activos frente a los bancos centrales, reflejo de las operaciones extraordinarias emprendidas por dichas instituciones en el marco del Eurosistema. Tras alcanzar su cota máxima en el cuarto trimestre del 2007, el crecimiento de los activos frente al sector privado de la zona del euro ha disminuido, aunque se mantiene en un nivel relativamente alto.

¹ En principio, para restaurar la relación deseada entre los activos totales y la base de capital, las entidades de crédito pueden utilizar varias estrategias. En términos generales, pueden reducir la cantidad total de activos mantenidos, aumentar la base de capital o combinar ambas soluciones. Para incrementar el capital, pueden inyectar fondos y/o reducir los dividendos.

Gráfico A Activos de las entidades de crédito por sectores

(flujos trimestrales; mm de euros; datos desestacionalizados)



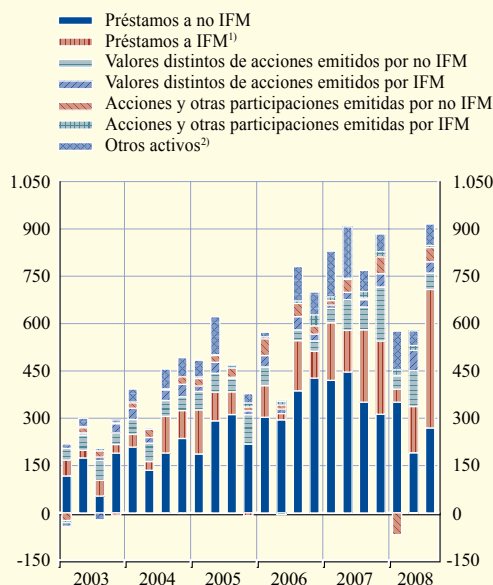
Fuente: BCE.

1) Activos frente a IFM excluido el Eurosistema.

2) «Otros activos» comprende el activo fijo, las participaciones emitidas por fondos del mercado monetario y mantenidas por las entidades de crédito, y la partida «resto de activos».

Gráfico B Activos de las entidades de crédito por instrumentos

(flujos trimestrales; mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

1) Incluye depósitos frente al Eurosistema.

2) «Otros activos» comprende el activo fijo, las participaciones emitidas por fondos del mercado monetario y mantenidas por las entidades de crédito, y la partida «resto de activos».

Después de registrar flujos particularmente abundantes a finales del 2006 y principios del 2007, las entidades de crédito han reducido notablemente sus activos frente a no residentes en la zona del euro, reflejo, al menos en cierta medida, del abandono de las estrategias de inversiones que resultaron no ser rentables tras el inicio de las turbulencias en los mercados financieros, período durante el cual las entidades de crédito parecen haber reducido sus carteras de deuda pública, posiblemente debido a los desplazamientos de fondos de los inversores hacia activos más seguros, que elevaron el valor de los mismos y permitieron a las entidades de crédito venderlos con fuertes ganancias.

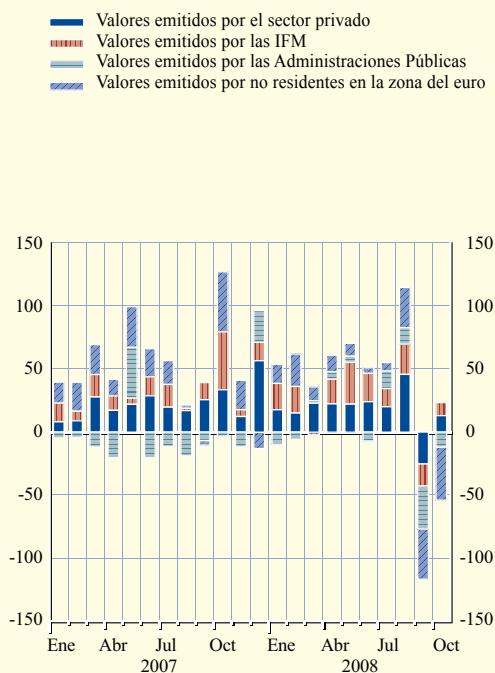
El detalle de los activos de las entidades de crédito por instrumentos muestra que los préstamos siguen siendo los que registran el mayor crecimiento. Las tensiones en los mercados financieros tuvieron inicialmente un impacto positivo sobre los valores distintos de acciones, cuyo flujo trimestral fue particularmente abundante en el cuarto trimestre del 2007, mientras que los observados en el 2008 fueron menos cuantiosos, aunque relativamente importantes (véase gráfico B). Ello refleja, en gran medida, la transformación en valores de partes de las carteras de préstamos de algunas entidades de crédito, que titulizan los préstamos y mantienen los valores resultantes.

Evolución mensual más reciente

Dado que la intensificación de las tensiones en los mercados financieros provocada por el desplome de Lehman Brothers no se produjo hasta mediados de septiembre, casi al final del tercer trimestre del 2008, los efectos de estos recientes acontecimientos sobre los flujos trimestrales aun no se habrán

Gráfico C Tenencias de valores distintos de acciones mantenidas por las IFM

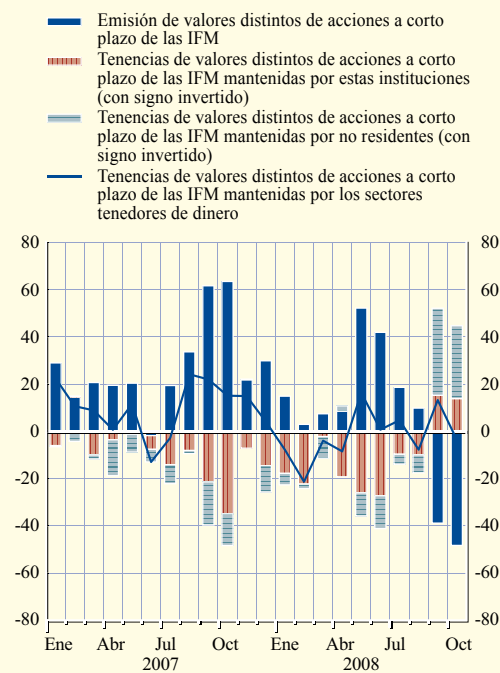
(flujos mensuales; mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico D Emisión y tenencias de valores distintos de acciones a menos de dos años de las IFM

(flujos mensuales; mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Nota: Las tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM mantenidas por no residentes en la zona del euro y por las IFM figuran con signo invertido, ya que se deducen de la emisión neta, a fin de obtener las tenencias de estos instrumentos mantenidas por los sectores tenedores de dinero.

reflejado por completo. Por lo tanto, será útil examinar la evolución mensual reciente de las tenencias de valores distintos de acciones, aunque esto sólo será posible para el conjunto del sector de las IFM (véase gráfico C). Este examen revela que, en septiembre, los inversores se deshicieron de una considerable cantidad de valores distintos de acciones, de todas las clases de emisores. Las tenencias de valores distintos de acciones emitidos por no residentes en la zona del euro y por las Administraciones Públicas siguieron disminuyendo en octubre. En ese mismo mes, las IFM adquirieron valores distintos de acciones emitidos por otras IFM y por el sector privado. Sin embargo, existen indicios de que la adquisición de valores distintos de acciones del sector privado fue principalmente reflejo de la constante titulización de los préstamos al sector privado, como consecuencia de la cual las entidades que mantenían los préstamos en sus balances retuvieron también los valores resultantes.

Así pues, la evolución de las tenencias de valores distintos de acciones mantenidas por las IFM en septiembre y octubre sugiere que la intensificación de las tensiones en los mercados financieros ha afectado de forma significativa a determinadas partidas del balance. A este respecto, los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por las IFM constituyen un caso particularmente interesante, dado que se ha reducido el tamaño del balance no sólo por el lado del activo sino también por el lado del pasivo. En particular, en septiembre y octubre la emisión neta de los citados instrumentos fue negativa y, al mismo tiempo, disminuyeron las tenencias de estos valores mantenidas por las IFM (véase gráfico D). Cabe

destacar que este proceso ha afectado especialmente a las posiciones de las distintas IFM, así como a las tenencias de los no residentes en la zona del euro, mientras que la evolución de las posiciones en estos valores mantenidas por los sectores tenedores de dinero fue relativamente moderada.

En general, la evolución observada hasta el momento no indica una reducción del tamaño del balance agregado de las entidades de crédito de la zona del euro, aunque la tasa de crecimiento de los activos totales de estas entidades ha disminuido ligeramente en los últimos trimestres, si no se tienen en cuenta sus activos frente a las IFM. Sin embargo, no se descarta la posibilidad de que determinadas entidades de crédito o un subconjunto de entidades de la zona del euro hayan reducido el tamaño de sus balances en respuesta a la evolución de los mercados financieros desde el verano del 2007. Además, esto no significa que no existen señales de reducción de tipos concretos de activos. En efecto, los datos de septiembre y octubre muestran que las IFM han reducido sus carteras de valores distintos de acciones y que este ajuste ha afectado especialmente a sus tenencias de valores emitidos por el sector de las Administraciones Públicas y por no residentes en la zona del euro. Ello podría dar algún indicio provisional de que las entidades de crédito han estado utilizando sus activos más líquidos como colchón para absorber las presiones sobre sus posiciones de capital y su financiación, a fin de proteger su negocio principal, especialmente la concesión de préstamos a las empresas y los hogares. Sin embargo, se necesita más información antes de poder evaluar de forma concluyente la capacidad de estos colchones para amortiguar el impacto que la evolución de los mercados financieros está teniendo sobre la oferta de financiación al sector privado.

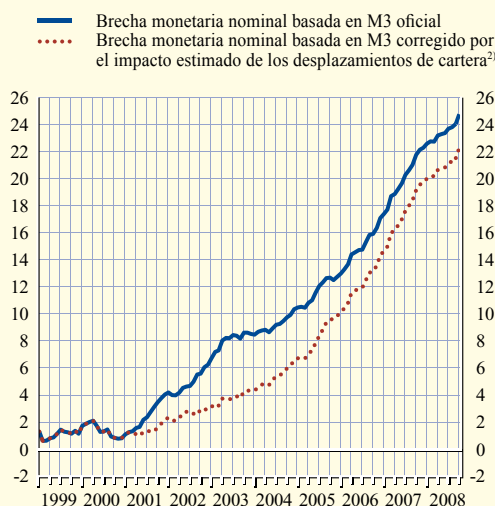
VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

Si se considera la evolución de las brechas monetarias nominal y real, la acumulación de la liquidez monetaria en la zona del euro aumentó de nuevo en el tercer trimestre del 2008, tras mostrar algunas señales de estabilización en el primer semestre del año (véanse gráficos 10 y 11). Estas medidas de la situación de liquidez deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una valoración de tenencias de dinero de equilibrio, que siempre es incierta y especialmente en estos momentos. Ciertamente, las diferencias entre las distintas medidas de la brecha monetaria pueden tomarse como una indicación de la considerable incertidumbre existente en torno a la situación de liquidez en la zona del euro en el contexto actual. No obstante estas matizaciones, en general, la evidencia disponible apunta a una clara acumulación de liquidez monetaria en los últimos años.

En síntesis, los datos correspondientes al período comprendido hasta el final de octubre siguen indicando que la tasa subyacente de expansión monetaria de la zona del euro continúa siendo elevada, aunque se está moderando. Por consiguiente, la evolución monetaria confirma la valoración de que las presiones inflacionistas siguen disminuyendo, aunque permanecen algunos riesgos al alza a medio y largo plazo. No obstante, la intensificación de las turbulencias financieras observada desde mediados de septiembre constituye un posible punto de inflexión en la evolución monetaria. Aunque los datos más recientes no denotan que se haya producido un cambio brusco en el crecimiento del agregado monetario amplio ni que se haya agotado la disponibilidad de préstamos a hogares y sociedades no financieras, sí ponen de manifiesto que la intensificación de la crisis financiera está causando un impacto sobre el comportamiento de las entidades de crédito y de los sectores tenedores de dinero. Al igual que sucedió entre el 2001 y el 2003, los desplazamientos de cartera hacia activos monetarios en unos momentos de mayor incertidumbre en los mercados financieros pueden reforzar el crecimiento del agregado monetario amplio al mismo tiempo que entrañan

Gráfico 10 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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

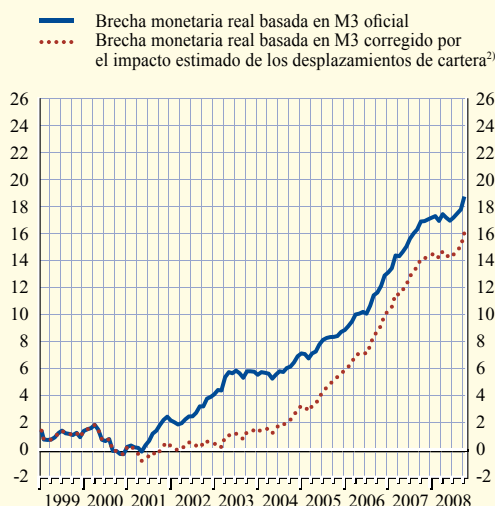


Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.
2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

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



Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria real se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5%), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.
2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

pocos riesgos de presiones inflacionistas, al menos a corto y medio plazo¹. De igual modo, es posible que las entidades de crédito tengan que afrontar mayores presiones para reducir sus balances y, por tanto, limitar la disponibilidad de préstamos. Por consiguiente, es necesario disponer de más datos y realizar un análisis más detallado de la evolución monetaria y crediticia para poder efectuar una valoración sólida en este entorno complejo e incierto.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

En el segundo trimestre del 2008, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó de nuevo. Este descenso fue generalizado en los sectores de hogares, sociedades no financieras y Administraciones Públicas. En términos interanuales, las salidas de los fondos de inversión aumentaron con fuerza en el segundo trimestre, impulsados por las considerables retiradas registradas en los fondos de renta variable y de renta fija. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones también se redujo en el citado trimestre.

¹ Es posible que las extraordinarias variaciones que se observan actualmente en los datos monetarios no se ajusten a la definición de desplazamientos de cartera aplicada en el período comprendido entre el 2001 y el 2003. Una de las razones es el hecho que las presiones alcistas más recientes sobre la evolución monetaria reflejan, en gran medida, retiradas de fondos del sector de las IFM de la zona del euro por parte de no residentes, que ha dado como resultado, por ejemplo, una intensa demanda de billetes. Otra razón es el hecho de que en estos momentos resulte difícil distinguir entre redistribuciones de activos motivadas principalmente por un cambio en la inclinación por el riesgo y desplazamientos hacia componentes de M3 desde activos no monetarios provocados por las condiciones relativamente favorables que ofrecen los depósitos de las IFM.

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

	Saldo vivo en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II
Inversión financiera	100	4,8	4,9	4,8	4,9	5,0	5,3	5,0	4,5	3,9	3,2
Efectivo y depósitos	24	6,3	6,3	7,0	6,9	7,4	8,0	7,4	6,9	6,5	5,4
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	0,5	2,0	4,3	6,4	4,9	3,4	2,3	3,2	2,4	0,7
De los cuales: A corto plazo	1	6,7	4,7	8,2	18,3	13,1	15,4	26,4	31,4	23,7	3,3
De los cuales: A largo plazo	5	-0,1	1,8	4,0	5,4	4,1	2,3	0,0	0,7	0,3	0,5
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	31	2,7	3,0	2,2	2,0	2,2	2,5	2,9	3,2	3,3	3,3
De las cuales: Acciones cotizadas	8	-1,0	0,0	0,7	-0,1	1,1	1,7	1,9	3,1	3,6	3,7
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	23	4,0	4,1	2,8	2,9	2,6	2,7	3,3	3,3	3,2	3,1
Participaciones en fondos de inversión	6	3,3	2,3	0,4	-0,1	0,3	0,4	-1,7	-3,5	-5,2	-6,5
Reservas técnicas de seguro	15	7,5	7,4	7,2	6,6	6,3	6,2	5,8	5,4	5,1	4,8
Otros ²⁾	19	6,6	6,5	6,7	7,4	8,4	8,8	8,6	6,7	4,5	3,3
M3 ³⁾		8,4	8,4	8,5	10,0	11,0	10,9	11,4	11,5	10,0	9,6

Fuente: BCE.

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

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

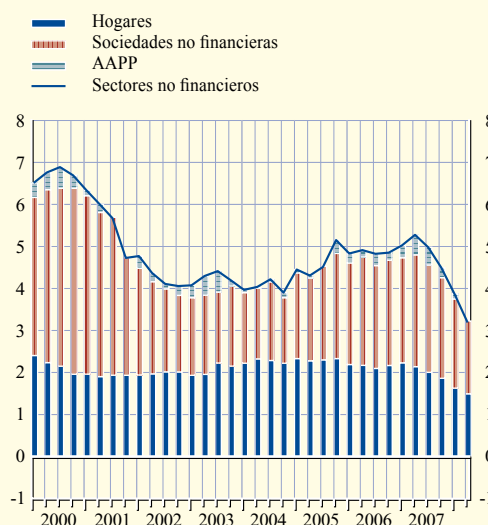
3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y las instituciones financieras no monetarias) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el segundo trimestre del 2008 (el más reciente para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros siguió disminuyendo y se situó en el 3,2%, desde el 3,9% del trimestre precedente (véase cuadro 2). Este descenso fue generalizado en los distintos instrumentos de inversión, si bien refleja, en particular, las caídas observadas en la tasa de crecimiento interanual de la inversión en efectivo y depósitos, así como en «otros» activos financieros (que incluye instrumentos como los derivados y el crédito comercial), dos subcomponentes que conjuntamente representan más del 40% del saldo vivo total de los activos financieros de los sectores no financieros. Las tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones, las participaciones en fondos de inversión y las reservas técnicas de seguro también experimentaron un nuevo descenso. No obstante, debido a que la participación de estos instrumentos en la inversión financiera es más reducida, contribuyeron en menor medida a la ralentización del crecimiento observado en la inversión financiera total. En cambio, el crecimiento de la inversión en acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión) no registró variaciones.

Gráfico 12 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

El detalle por sector no financiero muestra que el descenso observado en la tasa de crecimiento de la inversión financiera total en el segundo trimestre del 2008 también fue generalizado en los distintos sectores (véase gráfico 12). La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las sociedades no financieras disminuyó de manera acusada, hasta el 4,1%, y explica la mayor parte de la reducción de la tasa de crecimiento de la inversión financiera total. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los hogares también volvió a experimentar una caída, hasta el 3%, el nivel más bajo desde el comienzo de la tercera fase de la UEM (para información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera por parte del sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7). La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las Administraciones Públicas se tornó ligeramente negativa.

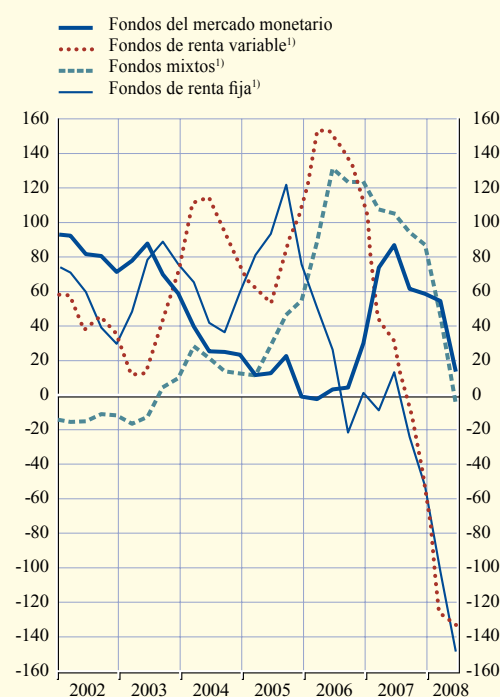
INVERSORES INSTITUCIONALES

El valor de los activos totales de los fondos de inversión de la zona del euro (excluidos los fondos del mercado monetario) experimentó un acusado descenso, el 16,3% en términos interanuales, en el segundo trimestre del 2008. Por tanto, este descenso fue bastante más pronunciado que el observado en el trimestre anterior. Si esta evolución se considera en perspectiva, la reducción registrada en el primer semestre del 2008 fue de magnitud similar a la del período 2001-2003. La disminución interanual del valor total de los activos de los fondos de inversión del citado trimestre tuvo su origen, fundamentalmente, en la reducción del valor de las acciones y participaciones en fondos de inversión, aunque también, si bien en menor medida, en el descenso del valor de las tenencias de valores distintos de acciones y de las participaciones en fondos de inversión. Aunque los datos sobre transacciones indican que la caída interanual del valor total de los activos de los fondos de inversión en el segundo trimestre del 2008 puede atribuirse principalmente a efectos de valoración de las acciones, en términos interanuales, también indican salidas netas de los fondos de inversión.

Los datos proporcionados por EFAMA² sobre ventas netas de diversos tipos de fondos de inversión indican que en el segundo trimestre del 2008 se produjeron considerables salidas netas, en términos interanuales, de los fondos de renta variable y de renta fija. Las salidas de los fondos de renta variable prácticamente no se modificaron con respecto al primer trimestre, mientras que las registradas en los fondos de renta fija aumentaron considerablemente en relación con el trimestre precedente (véase gráfico 13). En los fondos mixtos sólo se observaron salidas insignificantes en el segundo trimestre, pero en estos fondos todavía se habían estado registrando entradas significativas en el primero. Los fondos del mercado mone-

Gráfico 13 Flujos netos anuales de entrada en los fondos de inversión (por categorías)

(mm de euros)



Fuentes: BCE y EFAMA.

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

² La Asociación Europea de Fondos y Gestión de Activos (EFAMA, en sus siglas en inglés) proporciona información sobre las ventas netas (o los flujos netos) de los fondos abiertos de renta variable y de renta fija en Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los flujos netos de entrada en fondos de renta variable y de renta fija de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2004.

tario continuaron registrando entradas, aunque sustancialmente inferiores a las de trimestres anteriores. En general, la evolución reciente indica que la corrección de las entradas relativamente elevadas observada en los fondos de inversión en los años 2005 y 2006 ha continuado en el 2008.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro se redujo hasta el 4,4% en el segundo trimestre del 2008, desde el 4,9% del trimestre anterior, continuando la tendencia a la baja observada desde el primer trimestre del 2007 (véase gráfico 14). La moderación de esta tasa en el segundo trimestre fue generalizada en los distintos instrumentos de inversión, pero principalmente estuvo impulsada por la menor contribución de la inversión en participaciones en fondos de inversión y en efectivo y depósitos (incluidos en «otras» inversiones financieras). En consecuencia, en general, las salidas observadas recientemente en los fondos de inversión reflejan la aprensión existente no sólo en el sector no financiero, sino también entre inversores institucionales como las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

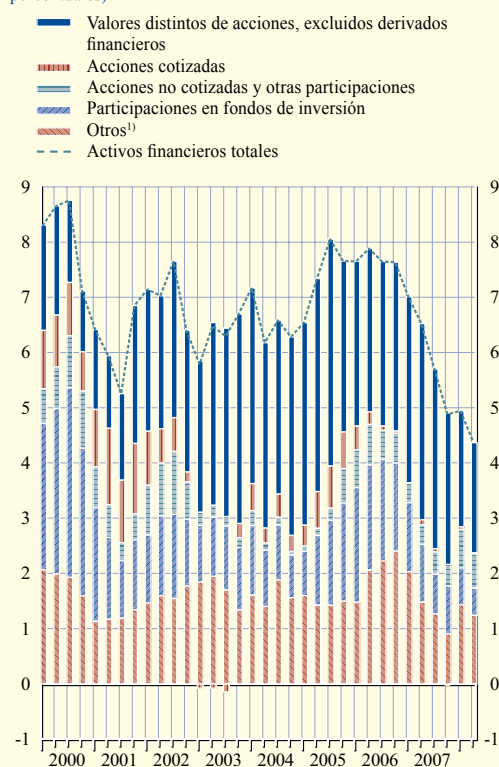
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Dada la considerable intensificación de las tensiones financieras observada en el trimestre pasado, los tipos de interés del mercado monetario sin garantías han mostrado un comportamiento relativamente volátil. Estos tipos experimentaron un aumento sustancial entre mediados de septiembre y mediados de octubre, ya que las primas de crédito y de liquidez —y, por consiguiente, el diferencial entre los tipos con garantías y los tipos sin garantías— aumentaron notablemente, antes de descender acusadamente en un contexto de expectativas de bajada de los tipos de interés oficiales del BCE y de importantes medidas por parte de los Gobiernos para respaldar la solvencia de las entidades de crédito. En términos generales, la curva de rendimientos del mercado monetario obtenida a partir de los tipos de interés sin garantías se ha aplanado desde septiembre, y el diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario sin garantías a doce meses y a un mes se redujo hasta 44 puntos básicos el 3 de diciembre, niveles considerablemente inferiores a los registrados a principios de septiembre.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías han mostrado un comportamiento relativamente volátil desde principios de septiembre del 2008. Estos tipos aumentaron considerablemente tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de ese mes, cuando las tensiones en los mercados se intensificaron notablemente y las primas de riesgo de crédito se incrementaron hasta alcanzar niveles superiores a los observados anteriormente en el actual período de turbulencias financieras. Posteriormente, los tipos de interés sin garantías cayeron sustancialmente y se situaron en niveles inferiores a los observados a principios de

Gráfico 14 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

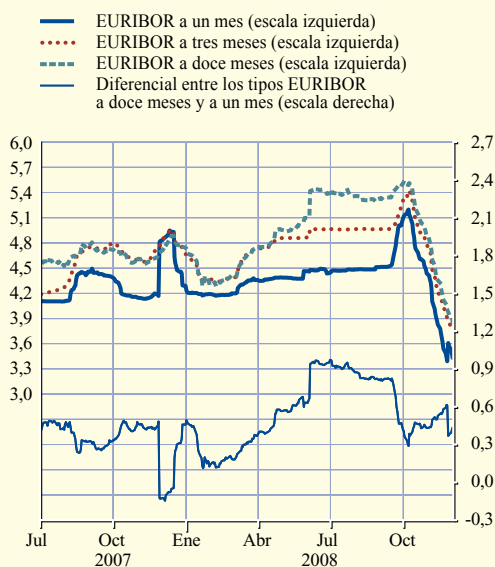


Fuente: BCE.

1) Incluye préstamos, depósitos, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros.

Gráfico 15 Tipos de interés del mercado monetario

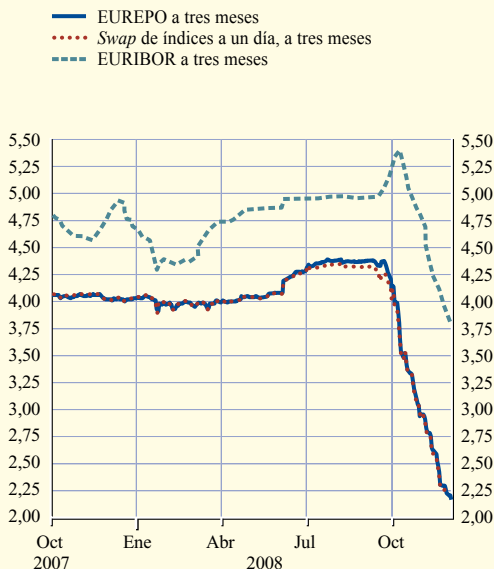
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 16 EUREPO, EURIBOR y swap de índices a un día, a tres meses

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Reuters.

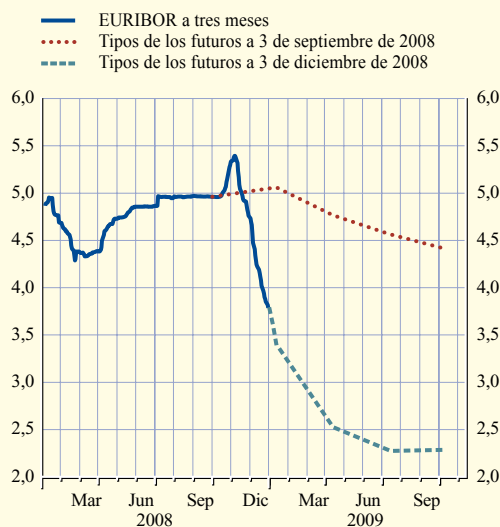
septiembre, como resultado, en gran parte, de las expectativas de los mercados de recortes de los tipos de interés oficiales del BCE en los próximos meses. El 3 de diciembre, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 3,47%, el 3,79%, el 3,83% y el 3,90%, respectivamente, esto es 110, 122, 138 y 147 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 3 de septiembre (véase gráfico 15).

El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes era de 44 puntos básicos el 3 de diciembre, en comparación con 81 puntos básicos a principios de junio (véase gráfico 15). Este aplanamiento de la curva de rendimientos del mercado monetario se produjo principalmente en el período comprendido entre mediados de septiembre y mediados de octubre, y se debió a las subidas de los tipos de interés a más corto plazo, que resultaron más afectados por la intensificación de las tensiones financieras tras la quiebra de Lehman Brothers.

Los diferenciales entre los tipos EURIBOR sin garantías y los tipos con garantías (como los tipos

Gráfico 17 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

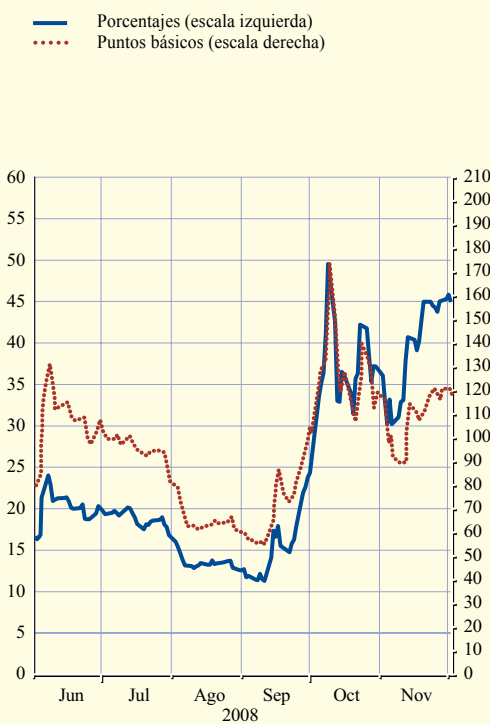


Fuente: Reuters.

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

Gráfico 18 Volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo del 2009

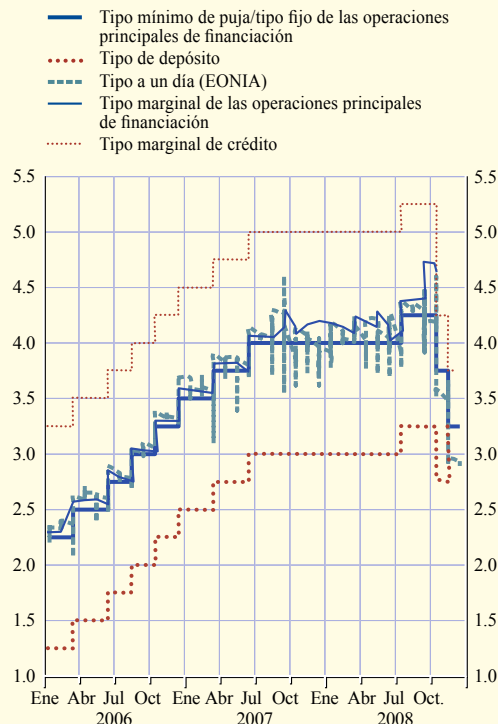
(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg, Reuters y cálculos del BCE.
Nota: La medida en puntos básicos se obtiene multiplicando la volatilidad implícita en porcentaje por el tipo de interés correspondiente (véase también el recuadro titulado «Medidas de la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros de tipos de interés a corto plazo», en el Boletín Mensual de mayo del 2002).

Gráfico 19 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

EUREPO o los derivados del índice del EONIA *swap*) han aumentado significativamente desde principios de septiembre. En el caso del EURIBOR a tres meses el diferencial alcanzó un máximo de 186 puntos básicos el 30 de octubre, antes de descender, y el 3 de diciembre se situaba en 158 puntos básicos. Estos niveles son considerablemente superiores a los 59 puntos básicos observados el 3 de septiembre (véase gráfico 16).

El 3 de diciembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2008 y en marzo y junio del 2009 se situaron en el 3,405%, el 2,545% y el 2,280%, respectivamente, lo que representa una disminución de 165, 222 y 228 puntos básicos, respectivamente, con respecto a los niveles observados el 3 de septiembre de 2008 (véase gráfico 17). La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses aumentó drásticamente durante el período de referencia a medida que aumentó la incertidumbre, y en la segunda quincena de octubre se observaron máximos (véase gráfico 18).

En cuanto a los tipos de interés a muy corto plazo, el EONIA ha disminuido de modo continuado desde que las tensiones se acentuaron a mediados de septiembre. El deslizamiento a la baja del EONIA es reflejo, en gran parte, del hecho de que el Consejo de Gobierno decidiera reducir los tipos de interés oficiales del BCE 50 puntos básicos el 8 de octubre y el 6 de noviembre. También refleja la provisión de abundantes volúmenes

de liquidez en las operaciones del Eurosistema, especialmente después de que las operaciones principales de financiación regulares semanales pasaran a realizarse mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena a partir del 15 de octubre (véase el recuadro 3 para conocer más detalles sobre esta evolución y sobre las operaciones de política monetaria efectuadas por el BCE). En general, el EONIA se redujo hasta situarse en el 2,919% el 3 de diciembre, desde el 4,308% del 3 de septiembre (véase gráfico 19).

Recuadro 3

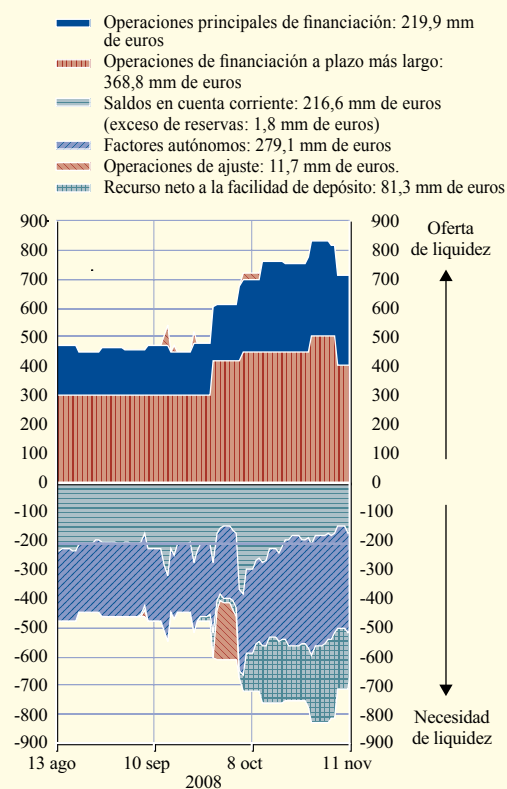
SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 13 DE AGOSTO Y EL 11 DE NOVIEMBRE DE 2008

En este recuadro se presenta la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 9 de septiembre, el 7 de octubre y el 11 de noviembre de 2008. Tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre del 2008, las tensiones en los mercados financieros se intensificaron, lo que provocó nuevas alteraciones en el funcionamiento de los mercados monetarios. Por consiguiente, el Eurosistema adoptó medidas adicionales para asegurar que las entidades de crédito solventes siguieran teniendo acceso a la liquidez y, en consecuencia, pudieran continuar con sus actividades.

En la segunda quincena de septiembre, el BCE aumentó la distribución anticipada de liquidez en las operaciones principales de financiación (OPF) adjudicando volúmenes de liquidez aún más elevados por encima de la adjudicación de referencia. El 8 de octubre anunció, sobre la base de una decisión adoptada por el Consejo de Gobierno, que, a partir de esa fecha, las OPF se llevarían a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena y que la banda determinada por las dos facilidades permanentes (la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito) se reduciría simétricamente de 200 a 100 puntos básicos. Las dos medidas continuarán aplicándose durante el tiempo que se estime necesario y, como mínimo, hasta el final del primer período de mantenimiento del 2009. Además, el 15 de octubre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió efectuar todas las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPLM) mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena hasta el final de marzo del 2009. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno acordó también aumentar la frecuencia de dichas operaciones y realizar

Gráfico A Necesidades de liquidez del sistema bancario y oferta de liquidez

(mm de euros; al lado de cada rúbrica se muestran las medias diarias para todo el período)



Fuente: BCE.

mensualmente, hasta el final de marzo de 2009, dos operaciones a tres meses, una operación a seis meses y una operación con plazo idéntico a la duración del período de mantenimiento correspondiente. Esta mejora de la provisión de financiación a más largo plazo se complementó con la decisión —anunciada ese mismo día— de ampliar la lista de activos de garantía admitidos. Asimismo, el BCE amplió su línea *swap* con la Reserva Federal, con el fin de aumentar la provisión de financiación en dólares estadounidenses a las entidades de contrapartida, ofreciendo liquidez con adjudicación plena a diversos plazos de vencimiento tanto en los *swaps* de divisas euro/dólar como en las cesiones temporales.

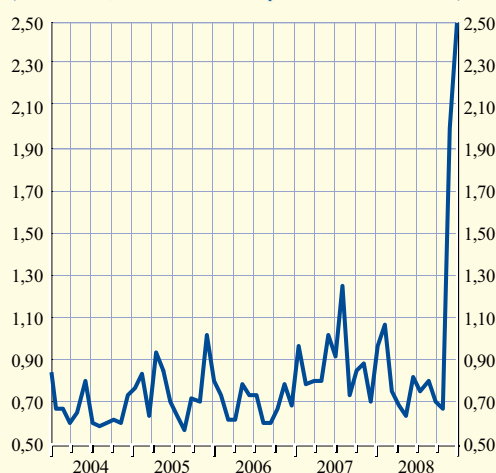
Necesidades de liquidez del sistema bancario

En los tres períodos de mantenimiento analizados, las necesidades diarias de liquidez de las entidades de crédito —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas)— ascendieron, en promedio, a 495,7 mm de euros, lo que representa un aumento de 33,8 mm de euros en comparación con los 461,9 mm de euros registrados en los tres períodos anteriores. Esto refleja los incrementos de 29,3 mm de euros en los factores autónomos, de 3,5 mm de euros en las exigencias de reservas y de 1 mm de euros en el exceso de reservas. En promedio, las necesidades diarias de liquidez resultantes de las exigencias de reservas se situaron en 214,8 mm de euros, mientras que las derivadas de los factores autónomos ascendieron a 279,1 mm de euros. Los factores autónomos incluyen también el efecto causado en la liquidez por las operaciones de *swaps* de divisas que actualmente se están llevando a cabo a través de las líneas *swap* establecidas entre el BCE y otros bancos centrales (véase gráfico A). El exceso de reservas diario se situó, en promedio, en 1,8 mm de euros (véase gráfico B).

Como consecuencia de las tensiones registradas en los mercados monetarios y de la disminución de las operaciones interbancarias, la demanda de liquidez para cubrir posiciones netas en el mercado interbancario aumentó a medida que las entidades de crédito trataban de obtener liquidez para cubrir las posiciones brutas en el citado mercado. A la vista del mal funcionamiento del mercado interbancario, el BCE decidió ampliar su papel intermediador aceptando la totalidad de las pujas de las entidades de contrapartida en todas las operaciones de financiación realizadas a partir del 15 de octubre de 2008. Esto provocó un exceso de liquidez y un recurso intenso a las dos facilidades permanentes, especialmente en el último período de mantenimiento analizado. En conjunto, el recurso neto a la facilidad de depósito ascendió, en promedio, a 81,3 mm de euros en los tres períodos examinados, en comparación con un importe insignificante en los tres períodos anteriores (véase gráfico A).

Gráfico B Exceso de reservas

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



Fuente: BCE.

Oferta de liquidez y tipos de interés

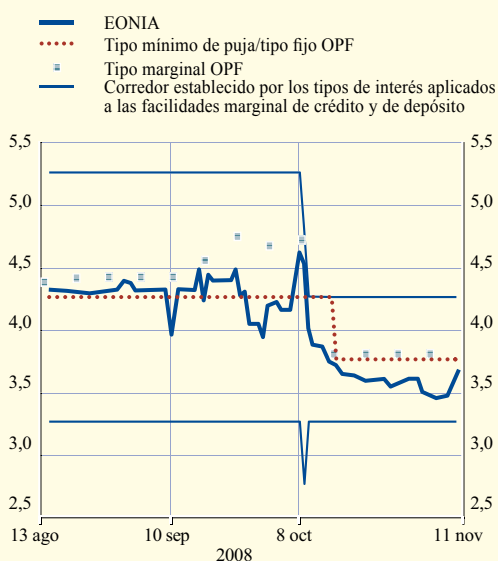
El uso de subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de financiación realizadas a partir del 15 de octubre de 2008 incrementó considerablemente el volumen total de operaciones vivas de mercado abierto denominadas en euros. No obstante, esto no afectó a las proporciones de OFPML y OPF en dicho volumen, que se mantuvieron prácticamente invariables en torno al 60% y al 40%, respectivamente.

El 8 de octubre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, con efecto a partir del 15 de octubre, reducir el tipo de interés oficial (actualmente, el tipo de interés fijo aplicado en las OPF) en 50 puntos básicos, hasta el 3,75%. En consecuencia, los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se redujeron en la misma medida, si bien con efecto inmediato.

En el período de mantenimiento que finalizó el 9 de septiembre (es decir, antes de que se intensificaran las tensiones en los mercados), el EONIA se mantuvo estable en torno al tipo mínimo de puja, pese a registrar la volatilidad habitual en torno al final de mes y a repuntar hacia el final del período (véase gráfico C). En el período de mantenimiento que finalizó el 7 de octubre, el EONIA mostró una volatilidad pronunciada, debido a las fuertes alteraciones en el funcionamiento de los mercados monetarios que comenzaron en torno a las fechas en las que las turbulencias en los mercados se volvieron más intensas. Al principio, el EONIA se elevó por encima del tipo mínimo de puja, antes de caer por debajo de dicho tipo tras la provisión de considerables volúmenes de liquidez adicional por parte del BCE. Sin embargo, la absorción de parte de la liquidez a través de operaciones de ajuste hizo que el EONIA se incrementara por encima del tipo mínimo de puja en los dos últimos días de ese período de mantenimiento. La liquidez fue abundante en el período de mantenimiento que finalizó el 11 de noviembre, como consecuencia de la mayor demanda de liquidez de las entidades de crédito y de la política de adjudicación plena del BCE. No obstante, en este período, el exceso de liquidez se reabsorbió principalmente a través del recurso de las entidades a la facilidad de depósito, cuyo tipo de interés era sólo 50 puntos básicos inferior al tipo de interés oficial (en lugar de los anteriores 100 puntos básicos). En consecuencia, el EONIA se situó en niveles ligeramente por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En los tres últimos meses, los mercados de renta fija han mostrado una elevada volatilidad, ante las renovadas turbulencias de los mercados financieros y la creciente inquietud respecto a las perspectivas económicas mundiales. En general, en el periodo comprendido entre finales de agosto y comienzos de diciembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió en la zona del euro y en Estados Unidos, mientras que se mantuvo prácticamente estable en Japón. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija aumentó notablemente en los principales mercados. Las expectativas de los participantes en el mercado sobre la inflación a medio y largo plazo de la zona del euro (y las correspondientes primas de riesgo), medidas por las tasas de inflación implícitas, disminuyeron de forma acusada, como resultado de la caída de los precios del petróleo y del deterioro de las perspectivas económicas mundiales. Sin embargo, las perturbaciones observadas en los mercados de swaps y de bonos indicados con la inflación han dificultado la interpretación de las medidas de las expectativas de inflación basadas en el mercado. Por último, los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron considerablemente, ante el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros.

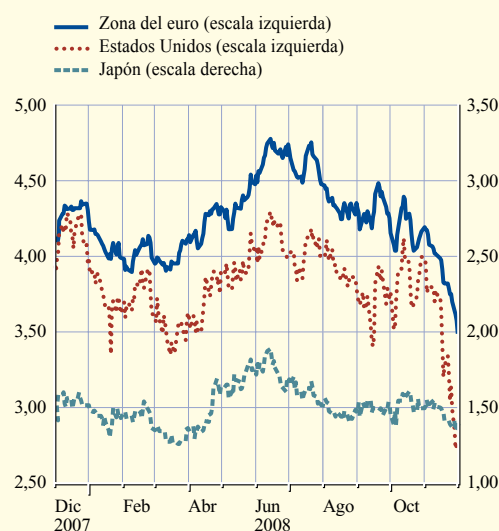
El rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó en torno a 83 puntos básicos en la zona del euro y alrededor de 111 puntos básicos en Estados Unidos entre finales de agosto y el 3 de diciembre, fecha en que se situó en el 3,5% y el 2,7%, respectivamente (véase gráfico 20). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se amplió en unos 30 puntos básicos, hasta situarse en -75 puntos básicos al final del período analizado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años experimentó escasas variaciones, situándose en el 1,4% el 3 de diciembre.

La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, aumentó de forma significativa en los principales mercados, ante la intensificación de las tensiones registradas en los mercados financieros mundiales. En la zona del euro y en Estados Unidos, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija alcanzó cotas superiores a los máximos observados a comienzos de los años 2000.

Desde finales de agosto, como consecuencia del nerviosismo y de la incertidumbre que se han apoderado de los mercados financieros mundiales, el rendimiento de la deuda pública ha mostrado una elevada volatilidad en la zona del euro y en Estados Unidos. En septiembre, se observó una volatilidad particularmente pronunciada en Estados Unidos, ante los graves problemas que presentaron varios importantes participantes en el sistema financiero y la toma de conciencia de que la estabilización del sistema requería un in-

Gráfico 20 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.

gente respaldo estatal. En particular, tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre, creció la incertidumbre en los mercados de renta fija estadounidenses. A finales de septiembre, quedó cada vez más claro que la inestabilidad de los mercados se había extendido a Europa y a otros países desarrollados, y la volatilidad de los mercados de renta fija aumentó también en la zona del euro. En este contexto, los períodos de desplazamientos de fondos hacia activos más seguros y más líquidos que se han venido observando pueden haber acentuado la volatilidad de los mercados de renta fija, con ascensos de los precios y descensos de los rendimientos. Aunque las medidas estatales de respaldo adoptadas en octubre consiguieron estabilizar ligeramente el sistema financiero, los datos macroeconómicos publicados apuntaron a una marcada desaceleración del crecimiento económico mundial. En particular, el rendimiento de la deuda pública estadounidense disminuyó de forma acusada en noviembre, ante el fuerte deterioro de las perspectivas macroeconómica y tras declarar el National Bureau of Economic Research que la economía de Estados Unidos había estado en recesión desde diciembre del 2007. A finales de noviembre, los Gobiernos de Estados Unidos y de Europa anunciaron medidas encaminadas a restaurar la confianza de los consumidores, sostener la actividad económica y garantizar la disponibilidad de crédito para los hogares y las empresas. Las medidas anunciadas fueron inicialmente bien recibidas por los mercados, aunque persistió la incertidumbre, ya que la valoración de la puesta en práctica y del impacto económico de los planes está siendo sometida a una revisión constante. Además, los riesgos fiscales que podrían plantear estas intervenciones estatales han elevado los riesgos de crédito del sector público, lo que ha provocado un menor descenso de los tipos de interés de lo que cabría esperar (véase también el recuadro 4).

El rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación de la zona del euro aumentó en los tres últimos meses, pese al deterioro del estado de la economía real. Esta evolución fue particularmente pronunciada en septiembre y octubre, período en el que la reducida liquidez y factores técnicos del mercado de bonos indicados con la inflación tuvieron como resultado una elevación del rendimiento real (véase gráfico 21). En noviembre, ante los temores respecto a las perspectivas macroeconómicas, que se adueñaron de los mercados financieros, el rendimiento real descendió, invirtiendo la tendencia al alza experimentada en los dos meses anteriores.

En los tres últimos meses, el efecto neto de la disminución del rendimiento nominal y del aumento del rendimiento real de los bonos ha sido un fuerte descenso de las tasas de inflación implícitas. Las tasas de inflación implícitas *forward* de la zona del euro (que son normalmente un indicador muy fiable de las expectativas de los participantes en el mercado sobre la inflación a largo plazo y las correspondientes primas de riesgo) disminuyeron en unos 56 puntos básicos entre finales de agosto y el 3 de diciembre. Al final del período de referencia, la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años, dentro de

Gráfico 21 Rendimiento real de los bonos

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 22 Tasas de inflación implícitas de cupón cero

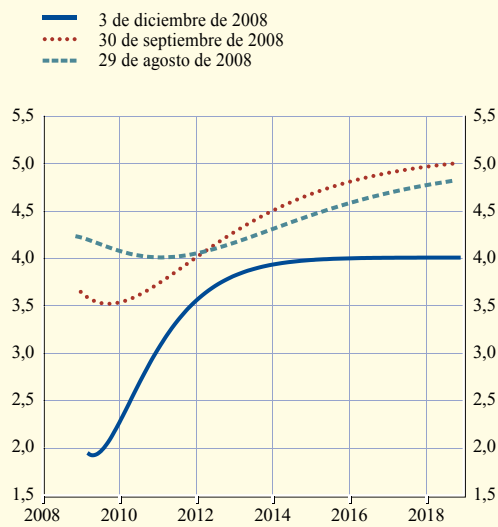
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 23 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.

cinco años, se situó en el 1,8% (véase gráfico 22). El descenso de las tasas de inflación implícitas fue incluso más pronunciado para los tipos *spot*. En el período considerado, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años descendieron en 157 y 107 puntos básicos, respectivamente. La caída de los precios del petróleo y la inquietud respecto a las perspectivas para la economía real contribuyeron a rebajar las expectativas de inflación. Sin embargo, la evolución de las tasas de inflación implícitas refleja también, en parte, los factores técnicos que son origen de perturbaciones en los mercados de bonos indicados con la inflación.

Entre finales de agosto y el 3 de diciembre, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro experimentó un desplazamiento general a la baja, que fue más pronunciado en horizontes de corto a medio plazo (véase gráfico 23). Este desplazamiento puede estar relacionado con la anticipación de una desaceleración de la actividad económica y, de forma más general, de cambios en las expectativas de los inversores acerca de la evolución a corto y medio plazo de los tipos de interés a corto plazo.

Tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre, los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron considerablemente, en línea con la revisión de la valoración del riesgo de crédito observada a escala mundial. Durante el resto del período examinado, la ampliación de los diferenciales continuó para los bonos con calificación crediticia más baja, mientras que se estabilizó para los bonos con calificación AAA y AA. Entre finales de agosto y el 3 de diciembre, los diferenciales de

renta fija privada BBB y de alta rentabilidad se ampliaron en torno a 334 y 1.362 puntos básicos, respectivamente. Si se distingue entre los sectores financiero y no financiero, los diferenciales de renta fija privada BBB se ampliaron durante el período analizado en unos 850 y 280 puntos básicos, respectivamente. Esta evolución es reflejo de la incertidumbre del mercado respecto a la situación del sector financiero y al creciente impacto de las turbulencias financieras sobre las perspectivas macroeconómicas. Para la renta fija privada con calificación crediticia más alta, la estabilización de la ampliación de los diferenciales se produjo tras la presentación de varios planes estatales de rescate durante el período considerado.

Recuadro 4

CÁLCULO DE LOS SUPUESTOS RELATIVOS A LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO A PARTIR DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS DE LA ZONA DEL EURO

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema¹ se basan en un conjunto de supuestos técnicos sobre el valor futuro de distintas variables, entre las que se incluyen los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro, definidos como el rendimiento de la deuda pública a diez años. En este recuadro se describe el cálculo de los supuestos técnicos relativos a dichos tipos de interés a largo plazo en el contexto de las proyecciones del Eurosistema.

Desde junio del 2008, en las proyecciones macroeconómicas el cálculo de los supuestos relativos a los tipos de interés a largo plazo se ha venido basando en las estadísticas sobre la curva de rendimientos de la deuda pública de la zona del euro, que el BCE publica diariamente en su dirección en Internet². Anteriormente, la trayectoria supuesta para el rendimiento de la deuda pública a diez años se calculaba indirectamente sobre la base de la estructura temporal estimada de los tipos de interés de los *swaps*, corregida por las observaciones más recientes sobre el diferencial entre los tipos de interés de los *swaps* y de la deuda pública a diez años de la zona del euro. Desde que se vienen publicando las estadísticas sobre la curva de rendimientos de la deuda pública de la zona del euro, han mejorado notablemente la calidad y la disponibilidad de estos datos, lo que, a su vez, ha permitido lograr una mayor consistencia en la metodología para el cálculo de los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés a largo plazo.

En las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema se parte del supuesto de que el rendimiento de la deuda pública a diez años evoluciona en concordancia con las expectativas del mercado. A su vez, estas expectativas se equiparan a los rendimientos *forward* de hipotéticos bonos a la par a diez años, para mediados de cada trimestre natural futuro del horizonte temporal de las proyecciones (que es, como máximo, de tres años), implícitos en la estructura temporal de los tipos de interés existente en la fecha general de cierre de todos los supuestos técnicos³. Para el primer trimestre del horizonte temporal de las predicciones (trimestre actual) se toma como supuesto la media ponderada por el tiempo de los rendimientos medios de la deuda pública a diez años de la zona del

1 Para más detalles sobre las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, véase la sección 6 del presente Boletín Mensual.

2 Para más información sobre los datos de la curva de rendimientos de la deuda pública de la zona del euro, véase el artículo titulado «Las nuevas curvas de rendimientos de la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2008. Pueden obtenerse los datos más recientes, así como información de referencia, en <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>.

3 Al equiparar las expectativas del mercado respecto a los tipos de interés a largo plazo con los correspondientes tipos *forward* se obvia el posible impacto de las primas por plazo de vencimiento.

euro observados durante ese trimestre hasta la fecha de cierre y el rendimiento *forward* previsto para un bono a la par al final del trimestre, de acuerdo con la estructura temporal de la curva de rendimientos de la zona del euro en la fecha de cierre.

Las proyecciones de los tipos de interés a largo plazo para los distintos países de la zona del euro se obtienen sumando o restando los diferenciales imperantes respecto del rendimiento medio de la zona. Estos diferenciales, que se suponen constantes a lo largo del horizonte temporal de las predicciones, se calculan como la media para cada país de los diferenciales medios observados durante las dos semanas anteriores a la fecha de cierre.

Tal y como se indicaba más arriba, para los supuestos relativos a los tipos de interés a largo plazo se utilizan los rendimientos *forward* de bonos a la par. La nueva curva de rendimientos de la zona del euro elaborada por el BCE permite calcular el rendimiento de los bonos a la par, que muestra una estrecha relación conceptual con el rendimiento al vencimiento. El rendimiento de los bonos a la par se define como el rendimiento al vencimiento de un hipotético bono emitido o negociado a la par (es decir, el valor actual del bono es igual al valor de amortización). Para una determinada estructura temporal de los tipos de interés, siempre se puede convertir el valor de un hipotético bono a la par, ajustando el cupón convenientemente.

La ventaja de utilizar los rendimientos de bonos a la par reside en la determinación endógena de los cupones. En lugar de utilizar un cupón arbitrario de un determinado bono de referencia y suponer que este permanece constante a lo largo de todo el horizonte temporal de las proyecciones, con los rendimientos *forward* de los bonos a la par se supone implícitamente una trayectoria de los cupones consistente con la curva de rendimientos. Por otro lado, el cálculo de los rendimientos *forward* de los bonos a la par es relativamente sencillo, transparente y se puede replicar fácilmente. Los rendimientos de los bonos a la par se calculan a partir de la curva de rendimientos elaborada por el BCE con toda la deuda pública de los Gobiernos centrales que tenga una calificación crediticia comprendida entre A- y AAA (frente a la que se elabora sólo con bonos AAA), ya que estos son cuantitativa y conceptualmente más próximos a las series históricas de rendimientos medios a diez años⁴.

A partir de la nueva curva de rendimientos del BCE se puede calcular directamente la trayectoria de los rendimientos *forward* de los bonos a la par de la manera siguiente:

$$R_t(h) = \frac{D_t(h) - D_t(h+10)}{\sum_{m=1}^{10} D_t(h+m)}$$

donde h es igual a la diferencia entre mediados del trimestre natural para el que hay que calcular el rendimiento *forward* de los bonos a la par y la fecha de cierre de la proyección, expresada en años.

4 La serie histórica sobre el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro en su conjunto se calcula sobre la base de los rendimientos armonizados de las deudas públicas nacionales ponderados por el PIB (hasta diciembre de 1998) y por los saldos vivos nominales de deuda pública en la banda de vencimientos a diez años (a partir de enero de 1999). La diferencia media entre esta serie y el rendimiento de los bonos a la par a diez años obtenido de la curva de rendimientos de todos los bonos de la zona del euro es sólo de 4 puntos básicos para la muestra completa de datos diarios disponibles (a partir del 1 de enero de 2007) y de 3 puntos básicos el 14 de noviembre de 2008 (fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas de diciembre del 2008 elaboradas por los expertos del Eurosistema).

D_t es el factor de descuento, que se calcula a partir del rendimiento de los bonos cupón cero derivado de los parámetros estimados de la curva de rendimientos⁵.

El gráfico muestra los supuestos relativos a los tipos de interés a largo plazo utilizados en las proyecciones macroeconómicas de diciembre del 2008 de los expertos del Eurosistema, que se describen en la sección 6 del presente Boletín Mensual.

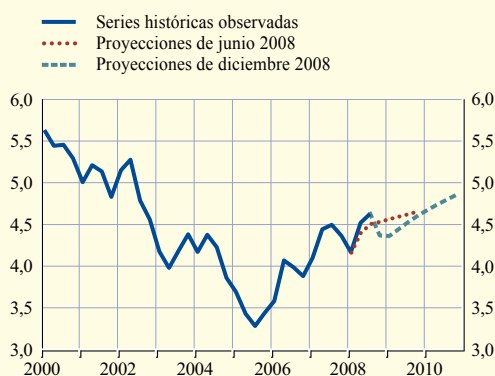
Conforme a los datos correspondientes al 14 de noviembre de 2008 (fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas de diciembre del mismo año de los expertos del Eurosistema) se supone que los tipos de interés a largo plazo aumentan ligeramente, desde el 4,2% en la fecha de cierre, hasta una media del 4,5% en el 2009 y del 4,7% en el 2010. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio del 2008

de los expertos del Eurosistema, para el 2009 los supuestos relativos a los tipos de interés a largo plazo se han revisado a la baja en un promedio de 15 puntos básicos. Estas revisiones han sido relativamente pequeñas, pese a las fuertes revisiones a la baja de las expectativas de los participantes en el mercado respecto al crecimiento y a la inflación en el corto y medio plazo, ocurridas entre junio y diciembre del 2008. Estas revisiones parecen reflejar, en cierta medida, el aumento del componente de riesgo de crédito incorporado en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de los países de la zona del euro, en el contexto de los posibles riesgos fiscales derivados de las intervenciones estatales destinadas a hacer frente al recrudecimiento de la crisis financiera⁶.

Se puede concluir que la utilización de los rendimientos *forward* de los bonos a la par obtenidos de la curva de rendimientos del BCE constituye un método uniforme y transparente de calcular los supuestos relativos a los tipos de interés a largo plazo en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema.

Supuestos relativos a los tipos de interés a largo plazo utilizados en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema

(porcentaje anual; datos trimestrales)



Fuentes: EuroMTS, Reuters y BCE.

Nota: Las series históricas observadas hasta la fecha de cierre representan la media ponderada de los rendimientos al vencimiento armonizados de las deudas públicas nacionales de la zona del euro con vencimientos de en torno a diez años. Las ponderaciones corresponden al saldo vivo nominal de deuda pública en la respectiva banda de vencimientos.

5 El rendimiento de un bono de cupón cero para un determinado plazo de vencimiento m se calcula de la forma siguiente:

$$y(m) = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right)}{\frac{m}{\tau_1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right) - \exp\left(-\frac{m}{\tau_2}\right)}{\frac{m}{\tau_1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau_2}\right) - \exp\left(-\frac{m}{\tau_3}\right)}{\frac{m}{\tau_2}} \right)$$

donde $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \tau_1, \tau_2$ son los parámetros estimados de la curva de rendimientos de la zona del euro. La tasa de descuento viene dada por:

$$D_t(m) = \exp\left(\frac{-y(m)m}{100}\right)$$

6 Véase el recuadro titulado «Ampliación reciente de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2008.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

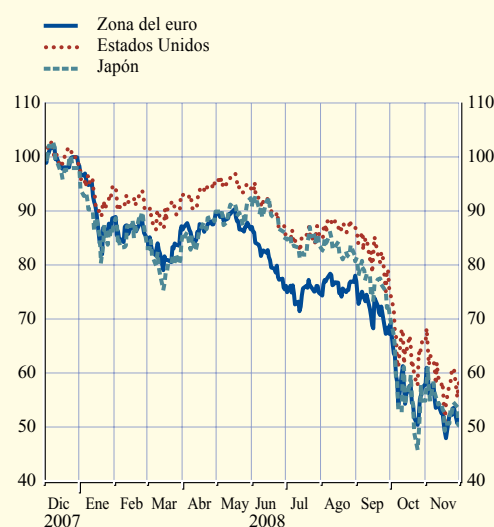
En los tres últimos meses, los índices bursátiles amplios han bajado de forma significativa en todo el mundo. Los precios de las acciones cayeron un 32% en la zona del euro y en Estados Unidos, y un 39%, en Japón. Esta evolución refleja, en gran medida, la creciente inquietud de los mercados respecto a la solvencia del sector bancario y a la estabilidad del sistema financiero. La preocupación por las repercusiones de la crisis actual sobre la economía real pesó también en la valoración de las acciones. En este contexto, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, alcanzó niveles que no se observaban desde el desplome bursátil de 1987.

Entre finales de agosto y el 3 de diciembre se aceleró la tendencia a la baja que los mercados de valores venían mostrando desde mediados del 2007, y se alcanzaron nuevos mínimos históricos. Durante el citado periodo, ante el recrudecimiento de las turbulencias financieras, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos, medidas por los índices Dow Jones EURO STOXX y Standard and Poor's, respectivamente, bajaron un 32%, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, cayeron un 39% (véase gráfico 24).

En el período considerado, los mercados de renta variable se caracterizaron por un alto grado de volatilidad, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones y por las fluctuaciones diarias de las cotizaciones (véase gráfico 25). La volatilidad de las acciones, que ya era elevada, creció

Gráfico 24 Índices bursátiles

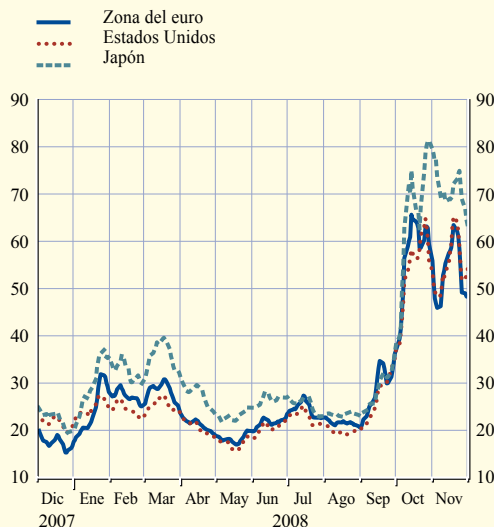
(índice: 3 de diciembre de 2007 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 25 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 periodo 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.

hasta alcanzar en octubre niveles que no se observaban desde el derrumbe bursátil de 1987. En este contexto, las primas de riesgo de las acciones parecen haber aumentado en los principales mercados, contribuyendo a rebajar los precios de las acciones. Aunque la volatilidad implícita de los mercados de renta variable se moderó ligeramente a comienzos de noviembre, volvió a elevarse al final del período examinado.

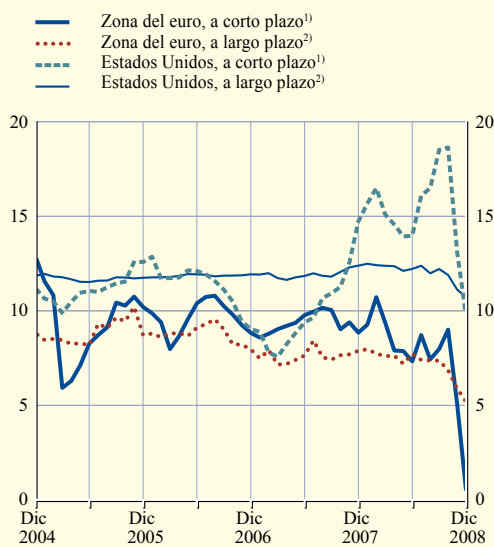
Aunque los mercados de renta variable venían mostrando una tendencia a la baja desde hacía tiempo, esta tendencia se aceleró a finales de septiembre y principios de octubre. La incertidumbre respecto a la estabilidad del sistema financiero creció, tras la nacionalización de las empresas patrocinadas por el Gobierno, Fannie Mae y Freddie Mac, y la quiebra de Lehman Brothers, y como consecuencia de la preocupación acerca de la viabilidad de AIG y de otras instituciones financieras. El Gobierno anunció planes de estabilización del sistema financiero, pero la incertidumbre respecto a su aprobación y aplicación acentuó la tendencia a la baja de los mercados. En octubre y noviembre se agudizaron los temores de los participantes en el mercado respecto al impacto negativo de las turbulencias financieras sobre la confianza de los consumidores y de las empresas y sobre la economía real. Aunque los Gobiernos y los bancos centrales adoptaron medidas destinadas a sostener el sistema financiero y la economía en general, la incertidumbre siguió reinando en unos mercados de renta variable dominados por una percepción negativa de la evolución futura.

La tendencia negativa registrada en los tres últimos meses en los mercados de renta variable fue también consecuencia de la evolución de los beneficios. Durante los tres meses considerados, los beneficios efectivos, en términos de beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, experimentaron un crecimiento interanual negativo, que alcanzó el -10% en noviembre. Las expectativas de beneficios se han revisado gradualmente a la baja. Los beneficios esperados de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se situaron, en promedio, un 8% por debajo de las expectativas para el segundo trimestre, mientras que los beneficios efectivos se han venido manteniendo, hasta el momento, sólo ligeramente por debajo de las expectativas para el tercer trimestre. La tasa de crecimiento de los beneficios por acción prevista para los próximos doce meses cayó desde el 8% de finales de agosto al 3% de finales de noviembre, mientras que la tasa de crecimiento prevista a más largo plazo descendió desde el 7% hasta el 5% durante el mismo período (véase gráfico 26).

En la zona del euro y en Estados Unidos, las mayores pérdidas se registraron en el sector financiero, aunque el sector no financiero también se vio muy afectado. En conjunto, entre finales de agosto y el 3 de diciembre, las cotizaciones del sector financiero de Estados Unidos y de la zona del euro retrocedieron en torno a un 39% y un 44%, respectivamente, mientras que las del sector no financiero perdieron

Gráfico 26 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Notas: Crecimiento esperado de los beneficios del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.

1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos doce meses (tasas de crecimiento interanual).

2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos tres a cinco años (tasas de crecimiento interanual).

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

(variación de los precios en porcentaje de los precios a fin de período)

	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Tele-comunicaciones	Agua, gas, electric.	EURO STOXX
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	7,1	7,0	12,0	8,3	24,2	4,2	11,1	4,8	10,0	11,4	100,0
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2007 III	0,1	-5,0	-0,8	-4,1	-7,5	-2,7	-10,4	7,7	9,1	2,1	-3,4
2007 IV	-1,2	-3,3	-1,6	-1,8	-4,9	2,1	0,1	-7,8	7,1	8,5	-1,2
2008 I	-9,1	-16,2	-13,7	-15,2	-16,6	-17,9	-18,1	-22,2	-20,8	-16,5	-16,4
2008 II	7,9	-13,9	-14,7	12,7	-14,8	-0,2	-7,0	-10,7	-5,8	0,6	-7,3
2008 III	-25,0	-5,9	0,1	-22,9	-11,1	-6,3	-17,4	-9,9	-1,3	-14,6	-12,1
Octubre	-22,2	-8,1	-5,0	-8,9	-26,3	-1,1	-21,6	-14,5	-5,6	-12,3	-15,9
Noviembre	-5,4	-1,0	-15,0	-4,4	-10,9	-9,6	0,6	-8,4	4,2	-4,4	-6,4
29 de ago. - 3 de dic.	-43,7	-18,8	-22,4	-30,2	-43,9	-16,4	-35,5	-38,3	-3,9	-28,6	-32,2

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

alrededor de un 32% en Estados Unidos y un 29% en la zona del euro. En el sector no financiero, las acciones de las materias primas, la industria y la tecnología bajaron más de un 35% en la zona del euro, reflejo del impacto de la caída de los precios de las materias primas y de la desaceleración económica mundial sobre los mercados de renta variable (véase cuadro 3).

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

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó de nuevo en el tercer trimestre del 2008. La mayor parte de este incremento se justifica por el aumento de los costes de financiación mediante valores de renta fija y de renta variable asociado a las actuales tensiones en los mercados financieros. Durante el período de referencia, el crecimiento de la financiación externa siguió moderándose, impulsado por la ralentización del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras, que no obstante se mantuvo en niveles elevados. Los ratios de apalancamiento de las sociedades no financieras continuaron mostrando la tendencia al alza observada en los trimestres anteriores.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregidos de efectos de valoración³— aumentó 33 puntos básicos en el tercer trimestre del 2008 (véase gráfico 27). La creciente preocupación sobre el crecimiento económico de la zona, unido a la incertidumbre reinante entre los inversores acerca de la posibilidad de que se produzcan nuevas pérdidas en el sector bancario, se tradujeron en un incremento de los rendimientos de los valores de renta fija privada y de la prima exigida por los inversores para invertir en valores de renta variable de la zona del euro. En el tercer trimestre, el coste real de la financiación mediante valores de renta fija aumentó moderadamente, unos 10 puntos básicos, mientras que el coste de la financiación mediante valores de renta variable experimentó

³ Para una descripción detallada de cómo se mide el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo del 2005.

un acusado incremento, de aproximadamente 70 puntos básicos. En octubre, el coste real de la financiación mediante ambos tipos de valores registró un ascenso de 120 y 90 puntos básicos, respectivamente. El coste de la financiación bancaria para las empresas de la zona del euro se elevó ligeramente en términos reales durante el tercer trimestre, como pone de manifiesto la subida de 7 puntos básicos de los tipos de interés reales aplicados por las IFM a los préstamos a más corto plazo y de 10 puntos básicos en los correspondientes a los préstamos a más largo plazo. Desde una perspectiva a más largo plazo, el ascenso del coste real total de la financiación para las sociedades no financieras de la zona del euro desde el estallido de las turbulencias financieras en julio del 2007 asciende a algo más de 70 puntos básicos. Las mayores perspectivas inflacionistas observadas hasta septiembre del 2008 moderaron el aumento general del coste real de la financiación.

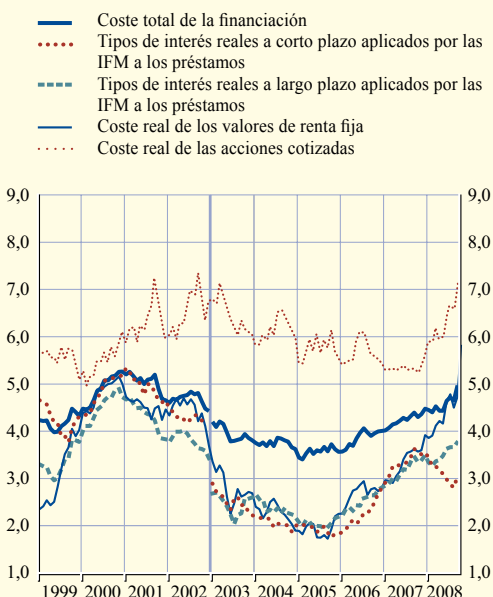
En cuanto a los tipos de interés nominales aplicados por las entidades de crédito a su clientela, la transmisión de estos tipos constituye un vínculo importante en el proceso de transmisión de la política monetaria. El efecto de esta transmisión mide el punto hasta el que las modificaciones de los tipos de interés oficiales reflejados en los mercados monetarios influyen tanto en los tipos de interés a largo plazo de mercado como en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela (véase también el recuadro 5 de este Boletín Mensual, titulado «Consecuencias de las tensiones observadas en el mercado monetario en el proceso de transmisión de los tipos de interés aplicados por las IFM»).

Por lo que respecta a la evolución de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, todos los tipos de interés nominales aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras aumentaron durante el tercer trimestre del 2008 (véase cuadro 4). Más concretamente, los tipos de interés a corto plazo aplicados por este sector a los préstamos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de interés hasta un año se incrementaron entre 18 y 27 puntos básicos, dependiendo de la cuantía del préstamo. Los tipos de interés a largo plazo, es decir, los que aplican las IFM a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, aumentaron lo mismo para los préstamos hasta un millón de euros, mientras que los correspondientes a los préstamos por importe superior a un millón de euros registraron un ascenso algo menor, de 6 puntos básicos.

La evolución de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito resulta principalmente afectada por las variaciones del EURIBOR a tres meses, mientras que los tipos a más largo plazo suelen reflejar hasta cierto punto las variaciones de los rendimientos de la deuda pública a dos y a cinco años. Durante el tercer trimestre del 2008, tanto el EURIBOR como los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito experimentaron un ascenso, siendo el aumento observado

Gráfico 27 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje)



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

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

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

(en porcentaje; en puntos básicos; ponderados)

							Variaciones en puntos básicos hasta sept. 2008 ¹⁾		
	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 Ago	2008 Sep	2007 Jun	2008 Jun	2008 Ago
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	6,49	6,62	6,56	6,67	6,77	6,91	74	24	14
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	5,93	6,08	5,91	6,16	6,27	6,34	81	18	7
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,23	5,30	5,23	5,43	5,49	5,67	64	24	18
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	5,20	5,35	5,19	5,35	5,45	5,62	73	27	17
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,41	5,48	5,34	5,52	5,56	5,58	41	6	2
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	4,74	4,85	4,60	4,94	4,97	5,02	87	8	5
Rendimiento de la deuda pública a dos años	4,10	4,06	3,54	4,72	4,26	4,09	-36	-63	-17
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	4,19	4,14	3,65	4,75	4,28	4,21	-36	-54	-7

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

en la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo superior al registrado por el EURIBOR a tres meses. El mayor incremento de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela contrasta con la tendencia de trimestres anteriores en los que la transmisión de las subidas del EURIBOR fue sólo parcial. Durante ese mismo período, el rendimiento de la deuda pública a dos y cinco años se redujo acusadamente, unos 63 y 54 puntos básicos, respectivamente, en un contexto de disminución de la preocupación en los mercados acerca de las perspectivas de inflación y de búsqueda de activos de mayor calidad en un marco de desplazamientos de cartera por parte de los inversores. Por consiguiente, los diferenciales entre los tipos de interés a largo plazo y el rendimiento de la deuda pública se elevaron considerablemente en el tercer trimestre del 2008.

En la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro figura información complementaria sobre los criterios de concesión aplicados a los préstamos bancarios al sector no financiero. En la encuesta de octubre, relativa al tercer trimestre del 2008, las entidades de crédito señalaron que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas había sido más acusado que el de la encuesta relativa al segundo trimestre del año. Ciertamente, el porcentaje de entidades que indicaron un endurecimiento de los criterios de aprobación fue el más elevado desde que comenzó a realizarse la encuesta en el 2003. Los principales factores determinantes del endurecimiento neto continuaron siendo el deterioro de las expectativas acerca de la actividad económica en general en el futuro y las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas. Al mismo tiempo, según señalaron las entidades participantes en la encuesta, el impacto de los costes de financiación y de los problemas de disponibilidad de fondos de las entidades aumentó considerablemente, y este factor, junto con las mayores dificultades de acceso a la financiación en los mercados mayoristas, contribuye a explicar la evolución de los tipos de interés aplicados por las entidades.

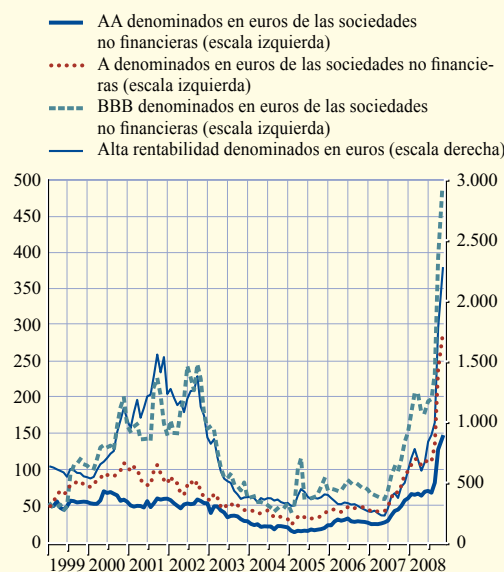
El coste real de la financiación mediante valores de renta fija aumentó 9 puntos básicos en el tercer trimestre del 2008. Al mismo tiempo, el diferencial de crédito, medido por la diferencia entre el rendimiento de los valores de renta fija privada y el de la deuda pública, se incrementó de manera acusada en todos los plazos de vencimiento (véase gráfico 28). Por ejemplo, en el tercer trimestre, los diferenciales de crédito

de los valores de renta fija privada con calificación A se elevaron 55 puntos básicos, mientras que los diferenciales de este tipo de valores con calificación BBB experimentaron un ascenso de 95 puntos básicos durante ese mismo período. En noviembre, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación A y BBB aumentaron casi 170 y 190 puntos básicos, respectivamente. El nivel actual de los diferenciales de crédito de los valores de renta fija privada es el más alto observado desde el comienzo de la tercera fase de la UEM.

Tras estabilizarse ligeramente en agosto del 2008, el coste de la financiación mediante valores de renta variable aumentó durante la última parte del tercer trimestre. En septiembre, la creciente incertidumbre acerca del crecimiento económico indujo a los inversores a exigir una prima más elevada por las acciones de la zona del euro, ya que el coste real de la financiación mediante acciones cotizadas se incrementó unos 50 puntos básicos. El clima de los mercados de valores continuó deteriorándose en octubre, cuando el coste de la financiación mediante valores de renta variable aumentó otros 25 puntos básicos.

Gráfico 28 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(en puntos básicos; medias mensuales)



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

Recuadro 5

CONSECUENCIAS DE LAS TENSIONES OBSERVADAS EN EL MERCADO MONETARIO EN EL PROCESO DE TRANSMISIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS APLICADOS POR LAS IFM

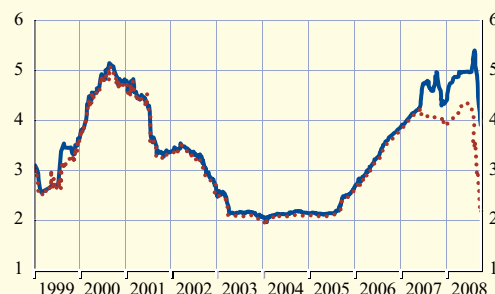
Al afrontar los retos que entraña la crisis financiera actual, la pregunta fundamental que se plantea es la de cómo influyen en este momento las tensiones existentes en el mercado interbancario en las condiciones de financiación de las sociedades no financieras y de los hogares. Abordar este tema es esencial para entender cómo la transmisión de la política monetaria a la economía en su conjunto se ha visto afectada por las turbulencias financieras. En vista de lo anterior, en este recuadro se examina en qué medida las tensiones observadas en el mercado monetario durante los años 2007 y 2008 han incidido en la transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM.

En situaciones normales, el mercado monetario desempeña una función esencial en la transmisión de la política monetaria de la zona del euro. Dada la estructura del sistema financiero de la zona, que se basa en las entidades de crédito, el coste marginal de financiar los préstamos bancarios (representados por los tipos de interés interbancarios sin garantías) es un determinante clave de los tipos de interés a corto plazo de los depósitos y los préstamos aplicados por las entidades de crédito, y, por lo tanto, de las condiciones de financiación. Al controlar los tipos de interés muy a corto plazo del mercado monetario mediante las operaciones regulares de política monetaria, el BCE puede influir en los tipos de interés a plazo del mercado monetario que, a su vez, determinan los tipos de interés

Gráfico A EURIBOR a tres meses y tipo swap del EONIA a tres meses

(en porcentaje, datos diarios)

— EURIBOR a tres meses
 Tipo swap del EONIA a tres meses

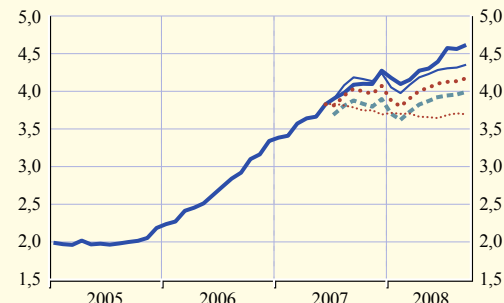


Fuentes: Reuters y BCE.
 Nota: La última observación corresponde al 27 de noviembre de 2008.

Gráfico B Predicción adelantada en N períodos del tipo de interés de los depósitos a corto plazo

(en porcentaje; datos mensuales)

— Tipo de interés de los depósitos a corto plazo (registrados)
 Tipo de interés de los depósitos a corto plazo (predicción basada en el EURIBOR a tres meses)
 --- Limite inferior (predicción basada en el EURIBOR a tres meses)
 — Limite superior (predicción basada en el EURIBOR a tres meses)
 Tipo de interés de los depósitos a corto plazo (predicción basada en el EONIA)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.
 Nota: La última observación corresponde a septiembre del 2008.

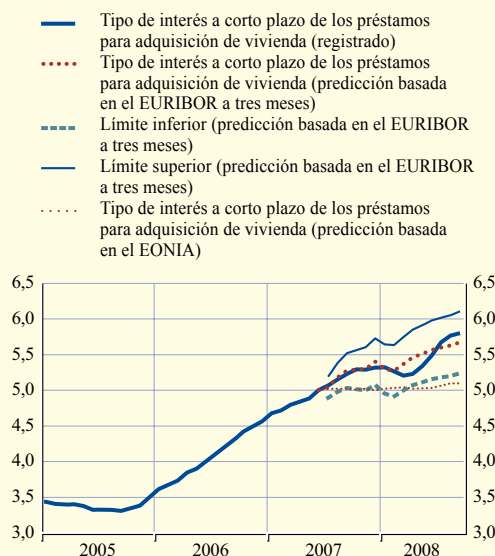
bancarios a corto plazo. No obstante, desde que surgieron las turbulencias en los mercados de crédito a mediados del 2007, se ha roto la relación habitualmente estrecha entre los tipos de interés a un día del mercado monetario —sobre los que la política monetaria tiene cierto control— y los tipos de interés a plazo, también del mercado monetario (véase gráfico A).

Por lo tanto, este comportamiento plantea la cuestión de hasta qué punto se ha visto afectada la transmisión de la política monetaria. Los tipos de interés bancario a corto plazo se fijan normalmente en relación con el EURIBOR y los tipos de interés hipotecarios suelen incluso estar indicados con este tipo. Así pues, dado que, desde que se iniciaron las tensiones en los mercados financieros, la relación entre los tipos de interés oficiales y los tipos de interés a plazo del mercado monetario no ha sido la misma que en el pasado, se podría esperar que al menos los tipos de interés de los depósitos y los préstamos ya existentes hayan reflejado la continuada tendencia al alza de los tipos de interés a plazo del mercado monetario registrada entre mediados del 2007 y septiembre del 2008, más que la estabilización del EONIA observada también en el mismo período. En lo que respecta a las nuevas operaciones, es posible que, con el tiempo, la competencia lleve a las entidades de crédito a iniciar sus tipos con el EONIA en lugar de con el EURIBOR, reestableciendo así la estrecha relación entre los tipos de interés oficiales y los tipos de interés bancarios a corto plazo. Desde una perspectiva de futuro, conviene mencionar también que, en la actualidad, los mercados esperan que los diferenciales entre el EURIBOR y el EONIA se reduzcan ligeramente, como indican los tipos forward del EONIA y los futuros sobre el EURIBOR.

Se puede analizar si los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito en la zona del euro durante el pasado año han seguido más estrechamente al EONIA o al EURIBOR utilizando un modelo vectorial de corrección de errores convencional para la transmisión de los

Gráfico C Predicción adelantada en N periodos del tipo de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(en porcentaje; datos mensuales)

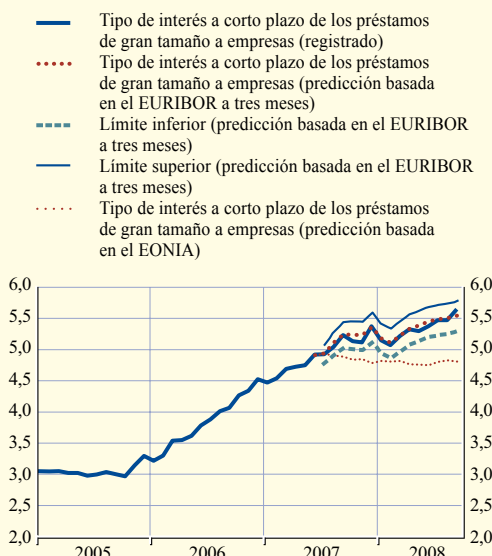


Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a septiembre de 2008.

Gráfico D Predicción adelantada en N periodos del tipo de interés a corto plazo de los préstamos de gran tamaño a sociedades no financieras

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a septiembre del 2008.

tipos de interés bancarios, en el que se efectúa una regresión de los tipos de interés a corto plazo de los depósitos y los préstamos aplicados por las entidades de crédito sobre el EONIA o un tipo a plazo del mercado monetario¹. Generalmente se observa que las entidades de crédito ajustan en mayor o menor medida los tipos de interés que aplican a su clientela a cambios en los tipos de mercado correspondientes, aunque la transmisión completa no suele ser inmediata, sino gradual, y, dependiendo del tipo de producto, el proceso de transmisión pueden tardar desde algunos meses hasta más de un año. Basándose en una predicción fuera de la muestra para el periodo comprendido entre julio del 2007 y septiembre del 2008, los movimientos observados en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela se comparan con las previsiones basadas en el EONIA y en el EURIBOR pertinente².

Considerando en primer lugar la transmisión de los tipos del mercado monetario a los tipos de los depósitos a corto plazo, el gráfico B muestra la evolución de los tipos de interés de los depósitos registrados y previstos (basados en el EONIA y en el EURIBOR a tres meses, respectivamente) desde julio del 2007. Del gráfico se desprende claramente que, desde mediados del 2007, los tipos de interés de los depósitos a corto plazo han tendido a seguir a los tipos de interés a plazo del mercado monetario más estrechamente que al EONIA. Merece la pena observar, asimismo, que las entidades de crédito han elevado los tipos de interés de los depósitos a corto plazo más de lo esperado de acuer-

1 El marco de modelización y los resultados recientes para la zona del euro se describen en G. de Bondt, «Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area», German Economic Review, vol. 6 (1), febrero 2005; y C. Kok Sørensen y T. Werner, «Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross-country comparison», Documento de Trabajo del BCE n.º 580, 2006.

2 En la fecha de cierre de los datos, las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM sólo abarcaban el periodo hasta septiembre del 2008. Por lo tanto, el impacto de la reciente reducción de los tipos de interés oficiales del BCE no queda reflejado en la muestra.

do con la evolución del EURIBOR a tres meses, lo que probablemente sea consecuencia de una fuerte competencia por captar depósitos durante el período en el que las entidades trataban con dificultad de obtener liquidez.

En cuanto a los tipos de interés de los préstamos, en los gráficos C y D se muestra que tanto los tipos hipotecarios a corto plazo como los tipos a corto plazo de los préstamos a sociedades no financieras han reflejado muy estrechamente la evolución del EURIBOR a tres meses desde julio del 2007.

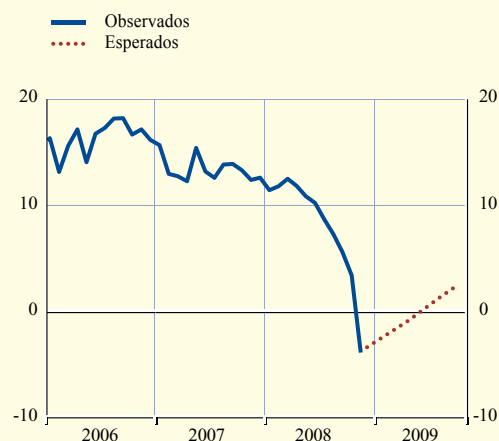
En resumen, la evidencia anterior sugiere que, a pesar de las tensiones existentes en el mercado monetario sin garantías y la correspondiente ampliación del diferencial EURIBOR-EONIA hasta finales de septiembre del 2008, hasta el momento las entidades de crédito de la zona del euro parecen haber seguido ajustando su tipos de interés a corto plazo a cambios en los tipos de interés a plazo del mercado monetario.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las empresas de la zona del euro apuntan a un deterioro en el tercer trimestre del 2008, lo que indica que las turbulencias financieras han empezado a afectar negativamente a la rentabilidad empresarial. Como puede observarse en el gráfico 29, el crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas se redujo significativamente en el citado trimestre, desde el 5,6% registrado en septiembre hasta el 3,3% de octubre. Más recientemente, en noviembre, esta tasa volvió a descender considerablemente y se tornó negativa, situándose en torno al -3% ese mes. De cara al futuro, y pese a la gradual desaceleración de la actividad económica prevista tanto dentro como fuera de la zona del euro, los datos disponibles sobre

Gráfico 29 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

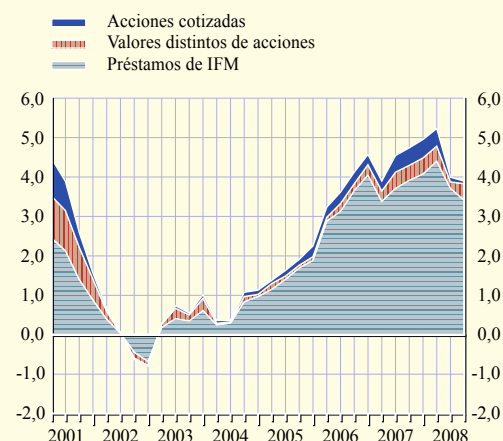
(en porcentaje)



Fuente: Thomson Financial Datastream.

Gráfico 30 Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación a las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: La tasa de crecimiento interanual real se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento interanual registrada y el deflactor del PIB.

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

	Tasas de crecimiento interanual (variaciones porcentuales; fin de trimestre)				
	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III
Préstamos de IFM	14,0	14,5	15,0	13,7	12,2
Hasta un año	12,6	12,7	14,0	11,9	10,1
De uno a cinco años	20,3	22,0	22,3	20,0	17,5
Más de cinco años	12,5	12,8	12,9	12,4	11,4
Valores distintos de acciones	8,2	8,9	8,0	3,7	9,5
A corto plazo	22,2	30,4	26,4	11,9	11,7
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	5,8	5,3	4,6	2,0	9,1
A tipo fijo	3,7	4,4	3,1	2,3	4,8
A tipo variable	18,6	10,9	12,5	2,7	26,2
Acciones cotizadas	1,2	1,3	1,2	0,3	0,2
Pro memoria²⁾					
Total financiación	5,0	4,8	4,4	3,8	-
Préstamos a sociedades no financieras	11,1	10,9	10,6	9,5	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	1,4	0,5	0,1	0,4	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

expectativas de beneficios de empresas cotizadas sugieren que los beneficios por acción las sociedades no financieras prácticamente se estancarán. Esto representa un considerable ajuste a la baja de las expectativas relativas a la rentabilidad de las empresas.

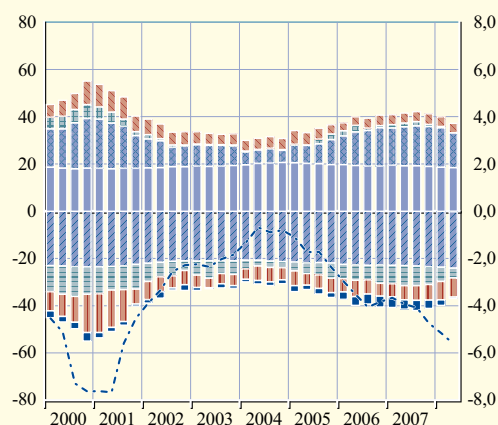
En términos reales, el crecimiento de la financiación externa se mantuvo prácticamente estable en el tercer trimestre del 2008. La tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras (incluidos los préstamos concedidos por las IFM, los valores distintos de acciones y las acciones cotizadas) se redujo ligeramente y se situó en torno al 3,9% en el tercer trimestre, en comparación con el 4% del trimestre anterior (véase gráfico 30). Como es habitual, la contribución de los préstamos de las IFM a la financiación externa de este sector fue la más importante, con una tasa de crecimiento interanual del 3,4% en el tercer trimestre del 2008, 0,3 puntos porcentuales inferior a la del trimestre precedente.

Agregados más amplios incluidos en las cuentas de la zona del euro confirman la ralentización del crecimiento de la financiación externa. Los datos disponibles hasta el segundo trimestre del 2008 muestran que la tasa de crecimiento interanual de la financiación a las sociedades no financieras descendió hasta el 3% en términos nominales, desde el 3,8% del primer trimestre del año (véase cuadro 5). Esta medida más amplia también incluye acciones no cotizadas, reservas de los fondos de pensiones y otras cuentas pendientes de pago como fuentes de financiación. En los últimos años, la tasa de crecimiento de la medida más amplia ha sido considerablemente inferior a la de los préstamos, ya que la evolución de las acciones, tanto cotizadas como no cotizadas, ha sido mucho más moderada. Esto queda ilustrado en el gráfico 31, que incluye los distintos componentes que conforman el ahorro, la financiación y la inversión de las empresas de la zona del euro como figuran en las cuentas de la zona del euro.

Gráfico 31 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

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

- Otros
- Adquisiciones netas de acciones y otras participaciones
- Adquisiciones netas de activos financieros, excluidas acciones y otras participaciones
- Formación bruta de capital
- Emisión de acciones y otras participaciones no cotizadas
- Emisión de acciones y otras participaciones cotizadas
- Financiación mediante deuda
- Ahorro bruto (beneficios no distribuidos) y transferencias netas de capital
- Brecha de financiación (escala derecha)



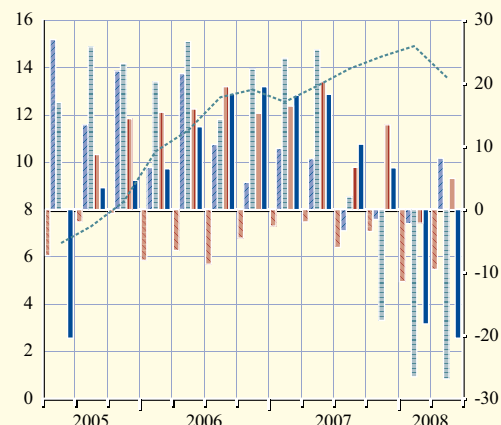
Fuente: Cuentas de la zona del euro.

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

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

(tasa de variación interanual; en porcentaje neto)

- Inversión en capital fijo (escala derecha)
- Existencias y capital circulante (escala derecha)
- Fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de empresas (escala derecha)
- Reestructuración de la deuda (escala derecha)
- Financiación interna (escala derecha)
- Préstamos a sociedades no financieras (escala izquierda)



Fuente: BCE.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos y las que indican que ha contribuido a una relajación; véase también la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2008.

Este esquema general muestra un aumento del gasto de las empresas, en términos agregados, en inversiones reales y financieras que supera el realizado con fondos internos. Esta cifra neta también suele denominarse «brecha de financiación», y su magnitud ha aumentado desde mediados del 2004. A mediados del 2008, la brecha de financiación se situaba en el 5,6% del valor añadido total del sector no financiero. Como puede observarse en el gráfico, la mayor parte de la financiación interna y externa se ha destinado a inversiones reales, mientras que la inversión financiera representó una proporción menor. La inversión financiera volvió a experimentar una caída en el segundo trimestre del 2008, impulsada por el descenso de las tenencias de efectivo y depósitos y por la contribución negativa de la inversión en valores distintos de acciones. La inversión en acciones y otras participaciones se mantuvo prácticamente estable durante ese período, mientras que la inversión en acciones cotizadas continuó acelerándose.

Como se ha señalado anteriormente, los préstamos de las IFM representan la mayor parte de la financiación externa, y continuaron creciendo a una tasa elevada en el tercer trimestre del 2008. La tasa de crecimiento interanual correspondiente al tercer trimestre en su conjunto fue del 12,2%, frente al 13,7% registrada en el segundo trimestre del 2008 (véase cuadro 5). Las vigorosas tasas de crecimiento sugieren que las turbulencias registradas en los mercados financieros no han provocado un impacto considerable sobre

la disponibilidad de préstamos para las empresas de la zona del euro, aunque las tasas de crecimiento han estado disminuyendo constantemente desde marzo del 2008, mes en que alcanzaron un máximo en torno al 15%. Si se consideran las tasas de crecimiento a plazos más cortos, se observa una desaceleración más acusada en la evolución de los préstamos a las sociedades no financieras en el tercer trimestre del 2008. Esto queda ilustrado en la tasa de crecimiento de tres meses anualizada, que en septiembre se situó en aproximadamente el 9,5%, desde el máximo de casi el 16% de enero del 2008.

Cabe esperar que el fuerte crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se ralentice durante lo que queda de año, una evolución que sería acorde con el impacto de unas condiciones de financiación más restrictivas y con la desaceleración prevista del crecimiento económico. Por otra parte, es posible que parte de la capacidad de resistencia del crecimiento los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras esté relacionada con el menor recurso por parte de las empresas a facilidades de crédito que se habían negociado en condiciones de mercado más favorables. El grado en que estas facilidades se renegocien en términos menos favorables en el futuro puede provocar un impacto a la baja sobre el crecimiento del crédito.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de octubre del 2008 indicaron que se había producido un endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas. Según la evidencia empírica disponible, la evolución del crecimiento de los préstamos suele responder a una modificación de los criterios de aprobación con un desfase de tres a cuatro trimestres. En cuanto a la demanda de préstamos, el gráfico 32 muestra que tres factores (la inversión en capital fijo, las fusiones y adquisiciones y la financiación interna) contribuyeron al descenso de la demanda de préstamos. Como consecuencia del endurecimiento neto y de la moderada demanda de préstamos, se espera que su crecimiento se reduzca varios puntos porcentuales en el próximo trimestre.

Aparte de recurrir a las IFM, las empresas también pueden acudir directamente a los mercados financieros para obtener financiación. Datos recientes sobre la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras apuntan a un acusado aumento de la financiación mediante valores de renta fija, con una tasa de crecimiento interanual que se elevó hasta el 9,5% en el tercer trimestre del 2008, en comparación con una tasa justo por debajo del 4% en el segundo trimestre del 2008⁴.

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente estable en el tercer trimestre del 2008 y se situó en el 0,2%. El deterioro de la confianza de los inversores y la evolución negativa de los mercados de valores influyeron negativamente en la emisión de este tipo de valores por parte de las sociedades no financieras.

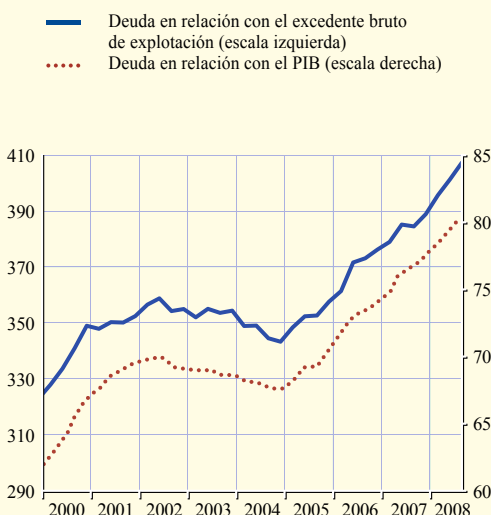
POSICIÓN FINANCIERA

La sostenida expansión de la financiación mediante valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras se tradujo en un nuevo aumento de la deuda de las empresas en relación con el PIB y con el excedente bruto de explotación en el segundo trimestre del 2008 (véase gráfico 33). Como consecuencia del efecto combinado de los incrementos de los tipos de interés y de los niveles de endeudamiento, la carga de intereses de las sociedades no financieras volvió a elevarse en el tercer trimestre del año (véase gráfico 34). En general, el impacto combinado de las turbulencias financieras, las revisiones a la baja de las perspectivas de crecimiento económico, la acumulación de deuda y la creciente carga de intereses han aumentado la vulnerabilidad de las empresas a turbulencias futuras.

4 Los datos de emisiones de valores distintos de acciones pueden ser revisados a la baja el próximo trimestre.

Gráfico 33 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

(en porcentaje)

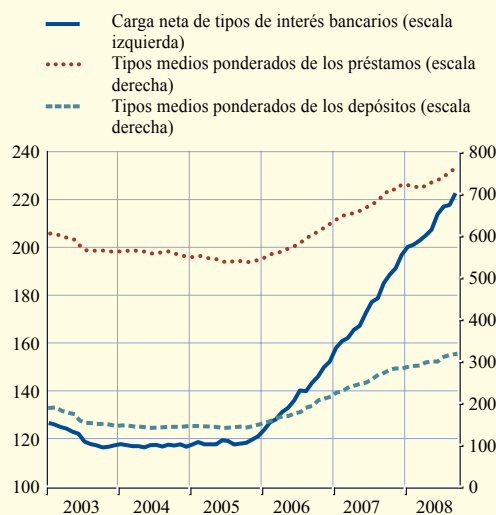


Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. Los datos del último trimestre se han estimado.

Gráfico 34 Carga neta de tipos de interés bancarios de las sociedades no financieras

(puntos básicos)



Fuente: BCE.

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

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

En el tercer trimestre del 2008, las condiciones de financiación del sector hogares se caracterizaron por un nuevo aumento de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos para adquisición de vivienda y por un mayor endurecimiento neto de los criterios aplicados a la concesión de préstamos. El crecimiento de los préstamos a hogares continuó moderándose en el tercer trimestre, y su nivel de endeudamiento está mostrando señales de estabilización. El menor crecimiento de los préstamos a hogares es acorde, en líneas generales, con la tendencia observada desde el primer trimestre del 2006, y no indica que se haya producido un impacto adicional a la baja causado por restricciones en la oferta de crédito asociadas a las tensiones observadas en los mercados financieros.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentaron un leve aumento en el tercer trimestre del 2008, en comparación con la media correspondiente al segundo trimestre (véase gráfico 35). Este aumento fue generalizado en todos los plazos de vencimiento, si bien fue ligeramente mayor para los préstamos con período inicial de fijación del tipo hasta un año y los préstamos a más de un año y hasta cinco años, que para los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años y los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de diez años. En consecuencia, la estructura temporal de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda se mantuvo ligeramente invertida en el tercer trimestre, con un diferencial medio de unos 40 puntos básicos entre los tipos de los préstamos con un

período inicial de fijación corto (esto es, hasta un año) y aquellos con un período inicial de fijación largo (es decir, de más de diez años), que duplica el nivel observado en el trimestre anterior.

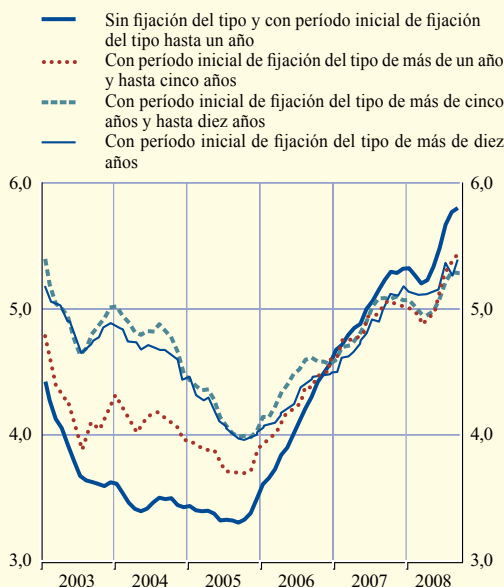
En el caso del crédito al consumo, la media de los tipos de interés aplicados por las IFM también aumentó ligeramente en el tercer trimestre del 2008 con respecto al segundo. Esta evolución se observó en todos los plazos de vencimiento. Al igual que en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, el aumento fue ligeramente mayor para los préstamos con período inicial de fijación del tipo hasta un año que para los correspondientes a los préstamos con período inicial de fijación de más de un año y hasta cinco años y a los préstamos a más de cinco años. En consecuencia, la estructura temporal de los tipos de interés aplicados al crédito al consumo ha mantenido su pendiente invertida y los tipos más elevados siguen correspondiendo a los préstamos con los períodos iniciales de fijación del tipo más cortos.

El diferencial entre los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda y un tipo de mercado de referencia a plazos similares (el rendimiento de la deuda pública a diez años) aumentó ligeramente en el tercer trimestre con respecto al segundo. En cambio, el diferencial entre los tipos de interés aplicados al crédito al consumo y el correspondiente tipo de mercado de referencia (el tipo de interés del mercado monetario a doce meses) experimentó un leve descenso, reflejando el hecho de que el aumento del tipo de referencia fue más pronunciado que el de los tipos de interés aplicados a los préstamos.

Las entidades participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2008 señalaron que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares y al crédito al consumo fue algo más acusado, en líneas generales, que el indicado en la encuesta de julio. El nuevo endurecimiento registrado en el tercer trimestre se plasmó en una ampliación de los márgenes de los préstamos ordinarios y de los de mayor riesgo. En cambio, el endurecimiento neto de las condiciones no relacionadas con el precio (a través, por ejemplo, de un aumento de la relación entre el principal del préstamo y el valor de la garantía y de mayores exigencias de garantías) no aumentó, y se mantuvo en niveles similares a los observados el trimestre anterior. En cuanto a los préstamos para adquisición de vivienda, los factores que contribuyeron al nuevo endurecimiento de los criterios de aprobación mencionados en la encuesta de octubre fueron el deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda y el aumento de los costes de financiación y de disponibilidad de fondos, mientras que en el caso del crédito al consumo, este endurecimiento adicional se debió al deterioro de las expectativas relativas a la actividad económica en general y al observado en la solvencia de los prestatarios.

Gráfico 35 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(en porcentaje; excluidas comisiones; tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones¹⁾)



Fuente: BCE.

1) Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, comprendido entre enero y noviembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media de las nuevas operaciones en el 2003. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel de agregación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto del 2004.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

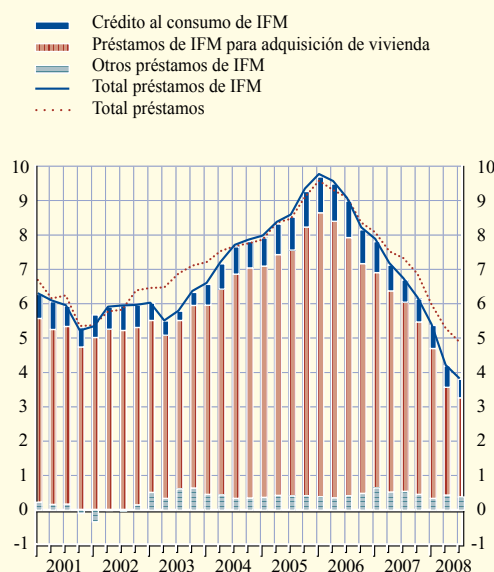
La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a hogares se redujo hasta el 5,3% en el segundo trimestre del 2008 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas integradas de la zona del euro), desde el 6% del trimestre anterior. Este crecimiento sigue siendo superior al de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares, reflejo de la dinámica más intensa de los préstamos otorgados por las instituciones financieras no monetarias a este sector, cuya tasa de crecimiento interanual aumentó hasta el 14,1% en el segundo trimestre del 2008, frente al 10,7% del trimestre precedente. Esta diferencia en la evolución del crecimiento se debe, en parte, al efecto de las operaciones de titulización fuera de balance, en las que los préstamos se eliminan y, por tanto, se dan de baja del balance de las IFM, y posteriormente se contabilizan como préstamos de otros intermediarios financieros. Al mismo tiempo, los datos disponibles sobre préstamos de las IFM sugieren que la tendencia a la baja de la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares continuó en el tercer trimestre del 2008 (véase gráfico 36).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares se redujo hasta el 3,3% en octubre del 2008, desde el 4% y el 5% del tercero y segundo trimestres, respectivamente. El descenso de esta tasa en los últimos meses ha seguido siendo acorde con la tendencia a la baja observada desde principios del 2006, reflejo, en gran medida, del impacto de las anteriores subidas de los tipos de interés, de unas condiciones de financiación más restrictivas, de la moderación actual en la evolución del mercado de la vivienda y del deterioro de las perspectivas de crecimiento económico. La evolución a corto plazo, medida por la tasa de crecimiento de tres meses anualizada, se moderó considerablemente en octubre, tras haberse fortalecido notablemente en septiembre. No obstante, este patrón debe interpretarse con cautela, ya que refleja las variaciones observadas en los últimos meses en lo que respecta a la proporción de préstamos eliminados del balance como consecuencia de operaciones de titulización. Si se tiene en cuenta este factor, los datos correspondientes al período transcurrido hasta octubre no proporcionan evidencia de que la intensificación de las tensiones en los mercados financieros haya provocado una alteración brusca del flujo de préstamos bancarios a hogares en la zona del euro.

La moderación del crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares es atribuible, principalmente, a la disminución de la tasa de crecimiento del principal subcomponente del crédito otorgado a este sector, los préstamos para adquisición de vivienda, pero también, si bien en menor medida, al descenso de la tasa de crecimiento del crédito al consumo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda se redujo hasta el 3,5% en octubre, desde el 4,2% y el 5,6% del tercero

Gráfico 36 Total de préstamos concedidos a los hogares

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

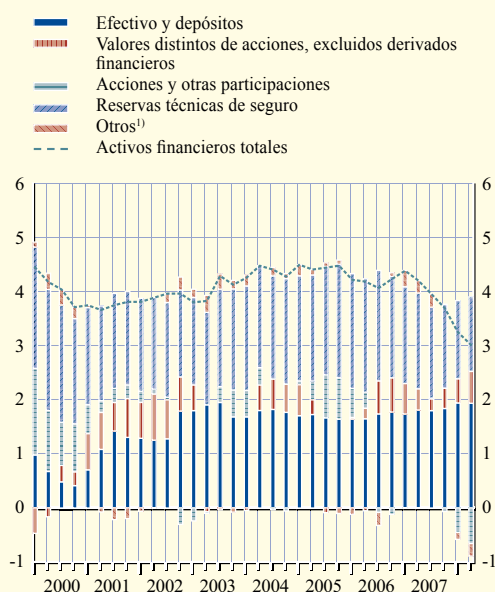


Fuente: BCE.

Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el tercer trimestre del 2008 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

Gráfico 37 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos, otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros.

Gráfico 38 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

y segundo trimestres, respectivamente, mientras que la del crédito al consumo descendió hasta el 3,3% en octubre, desde el 4% y el 5% en el tercero y segundo trimestres, respectivamente.

En cuanto al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total volvió a disminuir y se situó en el 3% en el segundo trimestre, desde el 3,3% del trimestre precedente (véase gráfico 37). Este descenso estuvo impulsado fundamentalmente por una contribución más negativa de las acciones y otras participaciones, así como de la de otros activos financieros. Estas reducidas contribuciones compensaron con creces el aumento de la contribución de la inversión en valores distintos de acciones. La aportación de la inversión en efectivo y depósitos continuó siendo elevada, reflejo de la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos y de los mayores esfuerzos de las entidades de crédito por atraer fondos en el contexto de las turbulencias financieras. Actualmente, esta categoría de inversión representa más de las dos terceras partes del crecimiento total de la inversión financiera del sector hogares.

POSICIÓN FINANCIERA

Como consecuencia de la desaceleración del endeudamiento de los hogares, el nivel de deuda de este sector parece haberse estabilizado en los últimos trimestres. Se estima que la deuda de los hogares en relación con la renta se mantuvo prácticamente invariable y fue del 93%, aproximadamente, en el segundo y tercer trimestres del 2008 (véase gráfico 38). La deuda en relación con el PIB también se ha estabilizado en los últimos trimestres, y se situó en torno al 61% en el tercero.

La carga de intereses de este sector aumentó hasta situarse en el 3,7% de la renta disponible en el segundo trimestre del 2008, y se estima que volvió a aumentar ligeramente en el tercero, reflejo, en gran parte, de las subidas de los tipos de interés nominales aplicados por las entidades de crédito a su clientela.

3 PRECIOS Y COSTES

Desde el verano se ha venido observando un descenso significativo de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, que el avance de Eurostat sitúa en noviembre del 2008 en el 2,1%, nivel considerablemente más bajo que el máximo histórico del 4% alcanzado en julio del presente año. Este marcado descenso es reflejo, fundamentalmente, de la pronunciada caída de los precios internacionales de las materias primas registrada en los últimos meses, que compensa con creces el impacto del fuerte aumento de los costes laborales unitarios observado en el primer semestre de este año. La disminución de los precios de las materias primas y el debilitamiento de la demanda sugieren que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC seguirá bajando en los próximos meses. Según las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, la inflación media interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situará entre el 1,1% y el 1,7% en el 2009 y entre el 1,5% y el 2,1% en el 2010. Dependiendo, básicamente, de la evolución futura de los precios del petróleo y de otras materias primas, no puede descartarse que se produzca un descenso más acusado de la inflación medida por el IAPC hacia mediados del año próximo, como resultado, principalmente, de efectos de base. Sin embargo, debido también a efectos de base, las tasas de inflación podrían volver a subir en el segundo semestre del año, de modo que toda intensa caída de la inflación medida por el IAPC podría ser de corta duración. Haciendo abstracción de tal volatilidad, los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo están más equilibrados que en el pasado. Si los precios de las materias primas vuelven a bajar de forma inesperada podrían generarse presiones a la baja sobre la inflación. Por otro lado, si la reciente tendencia a la baja de estos precios se invierte o si las presiones sobre los precios internos resulten ser más fuertes de lo esperado, podrían materializarse riesgos al alza para la estabilidad de precios.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro ha descendido de forma constante y significativa desde el verano de este año. El avance de Eurostat la sitúa en el 2,1% en noviembre del 2008, nivel considerablemente más bajo que el máximo histórico del 4% alcanzado en julio de este año (véase cuadro 6). La información disponible sugiere que gran parte del último descenso está relacionada con la evolución de los precios de las materias primas.

De una forma más general, la volatilidad de los precios de las materias primas ha sido el principal factor determinante de las acusadas fluctuaciones de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro a lo

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2006	2007	2008 Jun	2008 Jul	2008 Ago	2008 Sep	2008 Oct	2008 Nov
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	2,1	4,0	4,0	3,8	3,6	3,2	2,1
Energía	7,7	2,6	16,1	17,1	14,6	13,5	9,6	.
Alimentos no elaborados	2,8	3,0	4,0	4,4	3,7	3,6	3,4	.
Alimentos elaborados	2,1	2,8	7,0	7,2	6,8	6,2	5,1	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	1,0	0,8	0,5	0,7	0,9	1,0	.
Servicios	2,0	2,5	2,5	2,6	2,7	2,6	2,6	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	5,1	2,8	8,0	9,2	8,6	7,9	6,3	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,9	52,8	85,9	85,3	77,0	70,0	55,2	43,1
Precios de las materias primas no energéticas	24,8	9,2	9,6	9,8	10,5	5,5	-7,4	-7,7

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

1) La inflación medida por el IAPC de noviembre del 2008 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

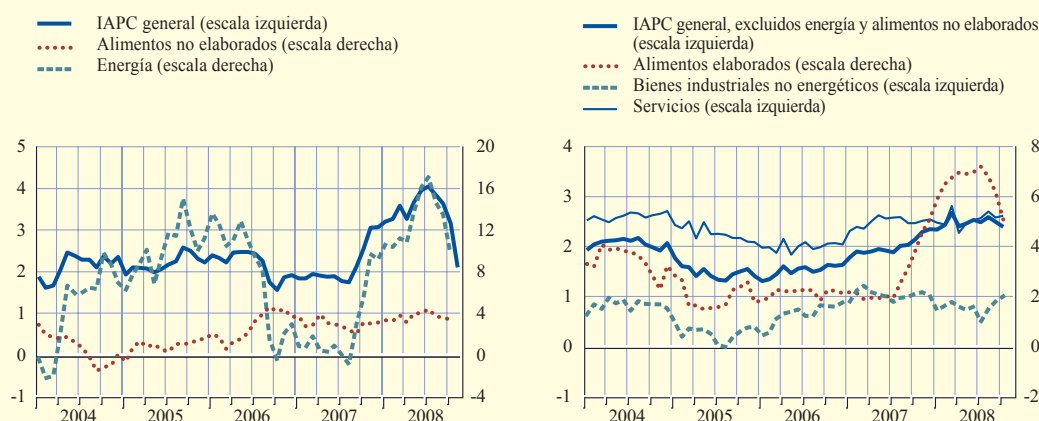
largo del año pasado. El constante descenso de la inflación desde mediados del año ha sido resultado de la rápida caída de los precios del crudo y de los precios internacionales de otras materias primas, como los alimentos. La acelerada reducción de los precios de las materias primas se produjo después de registrarse un aumento sin precedentes de la presión de los precios externos, que tuvo un fuerte impacto sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro hasta julio del presente año.

Por sectores, la volatilidad de los precios internacionales de las materias primas se ha reflejado en los componentes de energía y alimentos del IAPC de la zona del euro. Las pronunciadas fluctuaciones del componente de energía del IAPC reflejaron las bruscas oscilaciones de los precios de los componentes energéticos derivados del petróleo (como la gasolina, el gasóleo y los combustibles para calefacción), determinadas por los precios internacionales del crudo, y la respuesta retardada de los precios de los componentes energéticos no derivados del petróleo (como la electricidad y el gas), que tienden a seguir los movimientos de los precios del crudo con cierto desfase. En efecto, los últimos datos sobre los componentes del IAPC sugieren que en octubre del 2008 se produjo un acusado aumento del crecimiento interanual del precio del gas, pese al rápido descenso del precio del crudo. La tasa de variación interanual de los precios del componente de alimentos elaborados del IAPC de la zona del euro mostró un comportamiento notablemente similar al del componente energético, con una considerable subida en el otoño del 2007, a la que siguió un marcado descenso a partir de mediados del 2008. La disminución de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados observada en los últimos meses está relacionada, en buena medida, con los componentes que se ven fuertemente afectados por la evolución de los precios internacionales de las materias primas agrarias, como el pan y los cereales, los productos lácteos, y el aceite y las grasas. En contraste con la experiencia histórica general de la zona del euro, en la mayor parte del 2008 los precios de los alimentos no elaborados registraron fluctuaciones mucho menos pronunciadas que las de los precios de los alimentos elaborados.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (elaborados y no elaborados), ha permanecido relativamente estable a lo largo del año pasado (véase gráfico 39). Esta estabilidad se ha reflejado en la tasa de variación interanual de los precios de los servicios, que se mantuvo relativamente constante en gran parte del 2008. Aunque los impactos indirectos relacionados con los anteriores aumentos de los precios internacionales de las materias primas tuvieron un efecto intenso y persistente sobre algunos

Gráfico 39 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 40 Desagregación de los precios industriales

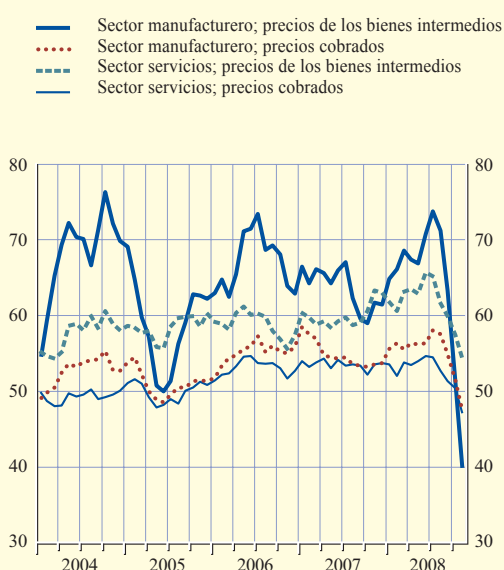
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 41 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

componentes de servicios, como los de transporte y de hostelería, se vieron compensados, en una elevada medida, con la evolución de los precios de otros componentes de servicios, como los de comunicaciones, que registraron pronunciados descensos. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo moderada en el primer semestre del 2008, antes de registrar un ligero repunte a partir de julio. Esta evolución puede tener, en parte, relación con la de los tipos de cambio a lo largo de este período. En particular, la depreciación del euro, especialmente frente al dólar estadounidense, observada en el segundo semestre del presente año, podría explicar parte de la reciente tendencia al alza de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos. Al mismo tiempo, parece que algunas rebajas extraordinarias afectaron a los precios de los textiles en los meses de verano, lo que puede haber sido resultado, en cierta medida, de cambios en las condiciones de la demanda.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Tras alcanzar niveles muy altos en el verano de este año, las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han ido reduciendo de forma sostenida. En octubre, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, cayó al 6,3%. Aunque esta tasa se situó por debajo del máximo histórico del 9,2% registrado en julio, siguió siendo elevada (véase gráfico 40). Al igual que con el IAPC, estos altos niveles y el descenso observado recientemente están relacionados, en gran medida, con la evolución de los precios de la energía y de los alimentos. La inflación en los precios industriales, excluidas la energía y la construcción, ha disminuido también desde el verano, hasta situarse en el 3,2% en octubre, frente al 4,4% de julio. Se trató de un descenso generalizado, que afectó a los bienes intermedios, los bienes

de equipo y los bienes de consumo, y que refleja probablemente, la reducción de las presiones indirectas sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro, generadas por las anteriores subidas de los precios de las materias primas.

El debilitamiento general de la actividad económica observado en los últimos meses en la zona del euro puede haber llevado a las empresas a centrarse más en la competitividad en términos de precios en distintas etapas de la cadena de producción. La información más reciente procedente de las encuestas sugiere que las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro disminuyeron rápidamente en el otoño de este año (véase gráfico 41). Según el último índice de directores de compras, en el sector de manufacturas el índice de precios de los bienes intermedios descendió notablemente en noviembre del 2008, situándose, por primera vez desde septiembre del 2003, en un nivel que señala una disminución de las presiones sobre los precios de los bienes intermedios en este sector. En el sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios disminuyó hasta alcanzar su nivel más bajo desde marzo del 2004, aunque sigue indicando crecientes presiones en este sector. En el sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios disminuyó hasta alcanzar su nivel más bajo desde marzo del 2004, aunque sigue indicando crecientes previsiones en este sector. De forma similar, los índices de precios cobrados han bajado en los últimos meses en los sectores de manufacturas y de servicios, hasta niveles que señalan ahora una reducción de las presiones sobre los precios.

Gráfico 42 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales disponibles sugieren que continuó el rápido ritmo de crecimiento de los salarios de la zona del euro en buena parte del 2008. Para el primer semestre del año, todos los indicadores de salarios disponibles apuntan a crecientes presiones salariales y señalan que los salarios negociados, la

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

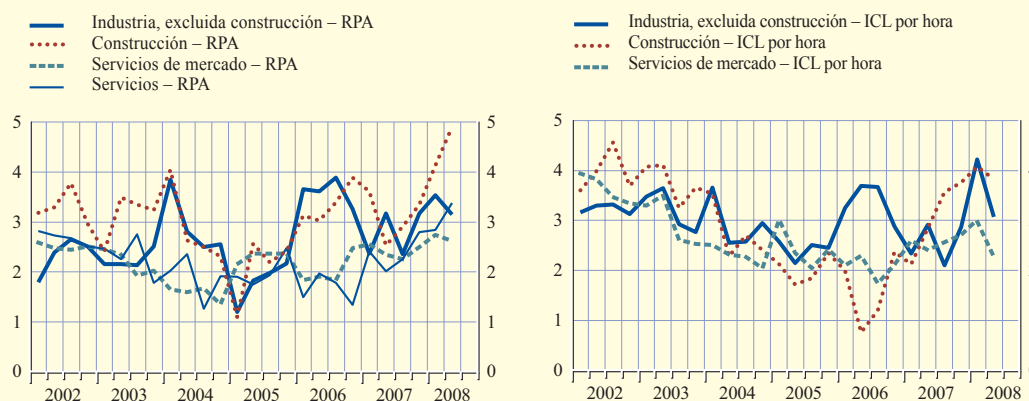
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2006	2007	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III
Salarios negociados	2,3	2,2	2,2	2,1	2,9	2,8	3,4
Costes laborales totales por hora	2,5	2,6	2,5	2,9	3,5	2,7	.
Remuneración por asalariado	2,2	2,5	2,3	2,9	3,1	3,5	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	1,2	0,8	0,7	0,4	0,6	0,3	.
Costes laborales unitarios	1,0	1,7	1,6	2,6	2,6	3,2	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 43 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

remuneración por asalariado y los costes laborales por hora se mantuvieron en niveles elevados durante ese período (véase gráfico 42). La remuneración por asalariado y los salarios negociados registraron una notable tasa de crecimiento en los dos primeros trimestres, mientras que los costes laborales por hora se vieron afectados por el hecho de que en el 2008 la Semana Santa cayó en fechas más tempranas, que supusieron una reducción de las horas trabajadas en el primer trimestre. Como consecuencia de la desaceleración del crecimiento de la productividad, relacionada, al menos en parte, con el ciclo económico, la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios se elevó en el segundo trimestre del año, hasta alcanzar su nivel más alto en una década. Más recientemente, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados siguió mostrando una marcada aceleración en el tercer trimestre del año (véase cuadro 7).

El fuerte crecimiento de los salarios observado en el primer semestre del año habrá tenido, probablemente, su origen en las pasadas tensiones de los mercados de trabajo, así como en los efectos de segunda vuelta derivados de la indiciación de los salarios con una inflación temporalmente elevada. De cara al futuro, existe el riesgo de que los costes laborales sigan creciendo de forma acusada, en un contexto de desaceleración de la actividad económica, especialmente en los países de la zona del euro que mantienen alguna forma de indiciación automática de los salarios. Sin embargo, es muy probable que las empresas intenten contener los costes laborales, en vista de la incertidumbre existente respecto a las perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro. En efecto, el rápido deterioro de los mercados de trabajo registrado recientemente debería contribuir a moderar los costes salariales en el futuro.

Los datos desagregados sobre la evolución de los costes laborales son indicativos de una contribución sectorial heterogénea al pronunciado crecimiento de los costes laborales observado en el primer semestre del año, aunque la evolución de los costes laborales por hora puede haber quedado ligeramente distorsionada por las fechas más tempranas en que cayó la Semana Santa este año (véase gráfico 43). Todos los indicadores sectoriales de costes laborales apuntan a una tasa de crecimiento interanual de los costes laborales particularmente elevada en la construcción, aunque el crecimiento de la remuneración por asalariado en los servicios ha aumentado también considerablemente. Por el contrario, el crecimiento de los costes laborales en la industria ha mostrado un alto grado de volatilidad en los últimos trimestres (véase gráfico 43).

3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

Sobre la base de los datos de contabilidad nacional disponibles hasta el segundo trimestre del 2008, el crecimiento interanual de los beneficios de las empresas de la zona del euro volvió a mostrar la tendencia a la baja registrada desde el segundo trimestre del 2007, tras un ligero aumento en el primer trimestre de este año. Ello fue consecuencia del menor crecimiento tanto de la actividad económica como de los beneficios por unidad de producto (véase gráfico 44). En el segundo trimestre del 2008, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios de las empresas de la zona del euro se situó en el 3,5%, el nivel más bajo observado en los últimos cinco años, inferior incluso a la media registrada desde 1996.

La reducción de los márgenes fue resultado de factores económicos internos y externos. En el segundo trimestre del 2008, el crecimiento de los costes laborales unitarios alcanzó el 3,2%, la tasa más alta observada desde 1993. La presión de los precios externos sobre los costes de los bienes intermedios se acentuó en el segundo trimestre del 2008, como consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios de la energía y de los tipos de cambio. El descenso del crecimiento de los beneficios fue más pronunciado en la industria que en los servicios, debido a la mayor caída de la actividad industrial y a la mayor exposición de la industria a la presión de los precios externos.

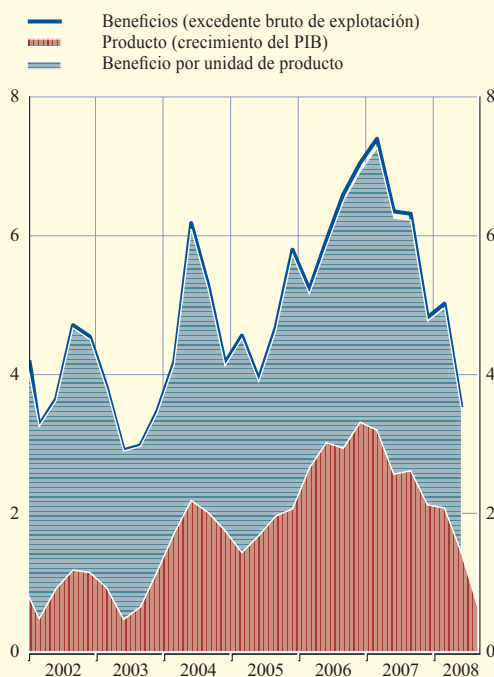
La desaceleración de la actividad económica intensificará probablemente las presiones a la baja sobre los beneficios, que sólo podrán atemperarse, en cierta medida, con la bajada de los precios de las materias primas y la evolución de los tipos de cambio. Así pues, más allá del periodo que abarcan los datos disponibles, cabe esperar que la tasa de crecimiento interanual de los beneficios vuelva a descender en el segundo semestre del 2008 y en el 2009. El gráfico 45 muestra que los participantes en la encuesta de noviembre de Consensus Economics revisaron sustancialmente a la baja su valoración de las perspectivas de crecimiento de los beneficios en el 2008 y el 2009, en comparación con la encuesta de mayo del 2008. Toda mejora futura dependerá, básicamente, de la recuperación del crecimiento de la actividad económica.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Desde el verano se ha venido observando un notable descenso de la inflación interanual medida por el IAPC, que el avance de Eurostat sitúa en noviembre del 2008 en el 2,1%, nivel considerablemente más bajo que el máximo histórico del 4% alcanzado en julio del presente año. Este significativo descenso es reflejo, fundamentalmente, de la acusada caída de los precios internacionales de las materias primas registrada en los últimos meses, que compensa ampliamente el impacto del fuerte aumento de los costes laborales unitarios observado en el primer semestre de este año.

Gráfico 44 Detalle del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

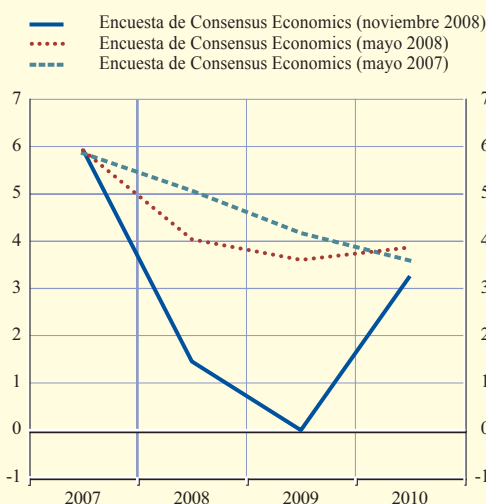


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

De cara al futuro, la disminución de los precios de las materias primas, así como el debilitamiento de la demanda, sugieren que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC seguirá bajando en los próximos meses. Según las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, la inflación media interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situará entre el 1,1% y el 1,7% en el 2009 y entre el 1,5% y el 2,1% en el 2010. Dependiendo, en particular, de la trayectoria futura de los precios del petróleo y de otras materias primas, no pueden excluirse descensos incluso más pronunciados de la inflación medida por el IAPC hacia mediados del año próximo, especialmente como resultado de fuertes efectos de base (véase recuadro 6). Sin embargo, debido también a efectos de base, las tasas de inflación podrían volver a subir en el segundo semestre del año, de forma que toda importante caída de la inflación medida por el IAPC podría ser de breve duración. Haciendo abstracción de tal volatilidad, los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo están más equilibrados que en el pasado. Si los precios de las materias primas vuelven a bajar de forma inesperada podrían generarse presiones a la baja sobre la inflación. Por otro lado, si la reciente tendencia a la baja de estos precios se invierte o si las presiones sobre los precios internos resulten ser más fuertes de lo esperado, podrían materializarse riesgos al alza para la estabilidad de precios.

Gráfico 45 Expectativas de beneficios empresariales publicadas por Consensus Economics

(en porcentaje; datos anuales)



Fuentes: Consensus Economics y cálculos del BCE.

Recuadro 6

EVOLUCIÓN RECIENTE Y FUTURA DE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC: INCIDENCIA DE LOS EFECTOS DE BASE

En el primer semestre del 2008, los precios de la energía y de los alimentos mostraron un fuerte movimiento al alza. Por el contrario, en el segundo semestre del año se moderó la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos y los precios de la energía disminuyeron de forma significativa. En el transcurso del 2008, esta evolución tuvo una marcada incidencia en el perfil de la inflación, que alcanzó un máximo en el 4%, en junio y julio, antes de experimentar un notable descenso en fechas más recientes. En el presente recuadro se examina en qué medida esta evolución afectará también al perfil de la tasa de variación interanual de la inflación en el 2009, a través de los denominados efectos de base.

A la hora de considerar las variaciones de las tasas de inflación interanual de un mes a otro, es de suma importancia determinar en qué medida estas variaciones reflejan la evolución de los precios en el año en curso (es decir, las «novedades» entre un mes y el siguiente) que entra en el cálculo de la variación interanual, y en qué medida reflejan el efecto arrastre del hecho de que la evolución de los

precios del año anterior queda «eliminada» de la tasa interanual —el denominado efecto de base—¹. No existe una definición generalmente aceptada del efecto de base. En el presente recuadro, un efecto de base se define como la contribución a la variación de la tasa de inflación interanual en un determinado mes derivada de una desviación de la tasa de variación intermensual en el mes base (es decir, el mismo mes del año anterior), con respecto al perfil habitual o normal, teniendo en cuenta las fluctuaciones estacionales². Para poder valorar la evolución de los precios y las presiones inflacionistas es necesario analizar la contribución de estos efectos de base a la tasa de inflación interanual medida por el IAPC.

Sin embargo, no es del todo sencillo identificar e interpretar estos efectos de base. Es importante observar que cambios en los perfiles estacionales de las variaciones de precios de un año a otro pueden inducir ruidos en la tasa interanual. Por otra parte, aunque es posible identificar los efectos de base con antelación, las variaciones intermensuales actuales pueden dar lugar a una evolución distinta de la inflación. También ha de tenerse en cuenta que los efectos de base no suponen que la tasa de inflación interanual quede en cierta medida distorsionada hacia arriba o hacia abajo. La tasa de inflación interanual mide siempre correctamente la tasa de variación de los precios a lo largo del año anterior. El efecto de base sólo ayuda a explicar en qué medida la variación de un mes a otro es resultado de que la evolución pasada queda eliminada del cálculo.

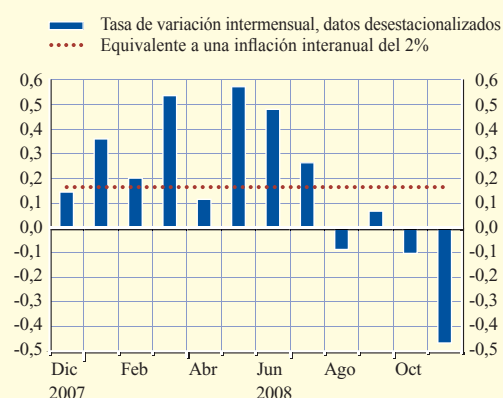
Por lo que se refiere al pasado reciente, el gráfico A muestra que en los primeros siete meses del 2008 se generaron fuertes presiones al alza sobre la inflación, como consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios de la energía y de los alimentos. En el segundo semestre del año, la inflación volvió a descender, al disminuir los precios de las materias primas.

Impacto de los efectos de base sobre el perfil de la inflación de la zona del euro en el 2009

El gráfico B muestra la contribución de los efectos de base de los componentes energético y no energético a la variación de la tasa de inflación interanual en los próximos doce meses. El impacto de los efectos de base del componente energético es mayor, aunque también se hace notar el impacto de los del componente no energético (especialmente los alimentos). Debido a que los excepcionales aumentos de los precios de la energía y de los alimentos registrados en el primer semestre del 2008 quedarán eliminados de la tasa interanual, los efectos de base tendrán una fuerte incidencia a la baja en el primer semestre del 2009, que se traducirá en unos efectos acumulados de 1,2 puntos

Gráfico A Inflación medida por el IAPC de la zona del euro en los últimos doce meses

(tasas de variación)



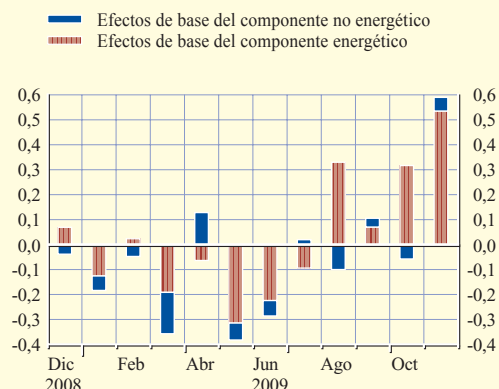
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1 Véase el recuadro titulado «Efectos de base y su impacto sobre la inflación medida por el IAPC a comienzos del 2005», en el Boletín Mensual de enero del 2005. Véase también el recuadro titulado «Incidencia de los efectos de base en la evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC», en el Boletín Mensual de enero del 2007.

2 El método utilizado para calcular estas variaciones intermensuales del IAPC habituales o normales es claramente arbitrario. A los efectos de este recuadro se ha utilizado la variación intermensual media desestacionalizada de cada mes observada desde enero de 1995.

Gráfico B Impacto de los efectos de base sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en los próximos doce meses

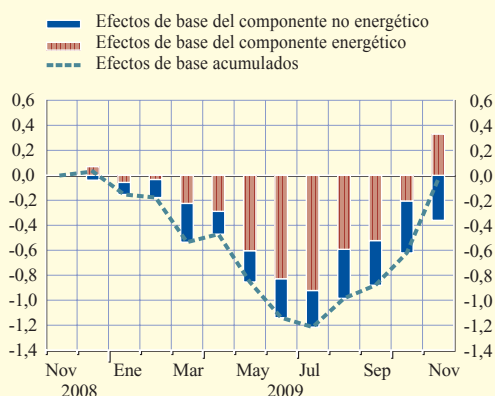
(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico C Impacto acumulado de los efectos de base

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

porcentuales entre diciembre del 2008 y julio del 2009 (véase gráfico C). Los efectos de base actuarán entonces en la dirección opuesta en el segundo semestre del 2009, con una incidencia acumulada al alza de 1,2 puntos porcentuales en el segundo semestre del año hasta noviembre (resultado, principalmente, del descenso de los precios del petróleo observado en el segundo semestre del 2008). Así pues, los efectos de base negativos hasta mediados del año próximo y su posterior inversión, en ausencia de otros factores, tenderán a dar un perfil en forma de U a la tasa de inflación de la zona del euro en el 2009.

En general, la medida en que estos efectos de base contribuirán a determinar el perfil de la inflación medida por el IAPC en el 2009 dependerá, fundamentalmente, de varios factores, entre los que cabe destacar la evolución de los componentes más erráticos (los alimentos y la energía) y, de una forma más general, también de las presiones sobre los precios. Por consiguiente, la trayectoria futura de la inflación en el 2009 no se puede evaluar mecánicamente sobre la base de los efectos de base.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

A partir de septiembre se ha observado una intensificación y una ampliación de las turbulencias en los mercados financieros. Las tensiones se han propagado progresivamente desde el sector financiero a la economía real y se han materializado una serie de riesgos a la baja para la actividad económica identificados anteriormente, lo que ha provocado un descenso en el ritmo de actividad de la zona del euro durante el 2008. Las encuestas de opinión apuntan a un pronunciado deterioro de la actividad económica hacia finales de año. Al tener que hacer frente a un moderado crecimiento de la renta real, a una caída de la riqueza financiera, a un endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos y a un empeoramiento de las perspectivas del mercado de trabajo, el gasto de los hogares se ha contraído. La inversión empresarial se ha debilitado a medida que descendía la rentabilidad, se atenúan las presiones sobre la capacidad productiva y el endurecimiento de las condiciones para la concesión de créditos aumentaba los costes de financiación y reducía los recursos disponibles. La inversión residencial también se ha moderado al enfriarse el mercado de la vivienda en varios países de la zona del euro. La demanda exterior ha retrocedido a medida que las economías avanzadas perdían dinamismo y que los mercados emergentes se veían cada vez más afectados por las turbulencias. El descenso del producto ha atenuado las presiones sobre la capacidad productiva de las empresas y parece que las tensiones en el mercado de trabajo han disminuido. La tasa de paro ha aumentado y las encuestas sobre las expectativas de creación de empleo han empeorado. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, de diciembre del 2008, prevén un crecimiento medio anual del PIB real en un intervalo comprendido entre el 0,8% y el 1,2% en el 2008, entre el -1% y el 0% en el 2009, y entre el 0,5% y el 1,5% en el 2010. Las perspectivas económicas siguen rodeadas de un grado de incertidumbre excepcionalmente elevado. Los riesgos para el crecimiento económico son a la baja.

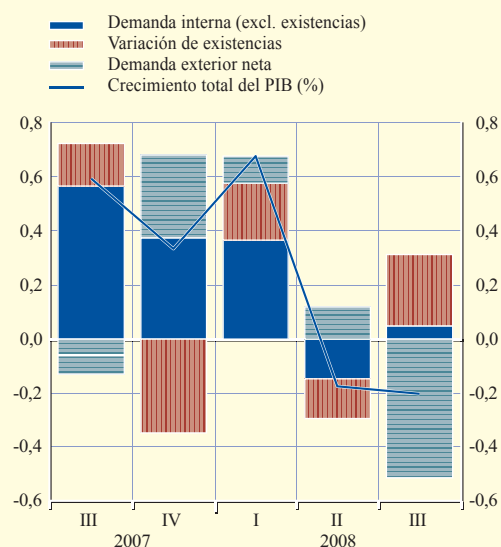
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

Al ralentizarse la economía mundial y debilitarse la demanda interna, el ritmo de actividad de la zona del euro disminuyó de forma acusada en el año 2008. El crecimiento intertrimestral del PIB real fue del -0,2% tanto en el segundo como en el tercer trimestre del 2008 (véase gráfico 46). Las perspectivas para la actividad económica son inciertas, dado que el efecto de la intensificación y la ampliación de las turbulencias en los mercados financieros sigue siendo difícil de valorar. Sin embargo, las encuestas de opinión apuntan a un empeoramiento de la actividad económica hacia finales de año.

El deterioro de la demanda durante los últimos seis meses fue generalizado en todos sus componentes. La demanda exterior se desaceleró a medida que se debilitaba la actividad en las economías avanzadas y los mercados emergentes se veían cada vez más afectados por la crisis financiera. La demanda interna también disminuyó. El aumento del precio de las materias primas redujo la renta y el gasto de los hogares en los primeros meses del año. Unas condi-

Gráfico 46 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

ciones de financiación más restrictivas y el descenso de la rentabilidad, así como la desaceleración del precio de la vivienda en varios países, dieron lugar a una moderación en la inversión. La desagregación del gasto en el tercer trimestre mostró que la demanda interna, excluida la variación de existencias, seguía estando relativamente estancada, compensándose en cierta medida el crecimiento moderado del consumo privado y la caída de la inversión con el aumento del gasto público. La demanda exterior neta redujo el crecimiento al mantenerse la debilidad de las exportaciones y recuperarse el crecimiento de las importaciones. La contribución de las existencias al crecimiento general fue positiva. En los apartados siguientes se examina con más detalle la evolución de la demanda.

CONSUMO PRIVADO

Al tener que hacer frente a un tímido crecimiento de la renta real, a una caída de la riqueza financiera, a un endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos y a un empeoramiento de las perspectivas del mercado de trabajo, el gasto de los hogares se moderó significativamente en el 2008. El consumo privado se redujo en el segundo trimestre del año y se mantuvo sin cambios en el tercero. La tasa de crecimiento interanual fue la más baja desde 1993. Los datos disponibles sugieren una nueva moderación del gasto en el cuarto trimestre. En octubre, el volumen de ventas del comercio al por menor fue un 0,8% más bajo que en el mes anterior y las matriculaciones de automóviles cayeron un 3,7%, en términos intermensuales (véase gráfico 47). La confianza de los consumidores se deterioró de forma acusada en octubre y noviembre, hasta situarse en el nivel más reducido desde 1993.

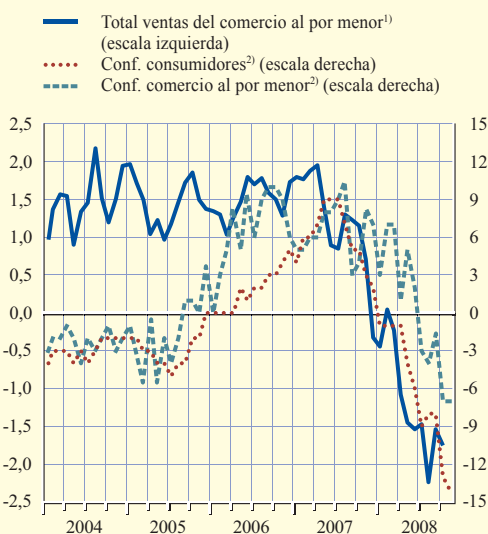
Las decisiones de gasto de los hogares se basan en distintos factores, pero un determinante fundamental es la renta. Durante el último año, el crecimiento de la renta real de los hogares ha experimentado una fuerte contracción. Los significativos aumentos registrados en el precio de las materias primas —en especial, los precios de los alimentos y de la energía— incrementaron el coste de la cesta de consumo habitual de los hogares. En el segundo trimestre del 2008, el crecimiento interanual de la renta real disponible de los hogares cayó hasta situarse en los niveles más bajos desde el 2003.

Las recientes caídas generalizadas observadas en los precios de las materias primas contribuirán a atenuar las presiones sobre la renta de los hogares y, en última instancia, deberían respaldar la recuperación del consumo privado. La inflación interanual medida por el IAPC ha caído desde el máximo alcanzado en julio y se espera que siga reduciéndose durante el primer semestre del 2009 (véase sección 3). Según la encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea, la preocupación de los hogares sobre la evolución de los precios también ha disminuido en cierta medida desde mediados de año.

No obstante, el efecto a corto plazo de las recientes caídas de precios sobre el consumo privado dependerá de la medida en que la mejora del poder adquisitivo anime a los hogares a incrementar el gasto en lugar del ahorro. Como se explicaba en el recuadro 5 del Boletín Mensual del BCE de julio del 2008, el

Gráfico 47 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.
1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables.
2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

ciclo actual se ha caracterizado por un gasto de los hogares relativamente moderado, en el que el conjunto de la actividad económica ha crecido, en general, por encima del consumo privado. La evolución más reciente sugiere que los consumidores de la zona del euro han seguido siendo cautos. Al aumentar la inflación hacia finales del 2007 y comienzos del 2008, los hogares, en lugar de mantener el consumo mediante la disminución del ahorro, decidieron reducir el gasto. Ciertamente, según las cuentas institucionales de la zona del euro, la tasa de ahorro se elevó durante los cuatro trimestres anteriores al segundo trimestre del 2008.

Es probable que la actual crisis financiera haya sido uno de los factores determinantes de la reticencia de los hogares a gastar. Al caer en picado los mercados de valores durante el 2008, los hogares registraron pérdidas en su riqueza financiera. En la medida en que se percibió que estas pérdidas eran permanentes, puede que los hogares tomaran la decisión de frenar el gasto. Además, es posible que las turbulencias financieras hayan aumentado la incertidumbre de los hogares sobre las perspectivas económicas y les haya predispuesto a acumular ahorros por motivos de precaución frente a posibles caídas futuras de la renta.

Las malas perspectivas del mercado de trabajo puede que también hayan afectado al sentimiento de los consumidores y, por lo tanto, contenido el gasto. Las encuestas sobre las expectativas de creación de empleo de las empresas indican una moderación significativa en el crecimiento del empleo durante el próximo año (véase sección 4.2). Esto debería reducir las rentas del trabajo —aunque los estabilizadores fiscales automáticos, sobre todo a través de pagos sociales como las prestaciones por desempleo, deberían ayudar a amortiguar el efecto para los hogares—. El incremento del desempleo desde que comenzó el 2008 podría haber intensificado también la incertidumbre de los hogares sobre las perspectivas futuras de empleo. La encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea muestra la preocupación creciente de los hogares sobre las perspectivas del mercado de trabajo.

INVERSIÓN

El crecimiento de la inversión también se ha moderado en los últimos trimestres. El crecimiento intertrimestral fue relativamente resistente en el primer trimestre del 2008, debido en parte a que en muchos lugares de Europa el invierno fue inusualmente suave, lo que impulsó la construcción en ese periodo. Sin embargo, la inversión retrocedió de forma acusada en el segundo y tercer trimestres del año, constituyendo los primeros descensos trimestrales observados en cinco años.

La moderación observada en el crecimiento de la inversión refleja, en parte, una desaceleración de la inversión en construcción, que incluye la construcción residencial y la comercial. En los dos últimos años, el crecimiento del precio de la vivienda en varios países de la zona del euro se ha atenuado (véase el recuadro 4 en el Boletín Mensual del BCE de julio del 2008), reduciéndose los incentivos para invertir en construcción residencial. La encuesta de préstamos bancarios del BCE indica un sustancial endurecimiento de las condiciones de concesión de préstamos para la adquisición de vivienda desde que se inició la crisis financiera en el verano del 2007, lo que puede haber restringido el acceso de los hogares a la financiación y reducido, por lo tanto, la demanda de viviendas. Es probable que, junto con la debilidad actual de la renta disponible de los hogares y el empeoramiento del sentimiento de los consumidores, el actual estancamiento de los mercados de la vivienda en la zona del euro persista durante algún tiempo y que la inversión en construcción proporcione un menor respaldo al crecimiento.

La inversión excluida la construcción también se ha ralentizado recientemente, a medida que la debilidad de la demanda reducía la rentabilidad, las presiones sobre la capacidad productiva se atenuaban y el endurecimiento de las condiciones para la concesión de créditos aumentaba los costes de financiación

y reducía los recursos disponibles. Tras registrar unas fuertes tasas de crecimiento intertrimestrales durante gran parte del 2007, el crecimiento de la inversión excluida la construcción se moderó en el primer trimestre del 2008, y la inversión cayó en el segundo trimestre. Los indicadores disponibles sugieren el mantenimiento de la debilidad en la inversión durante el tercer trimestre, con una reducción de la producción de bienes de equipo (véase sección 4.2).

Un factor que influye en los gastos de capital es el coste y la disponibilidad de financiación. Desde que se inició la crisis financiera, se han endurecido las condiciones de concesión de créditos para las empresas. El coste de financiación total en términos reales, una medida agregada que combina el coste de la deuda y el capital con la financiación bancaria, ha aumentado (véase sección 2). El endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos tenderá a poner freno al crecimiento de la inversión, pero es posible que el efecto se observe con retraso. Las empresas obtienen nuevos préstamos con fines de inversión de manera infrecuente, por lo que podrían haber tenido que recurrir a financiación comprometida anteriormente de las instituciones financieras. Además, aunque en términos agregados, el sector de las sociedades no financieras es prestatario neto, las empresas que desean invertir recurren en gran medida a fondos generados internamente, que han seguido siendo razonablemente abundantes a pesar del descenso observado en la rentabilidad durante el 2008. Ese puede ser uno de los motivos por los que la proporción de empresas participantes en la encuesta de opinión de la Comisión Europea que han señalado la financiación como factor que limita su producción continuó siendo relativamente reducida hasta julio del 2008. Sin embargo, en la encuesta de octubre, la preocupación de las empresas pertenecientes al sector servicios en relación con los factores financieros registró un aumento, lo que podría apuntar a que en el futuro el efecto de las condiciones de financiación sobre la inversión sería mayor.

Otra influencia importante en el estancamiento que se observa actualmente en las intenciones de inversión de las empresas ha sido probablemente el deterioro de la demanda. La menor demanda redujo las restricciones de financiación dentro de las empresas, lo que posiblemente palió la necesidad de las empresas de ampliar su capacidad productiva. Según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, la utilización de la capacidad productiva en el sector industrial cayó por debajo de su media a largo plazo en octubre. La proporción de empresas que señalan la falta de equipo y de espacio como factor que limita la producción también disminuyó notablemente desde el máximo observado en el tercer trimestre del 2007.

También es posible que la menor demanda modere la rentabilidad, desalentando el gasto de capital. Al disminuir la demanda durante el 2008, la rentabilidad empresarial se ha reducido (véase sección 3). La tasa de crecimiento interanual del resultado económico bruto de las sociedades no financieras cayó en los dos primeros trimestres del 2008, registrando la tasa más baja de los últimos cinco años. Indicadores de rentabilidad basados en los mercados de valores apuntan a una nueva desaceleración del crecimiento de la rentabilidad empresarial en el segundo semestre del año (véase sección 2).

Las malas perspectivas para la demanda y la rentabilidad probablemente constituyan un significativo factor moderador del crecimiento de la inversión en el año próximo. Además, las empresas podrían ser también más reacias a efectuar desembolsos de capital si la incertidumbre sobre las perspectivas económicas es mayor. En un entorno incierto, las empresas pueden considerar que es mejor esperar y retrasar las decisiones de inversión hasta que se aclaren las perspectivas. Varios indicadores sugieren que las turbulencias que se han vuelto a registrar en los mercados financieros desde mediados de septiembre han intensificado la incertidumbre sobre las perspectivas económicas. Las medidas de volatilidad implícita derivadas de las opciones financieras se elevaron de forma acusada a partir de mediados de

septiembre (véase sección 2). La reciente encuesta a expertos en previsión económica efectuada por el BCE mostró, asimismo, un desacuerdo mayor de lo habitual entre sus participantes acerca de las perspectivas para el crecimiento del PIB durante el próximo año.

En general, se espera que la inversión empresarial sea muy débil en lo que resta del año, así como en el 2009. Un indicador de la posible magnitud de la desaceleración lo constituye la encuesta bianual sobre inversión industrial efectuada por la Comisión Europea, que informa de que las empresas esperan que los gastos de capital caigan en casi un 15% en el 2009.

DEMANDA EXTERIOR NETA

El entorno exterior se ha deteriorado significativamente, agravado por la crisis financiera y las fuertes tensiones existentes en los sistemas bancarios y en las condiciones de concesión de créditos a escala mundial (véase sección 1). En las economías avanzadas, el crecimiento se ha debilitado y los mercados emergentes se han visto cada vez más afectados por las turbulencias, lo que ha frenado la demanda de bienes y servicios de la zona del euro. Las exportaciones de la zona del euro cayeron en el segundo trimestre del 2008 y sólo se recuperaron ligeramente en el tercer trimestre; el crecimiento interanual alcanzó su nivel más bajo desde el 2003 en el tercer trimestre del año. Las encuestas de opinión apuntan a una continuación de la moderación en el crecimiento de las exportaciones en el cuarto trimestre.

De cara al futuro, las perspectivas a corto plazo para las exportaciones de la zona del euro siguen sin ser buenas, pues se espera que la actividad económica general mantenga su debilidad. Los índices de carteras de pedidos exteriores de las encuestas a los directores de compras y de la Comisión Europea han caído de forma significativa desde mediados de año. Los índices de clima de las exportaciones de la encuesta a los directores de compras para los principales países de la zona del euro se situaron en los niveles más bajos desde el 2001. No obstante, las exportaciones pueden verse favorecidas en cierta medida por la depreciación registrada en el tipo de cambio efectivo nominal del euro a partir de julio (véase sección 7), que debería mejorar la competitividad de los exportadores de la zona del euro.

En consonancia con la desaceleración de las exportaciones y de la demanda interna, las importaciones de la zona se moderaron en el segundo trimestre del 2008. Al esperarse que la demanda mantenga su debilidad, es probable que el crecimiento de las importaciones siga siendo contenido en el corto plazo. Sin embargo, el crecimiento de las importaciones se recuperó fuertemente en el tercer trimestre del 2008, lo que, junto con el tímido crecimiento de las exportaciones, dio lugar a que la demanda exterior neta tuviera una importante contribución negativa en el crecimiento del PIB. Dado que la demanda interior, excluida la variación de existencias, fue débil durante ese periodo, el aumento de las importaciones se vio reflejado en una acumulación de existencias. En el pasado, las contribuciones trimestrales de la demanda exterior neta y de las existencias han estado correlacionadas de forma muy negativa.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Un determinante clave de las presiones inflacionistas a corto plazo es el equilibrio entre el producto agregado y la oferta potencial. La presión de la demanda sobre los recursos —la intensidad con la que las empresas utilizan el personal y el capital existentes y el grado de tensionamiento del mercado de trabajo— afecta a los costes de producción de las empresas y, a su vez, a sus decisiones en cuanto a los precios y a su poder de negociación. El producto de la zona del euro disminuyó a mediados de año y se prevé que mantendrá su debilidad en el corto plazo (véase el apartado sobre el producto por ramas

de actividad). Parece que las presiones sobre la capacidad productiva de las empresas han desaparecido ya. La utilización de la capacidad productiva en la industria ha caído. Los índices de las encuestas a los directores de compras apuntan a un acortamiento significativo en los plazos de entrega de los proveedores en el sector manufacturero y a una importante reducción de los pedidos pendientes tanto en la rama de servicios como en la industria. En el mercado de trabajo también parece que han disminuido las tensiones (véase el apartado sobre mercado de trabajo). El paro ha aumentado desde que comenzó el año y, según las encuestas de opinión de la Comisión Europea de octubre, la proporción de empresas que ha mencionado la escasez de mano de obra ha descendido.

De cara al futuro, la medida en que la constante debilidad de la demanda contribuye al aumento del nivel de capacidad ociosa en la economía —el equilibrio entre el producto real y el potencial— depende del efecto de los últimos acontecimientos sobre la oferta potencial de la economía. Es probable que algunas de las perturbaciones que afectan actualmente a la economía de la zona del euro reduzcan el crecimiento potencial. Pese a las recientes caídas de precios, el aumento del precio del petróleo, que es un factor importante en el proceso de producción, ha elevado los costes de producción y puede que haya hecho que algunas tecnologías no sean rentables. Dado que las empresas no suelen poder sustituir el petróleo por otros factores (capital o trabajo), al menos en el corto plazo, éstas podrían optar, en su lugar, por desechar maquinaria especialmente intensiva en energía, lo que reduciría el crecimiento potencial. Además, el incremento de las primas de riesgo en los mercados financieros ha elevado los costes de financiación, lo que debería entrañar una reducción de la inversión y una disminución del *stock* de capital (véase recuadro 7). Lo anterior podría limitar la capacidad de las empresas de financiar algunos proyectos de inversión u obligarles a posponer planes ya existentes. También podría limitar el acceso de las empresas al capital circulante, lo que afectaría también a la producción. Tomados en conjunto, estos factores sugieren que el crecimiento del producto potencial podría haberse moderado recientemente. Además, en caso de que los diferenciales de crédito y los precios del petróleo se mantuvieran persistentemente elevados durante un período de tiempo, la oferta potencial podría seguir siendo débil en el medio plazo.

Recuadro 7

EVOLUCIÓN DEL PRODUCTO POTENCIAL A LA VISTA DE LOS CAMBIOS ACAECIDOS EN LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO Y EN LAS PRIMAS DE RIESGO DE CRÉDITO

En el contexto de las importantes perturbaciones que han afectado a la economía de la zona del euro, se prevé de forma generalizada que se producirá una acusada desaceleración de la actividad económica. No obstante, con el fin de evaluar en qué medida la pérdida de dinamismo prevista irá acompañada de una reducción de la utilización de recursos en la economía, se han de considerar los cambios que podrían registrarse en el producto potencial. Ya que parte de la desaceleración de la actividad podría deberse al efecto negativo de factores por el lado de la oferta, éstos podrían también hacer descender el producto potencial, de modo que la aparición de capacidad ociosa en la economía podría ser menor que en el caso de una recesión cíclica ocasionada solamente por la demanda.

Como es bien sabido, existen serias dificultades para medir el producto potencial en tiempo real. La Comisión Europea estima que, desde el año 2007 al año 2009, el crecimiento del producto potencial disminuirá del 2% al 1,5%, y la OCDE estima una reducción del 2,1% al 1,9% (véase cuadro).

El producto potencial depende de una serie de factores por el lado de la oferta relacionados con los factores de producción, tales como el capital, el trabajo y la energía, así como la productividad. Las variaciones en el crecimiento del producto potencial reflejarán, así, la evolución de los factores por el lado de la oferta, pero dichas variaciones podrían haber sido inducidas bien por la evolución cíclica o bien por la evolución estructural. Los ejemplos relativos al primer caso incluyen cambios cíclicos en la inversión o en la tasa de actividad; los relativos al segundo pueden derivarse de factores tales como las tendencias demográficas, las reformas institucionales, la innovación tecnológica o cambios persistentes en el coste de los factores que intervienen en el proceso de producción. Resulta difícil diferenciar, en tiempo real, los factores cíclicos de los factores estructurales. En principio, son sólo estos últimos los que importan a la hora de estimar el crecimiento tendencial del producto potencial¹.

Entre los posibles factores estructurales que están contribuyendo a una reducción del crecimiento del producto potencial en la coyuntura actual, este recuadro se centra en el efecto de dos perturbaciones que han afectado a la zona del euro, a saber, los incrementos de los precios del petróleo y el aumento de las primas de riesgo de crédito. Los precios del petróleo han sido muy volátiles en los últimos años, con fuertes subidas observadas a partir de mediados del verano del 2008 y acusadas caídas posteriormente. Dado que el petróleo se utiliza para generar producto, un aumento de los precios del petróleo da lugar a un incremento de los costes marginales para el mismo nivel de producción. Entonces, la igualdad entre coste marginal y producto marginal en la economía se restablece a través de una menor utilización de los factores de producción. Esto implicará, a su vez, una producción más baja. Además, los costes de financiación también se han incrementado desde mediados del 2007, tras una ampliación de los diferenciales de crédito. Si estos diferenciales siguieran siendo elevados durante un período de tiempo prolongado, la reducción de la demanda de capital sería más duradera y, por lo tanto, el producto potencial sería más bajo.

Se puede utilizar una función de producción para ilustrar la posible magnitud de esos efectos. Una subida del precio relativo de un factor de producción con respecto al precio del producto dará lugar a un incremento de su coste marginal real. En equilibrio, ello requiere un aumento de la productividad marginal, que se obtiene disminuyendo la utilización de ese factor, y, por lo tanto, reduciendo el producto. A su vez, la reducción de la utilización de ese factor de producción conlleva el deterioro de la productividad marginal de otros factores. Puede demostrarse que la medida en que lo anterior afecta al crecimiento del producto potencial depende realmente de la flexibilidad de los precios de otros factores y de la tasa a la que se desecha el capital. Es importante observar que cuanto menos

¹ Véanse los recuadros titulados «La fiabilidad o no fiabilidad de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción» y «Tendencias en el crecimiento del producto potencial de la zona del euro», publicados en los boletines mensuales de febrero y julio del 2005, respectivamente.

Estimaciones del crecimiento anual del producto potencial en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	2007	2008	2009
Comisión Europea	2,0	1,7	1,5
OCDE	2,1	2,0	1,9

Fuentes: Basado en las previsiones económicas de otoño de la Comisión Europea (2008), OECD Economic Outlook n.º 83, junio del 2008.

flexibles sean los precios, mayor será el ajuste a la baja del producto potencial. Del mismo modo, cuanto mayor sea la tasa mencionada, más intensos serán los efectos a corto plazo del crecimiento potencial.

En junio del 2008, la OCDE (2008)² utilizó una función de producción para elaborar algunas estimaciones del impacto que la persistencia de primas de riesgo y precios del petróleo más elevados tendría sobre el producto potencial. Dichas estimaciones se basan en el supuesto de que los precios del petróleo reales fueran un 170% superiores a su media de 20 años en la zona del euro (esto correspondería a precios del petróleo de 120 dólares estadounidenses por barril). Con numerosas cautelas, como documenta la OCDE, los precios del petróleo más elevados podrían reducir el crecimiento del producto potencial entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales, en términos anuales, en los primeros años del ajuste. Dado que los precios del petróleo han bajado sustancialmente desde el máximo alcanzado a mediados del verano, el posible efecto que podría calcularse partiendo del supuesto de que los precios del petróleo se mantuvieran en su nivel actual sería probablemente mucho más débil.

En el caso de los diferenciales de crédito, entre el segundo trimestre del 2007 (es decir, antes de que se iniciara la crisis financiera) y el tercer trimestre del 2008, las primas de los préstamos de las instituciones financieras monetarias a las sociedades no financieras han aumentado en torno a 50 puntos básicos. Las estimaciones de la OCDE, que se basan en un incremento estructural de los costes de financiación reales de una magnitud similar, implicarían un descenso del crecimiento del producto potencial comprendido entre -0,2 y -0,3 puntos porcentuales al año en los primeros años del ajuste.

Así pues, es de prever que la persistencia de diferenciales de crédito más elevados, que se materialicen en un coste de capital estructuralmente más alto, y de unos precios del petróleo también más elevados den lugar a una reducción del crecimiento del producto potencial. No obstante, conviene tener presente que, cuando se trata de estimar la magnitud de este efecto, es necesario tener en cuenta varios supuestos, y el impacto que se obtiene conlleva un elevado nivel de incertidumbre. Aún así, si se mantuviera durante un período más prolongado el alto nivel actual de las primas de riesgo, o si los precios del petróleo alcanzaran de nuevo niveles significativamente más elevados, ello incidiría negativamente en el crecimiento tendencial del producto potencial de la zona del euro en los años venideros.

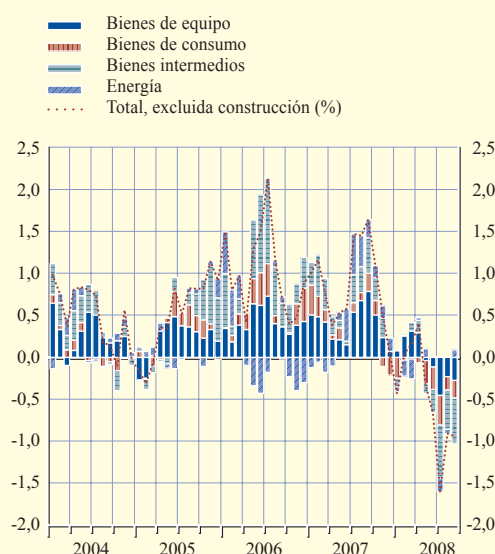
2 OCDE, «The implications of supply-side uncertainties for economic policy», OECD Economic Outlook n.º 83, junio del 2008.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

En el pasado, los sectores industriales —las manufacturas y la construcción— han mostrado habitualmente una mayor sensibilidad al ciclo económico que otras ramas. Esto es lo que ha ocurrido también este año cuando la desceleración afectó con más intensidad a estos sectores, si bien se observó una moderación de la actividad en todos los sectores. El valor añadido en la industria (excluida la construcción) cayó en el segundo y tercer trimestres del 2008. La producción se redujo en los principales subsectores de la industria manufacturera, pero el descenso más reciente fue particularmente pronunciado

Gráfico 48 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

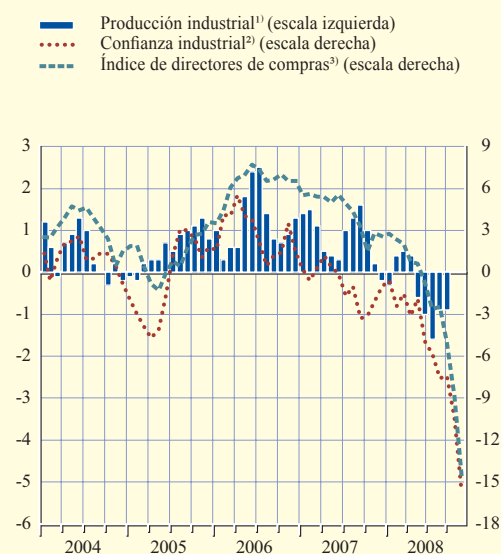
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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.

Gráfico 49 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.
Nota: Todas las series se refieren a las manufacturas.
1) Tasas de variación intertrimestral.
2) Saldos netos; variaciones en comparación con tres meses antes.
3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

en la rama de bienes de equipo (véase gráfico 48). En meses anteriores, la demanda exterior, sobre todo de los países emergentes, había respaldado el crecimiento en dicha rama. Además, un importante *stock* de pedidos acumulados había mantenido la producción en niveles elevados. Sin embargo, a medida que se reducía la demanda de inversión a escala mundial y que los mercados emergentes se veían cada vez más afectados por la crisis financiera actual, los nuevos pedidos de bienes de equipo disminuyeron. La reciente desaceleración observada en la producción de bienes de equipo puede reflejar el agotamiento de los pedidos pendientes.

La actividad en la construcción se ha moderado al enfriarse los mercados de inmuebles residenciales. El valor añadido en la construcción cayó notablemente en el segundo trimestre del año. Como se ha mencionado en boletines mensuales anteriores, esta caída representa, en parte, una reacción técnica frente al crecimiento inusualmente elevado observado en los primeros meses del año, cuando las buenas condiciones meteorológicas en algunas partes de Europa impulsaron la construcción. Sin embargo, la tendencia general de la actividad en la construcción ha sido a la baja. Esta actividad también descendió en el tercer trimestre del 2008; las licencias de obra para nuevas viviendas residenciales cayeron de forma pronunciada, en términos interanuales, en agosto; y las encuestas de actividad apuntan a una debilidad continuada en la última parte del año.

La actividad en la rama de servicios ha sido más resistente que en otros sectores —aunque la tasa de crecimiento intertrimestral del 0,3% y el 0,2% en el segundo y tercer trimestres, respectivamente, ha sido la más baja desde comienzos del 2004—. Las encuestas sugieren el mantenimiento de la modera-

ción en la actividad de este sector en lo que resta de año. Dentro de los servicios, la desaceleración ha sido relativamente generalizada. Como consecuencia de la moderación del gasto de los hogares y de los aumentos de precios de los alimentos a comienzos de año, la actividad en la hostelería fue débil. También se dejó sentir en los sectores de transporte y comunicación el efecto de la desaceleración registrada en las manufacturas, un importante usuario intermedio de sus servicios.

Por el contrario, el crecimiento en la rama de actividades financieras y empresariales fue sólido en el segundo trimestre y siguió siendo positivo en el tercer trimestre. Con la turbulencia actual en los mercados financieros, que probablemente haya afectado a los servicios de intermediación financiera, se podría haber pensado que el declive en este sector sería más severo. Sin embargo, en él se incluye una amplia gama de actividades —por ejemplo, servicios jurídicos, de contabilidad, fiscales, de consultoría e inmobiliarios—, y no todas ellas se han visto afectadas directamente por la crisis. No obstante, las encuestas indican un descenso generalizado en todos estos subsectores en el pasado año, lo que sugiere que podrían registrarse nuevas reducciones en el valor añadido de las actividades empresariales.

De cara al futuro, las perspectivas a corto plazo para la actividad económica general se ha deteriorado marcadamente en los últimos meses. En la industria, los nuevos pedidos cayeron de forma acusada en el tercer trimestre. En noviembre, el índice sintético relativo al producto de la encuesta a los directores de compras registró la caída mensual más pronunciada, hasta alcanzar el nivel más bajo desde que comenzó la encuesta en 1998 (véase gráfico 49). La actividad retrocedió tanto en los servicios como en la industria al ritmo más rápido observado hasta el momento. Las encuestas de la Comisión Europea de noviembre también mostraron que la confianza empresarial se situaba en sus niveles más reducidos desde 1993. Estas encuestas suelen ser un buen indicador de la evolución de la actividad en la zona del euro, pero es posible que en estos momentos no reflejen con precisión lo que está ocurriendo, tal vez porque el sentimiento se ha visto afectado indebidamente por la reciente crisis financiera y por el pesimismo de la información publicada en los medios de comunicación. No obstante, como se mencionaba en el recuadro 6 del Boletín Mensual del BCE de noviembre de 2008, al menos hasta el tercer trimestre del año estas encuestas han seguido proporcionando una visión bastante buena de la evolución de las distintas ramas de actividad. Por lo tanto, las importantes caídas registradas en las encuestas en noviembre parecerían señalar un nuevo y marcado deterioro del ritmo de crecimiento subyacente de la economía de la zona del euro, siendo las perspectivas para el sector industrial particularmente adversas. Esta opinión se ve corroborada en cierta medida por evidencia anecdótica, que informa de ampliaciones del período de cierre de fábricas más allá de la Navidad en algunos sectores, de cancelación de pedidos y de una preocupación creciente sobre el efecto que tendrá el endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos sobre la producción. En general, se espera que la actividad se debilite aún más en el cuarto trimestre del 2008 y que siga siendo muy moderada a comienzos del 2009.

MERCADO DE TRABAJO

En los últimos años, los mercados de trabajo de la zona del euro mejoraron significativamente. El empleo creció mucho, la tasa de actividad se elevó y, a comienzos del 2008, el desempleo había caído hasta su nivel más bajo desde el comienzo de los años ochenta. Como consecuencia, hacia finales del 2007 los mercados de trabajo estaban tensionados y aumentaron las presiones salariales (véase sección 3). Sin embargo, más recientemente, las perspectivas del mercado de trabajo se han deteriorado de modo significativo. La tasa de desempleo se ha incrementado desde que se inició el año 2008 y, aunque el crecimiento del empleo fue razonablemente sólido en los primeros meses del 2008, las encuestas de expectativas de creación de empleo han empeorado desde entonces. La demanda de mano

de obra ha retrocedido con más rapidez que la oferta de empleo disponible, y se espera que esto continúe así. Por consiguiente, se prevé que las presiones sobre el mercado de trabajo disminuyan en los próximos trimestres.

Aunque el crecimiento del empleo no ha mantenido el rápido ritmo observado en el 2007, en relación con el crecimiento del producto, el empleo ha resistido relativamente bien en el primer semestre del 2008. El empleo se desaceleró ligeramente, aumentando un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2008, y un 0,2% en los tres meses siguientes (véase cuadro 8). El desfase entre los cambios en el empleo y la actividad no son inusuales. Tanto la contratación como el despido son costosos para las empresas, especialmente de los empleados con contratos indefinidos. Inicialmente, las empresas podrían haber tomado la decisión de esperar, para evaluar la posible magnitud de la desaceleración del crecimiento del producto antes de incurrir en gastos derivados de efectuar importantes ajustes de plantilla. Si al principio se hubiera previsto que la desaceleración iba a ser suave o relativamente corta, las empresas podrían haber decidido simplemente mantener la plantilla y hacer un uso menos intensivo de lo habitual de los trabajadores. Este atesoramiento de trabajo se hubiera hecho evidente en una reducción de las horas trabajadas y en una caída del producto producido por trabajador. De hecho, la productividad de la zona del euro, medida como valor añadido por trabajador, aumentó en el segundo semestre del 2008 a un ritmo mucho menor que en periodos anteriores (véase gráfico 51) y el crecimiento anual de la media de horas trabajadas se redujo en el primer semestre del 2008, frente al 2007. Otra opción habría sido que las empresas hubieran tomado inicialmente la decisión de reducir el número de trabajadores, absteniéndose de sustituir a los trabajadores que se jubilaran o que abandonaran la empresa o reduciendo el número de trabajadores con contratos temporales, cuyo despido es más barato. Según las estadísticas de la encuesta de población activa, en el segundo trimestre del 2008 el crecimiento interanual del empleo temporal disminuyó con mucha más rapidez que el empleo indefinido. Lo anterior puede que haya reflejado también el significativo freno registrado en la actividad del sector de la construcción, que depende fuertemente del empleo temporal.

De cara al futuro, las perspectivas a corto plazo para la demanda dependen de cómo cambie la valoración de las empresas de las perspectivas económicas, a medida que se deteriore la economía. Las encuestas sugieren que, al intensificarse la desaceleración y aumentar la posibilidad de que se prolongue el período de moderación de la actividad, las empresas han revisado a la baja sus intenciones de crea-

Cuadro 8 Crecimiento del empleo

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

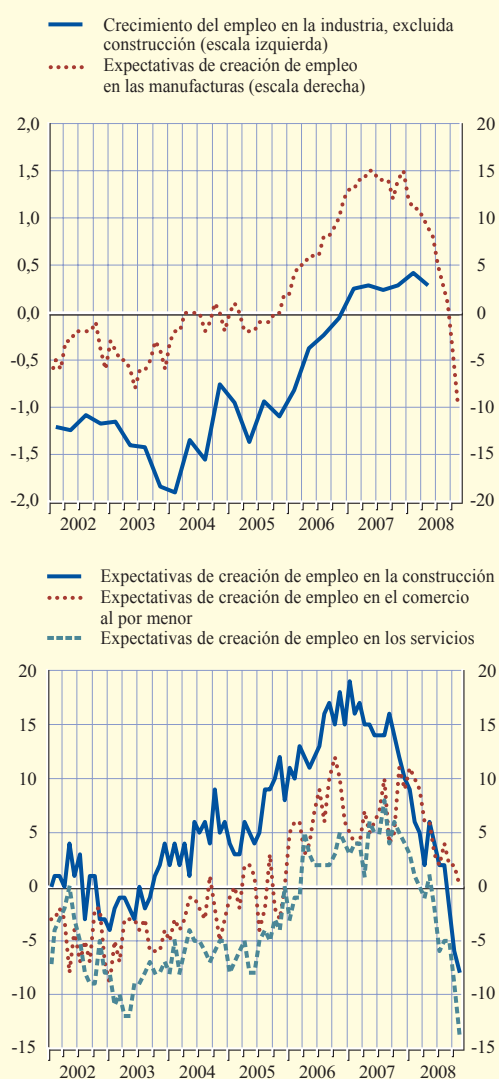
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2006	2007	2007 II	2007 III	2007 IV	2007 I	2008 II
Total de la economía	1,6	1,8	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,9	-1,2	-0,4	-1,2	-0,5	0,5	-1,0
Industria	0,5	1,4	0,2	0,0	0,1	0,2	-0,3
Excluida la construcción	-0,4	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0
Construcción	2,6	3,9	0,5	0,0	0,0	0,1	-1,1
Servicios	2,2	2,1	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4
Comercio y transporte	1,6	1,8	0,9	0,7	0,1	0,4	0,4
Finanzas y empresas	3,9	4,1	1,3	0,8	0,7	0,9	0,4
Administración pública ¹⁾	1,9	1,3	0,1	0,5	0,4	0,0	0,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 50 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

(tasas de variación interanual; saldos netos; datos 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.

ción de empleo y las perspectivas para el mercado de trabajo han empeorado notablemente. En noviembre, tanto la encuesta a los directores de compras como las de la Comisión Europea relativas a las expectativas de creación de empleo cayeron hasta aproximarse a los niveles más bajos observados desde el 2003 (véase gráfico 50).

Las consecuencias de la moderación esperada en la demanda de empleo dependen, en parte, de cómo evolucione la oferta de mano de obra. Los aumentos de la población activa reflejan variaciones en la población en edad de trabajar y en la disposición de los individuos a participar en ella. Al igual que la demanda de empleo se mantuvo relativamente sólida hasta mediados de año, también se mantuvo el crecimiento de la oferta de mano de obra. La población en edad de trabajar creció de forma sostenida y la tasa de actividad mejoró. El crecimiento interanual de la población activa en el segundo trimestre del 2008 se aproximó a la media de los últimos dos años.

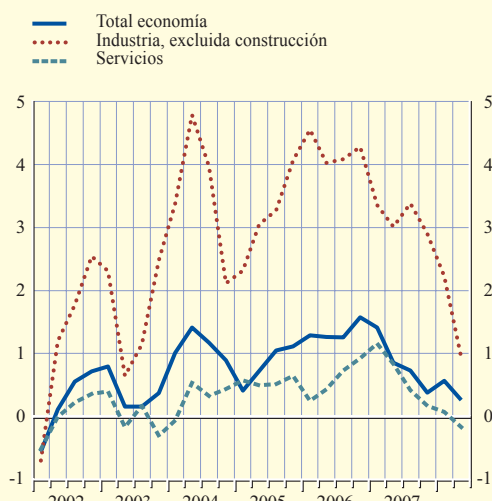
A medida que se desacelera la economía, es probable que la oferta potencial de empleo crezca con menos rapidez. Al disminuir el número de puestos de trabajo vacantes, los individuos podrían sentirse desanimados y no buscar trabajo. Las tasas de actividad descenderían al abandonar los trabajadores la población activa. En el medio plazo, la población activa disponible también podría reducirse si los trabajadores siguieran desempleado por períodos de tiempo prolongados. Probablemente, las personas sin trabajo verían cómo se deterioran sus cualificaciones o cómo éstas dejan de ser pertinentes en relación con los requisitos exigidos por las empresas. Puede, entonces, que les resulte cada vez más difícil encontrar trabajo, incluso cuando empiece a recuperarse la actividad. Como se explica en el recuadro 8, por eso es importante que los

Gobiernos de la zona del euro adopten medidas relativas al mercado de trabajo que puedan reducir la posibilidad de que se produzca tal deterioro estructural en el desempleo y en las tasas de actividad.

En resumen, la conjunción de una demanda de empleo moderada y de un crecimiento más sostenido de la oferta potencial de mano de obra sugiere que las tensiones en los mercados de trabajo han empezado a disminuir. Aunque sigue siendo bastante reducida desde el punto de vista histórico, la tasa de desempleo en la zona del euro ha crecido notablemente desde comienzos de año, pasando del 7,2% en el primer trimestre del año al 7,7% en octubre. El número de parados se incrementó en 225.000 personas en

Gráfico 51 Productividad del trabajo

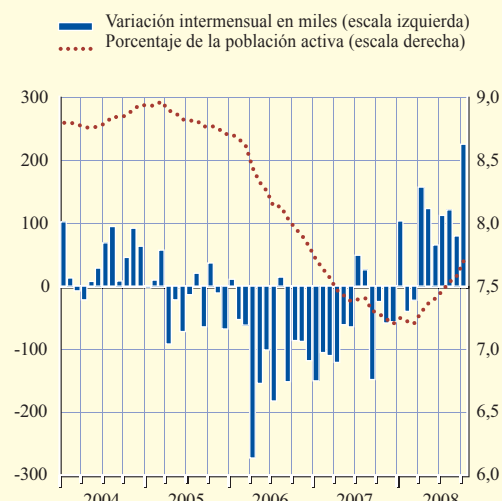
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 52 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

octubre, por séptimo mes consecutivo, constituyendo la mayor subida desde 1993 (véase gráfico 52). En ese mes, las encuestas de opinión de la Comisión Europea también indicaron un descenso en la proporción de empresas que informaban de que la escasez de mano de obra limitaba la producción. Al reducir las empresas sus demandas de empleo, es de esperar que, el año próximo, disminuyan las presiones en el mercado de trabajo.

Recuadro 8

POLÍTICAS ESTRUCTURALES EN TIEMPOS DE CRISIS

En vista de la crisis financiera actual y de la contracción de la actividad económica en la zona del euro, en este recuadro se abordan brevemente las medidas de política fiscal y estructural adoptadas para aumentar la capacidad de resistencia de la economía y estimular la productividad y la innovación, con el fin de sostener la recuperación y el crecimiento económicos a largo plazo. La política monetaria, al lograr que las expectativas de inflación se mantengan firmemente ancladas, de conformidad con la definición de estabilidad de precios del BCE de mantener la tasa de inflación en un nivel inferior, pero próximo, al 2% en el medio plazo, refuerza la confianza y contribuye a la recuperación económica. Sin embargo, es evidente que la política monetaria no puede resolver la situación en regiones o sectores concretos o crear las condiciones estructurales para una asignación eficiente de trabajadores y la reestructuración de empresas. Es probable que los países con unos mercados de trabajo y de productos estructuralmente rígidos y con desequilibrios fiscales relativamente abultados y administraciones públicas ineficientes resistan peor la crisis y estén más expuestos a la desaceleración general. A largo plazo, el crecimiento del producto de un país dependerá también, entre otros factores, del grado en el que la crisis y la recesión económicas afecten al producto potencial a través

de la reestructuración de empresas, los ajustes en el mercado de trabajo y la calidad de las actividades del sector público.

En la coyuntura actual, resulta crucial que los Gobiernos no pospongan, sino que antes bien adopten medidas decididas para acometer en sus países las reformas estructurales necesarias y mejoren la calidad de las finanzas públicas de conformidad con la Estrategia de Lisboa. Tales medidas son preferibles a una gestión de la demanda a corto plazo, dado que sientan unas bases sólidas para la recuperación, así como para el crecimiento y el empleo a medio y largo plazo. En una reciente Comunicación¹, publicada como base para la discusión de un Plan Europeo de Recuperación Económica en el Consejo Europeo, la Comisión Europea propuso también una serie de medidas de política fiscal y estructural. En ese sentido, resulta importante mantener la disciplina y una perspectiva de medio plazo en la formulación de políticas macroeconómicas. La experiencia ha demostrado que el activismo en la política económica solamente ha provocado la acumulación de desequilibrios fiscales y no ha contribuido a resolver los problemas económicos y estructurales subyacentes.

Medidas para estimular el mercado de trabajo y el crecimiento de la productividad²

En el mercado de trabajo se necesitan medidas que ayuden a contener el efecto de la crisis financiera y logren que la recuperación económica se inicie sin que se produzca un deterioro estructural de los niveles de empleo y se reduzca la tasa de actividad a largo plazo. Estas medidas son las siguientes:

- (a) Medidas que apoyen la flexibilización de los salarios y la moderación del crecimiento salarial: Entre ellas se incluye la abolición de los sistemas de indicación de los salarios para contribuir a reducir la subida de los salarios y la presión de los costes que sufren las empresas, facilitando con ello la competencia y favoreciendo el empleo. En un entorno en el que los sectores se han visto afectados de manera diferente por la crisis, serían beneficiosas las características institucionales de los sistemas de negociación que puedan ayudar a que los salarios reflejen la evolución de la productividad a nivel local, las condiciones del desempleo y la competencia entre empresas. En concreto, en los sectores y países más afectados por la crisis, la reducción de precios y costes por unidad de producto favorecerá la demanda y el empleo. Además, al tratar de la legislación sobre el salario mínimo, conviene centrarse en el apoyo del empleo y en evitar pérdidas de empleo, pues esto afectaría principalmente a las partes de la sociedad menos cualificadas y más débiles.
- (b) Medidas que apoyen el empleo: Las reformas encaminadas a reforzar la efectividad y la eficiencia de las políticas laborales activas y de las oficinas públicas de empleo contribuirán a la formación de los parados y a que encuentren nuevos empleos. En el caso de los trabajadores ocupados, una mayor flexibilidad de la jornada laboral puede proporcionar a las empresas el margen adicional que necesitan para reducir la jornada en momentos concretos, según las necesidades de producción, sin tener que efectuar despidos y, por tanto, sin perder un capital humano valioso. Una mayor flexibilidad en la renovación de los contratos temporales también podría contribuir a sostener el empleo durante la crisis.

1 Comunicación de la Comisión Europea al Consejo Europeo – Un Plan Europeo de Recuperación Económica, 26 de noviembre de 2008.

2 Véase, por ejemplo, BCE (2008) «Labour Supply and Employment in the Euro Area Countries», 2008 Structural Issues Report.

- (c) Medidas que faciliten el ajuste económico en el medio plazo: Otras medidas pueden ayudar a promover la capacidad de ajuste de la economía en el medio plazo y sentar las bases para la recuperación, evitando el ascenso del paro estructural. Entre estas medidas se encuentra las encaminadas a fomentar la movilidad laboral geográfica (tanto dentro de los países como entre ellos) y ocupacional, como la portabilidad de las pensiones y el reconocimiento internacional del nivel de estudios alcanzados, que favorecería la redistribución de la actividad entre sectores. Las reformas de los sistemas de prestaciones por desempleo que estipulen el nivel adecuado y/o la duración de las prestaciones que eviten los desincentivos a aumentar la oferta de trabajo y una presión adicional al alza sobre los costes laborales. Una reducción de la cuña fiscal sobre el empleo mediante una modificación de los impuestos y de las cotizaciones sociales puede ayudar a mantener la oferta de mano de obra y el empleo al disminuir las cotizaciones que han de pagar los empresarios y, en el caso de los trabajadores, estrechar la brecha existente entre los salarios brutos y netos. El hecho de flexibilizar la legislación de protección del empleo reduce los desincentivos de las empresas a contratar nuevos trabajadores. Por último, las medidas destinadas a facilitar la transferencia de cualificaciones y a cambiar su estructura mediante la mejora de las actividades educativas aumentan la posibilidad de encontrar empleo en el medio y largo plazo.

En los mercados de productos, son necesarias medidas que alivien la carga regulatoria de las empresas existentes, intensifiquen la competencia y estimulen la innovación. Estas medidas son las siguientes:

- (a) Medidas encaminadas a potenciar la capacidad de resistencia: Las políticas que disminuyen la regulación relativa a las empresas existentes e intensifican la competencia son beneficiosas para los consumidores en cuanto que reducen los precios y, por tanto, aumentan el poder adquisitivo de los hogares. Esto es lo que ocurre en la rama de servicios (como los servicios de red y el comercio al por menor) y en la agricultura. Junto con las ganancias de productividad derivadas del desplazamiento de la oferta hacia las empresas más eficientes, es probable que tales medidas estimulen la demanda agregada a medio plazo e incrementen la capacidad de resistencia de la economía de la zona del euro a la hora de hacer frente a perturbaciones adversas.
- (b) Medidas que estimulen la productividad y la innovación. En países con margen de maniobra presupuestario, puede recomendarse un aumento del gasto público en Investigación y Desarrollo (I + D) para estimular la demanda agregada, así como la productividad y la competencia a largo plazo, a través de la innovación. Además, en un entorno regulador sólido, un mercado adecuado para el capital-riesgo logrará que las empresas de reciente creación y las pequeñas y medianas empresas (PYMES) encuentren las fuentes de financiación idóneas. La colaboración de los sectores público y privado también puede ayudar en el caso de proyectos especialmente complejos o que exija una financiación muy elevada. Las barreras a la entrada, así como las barreras regulatorias a la creación de nuevas empresas, deberían relajarse o eliminarse para facilitar la reestructuración del sector empresarial mediante la creación de nuevas empresas.

Medidas fiscales de calidad y de fomento del crecimiento

Las medidas encaminadas a mejorar la calidad de las finanzas públicas, y que afectan tanto al nivel como a la composición de los ingresos y los gastos públicos, tienen por objeto la obtención de los

beneficios económicos a largo plazo derivados de una asignación y un uso más efectivos y eficientes de los recursos presupuestarios para las prioridades estratégicas identificadas. El gasto productivo tiene un efecto positivo sobre el potencial de crecimiento de una economía al incrementar la productividad marginal del capital y/o la productividad del trabajo o la productividad total de los factores. En este sentido, el gasto público «esencial» puede ser tan importante para el crecimiento del producto a largo plazo como el capital privado y el trabajo³. Este gasto puede aumentar, directa o indirectamente, el *stock* de capital humano y físico y el progreso técnico en la economía, creando sinergias para las actividades privadas. Además, los servicios públicos se deben proporcionar de una manera eficiente en los costes. Por último, tomando como dado un determinado nivel de gasto público de «gran calidad», es importante que la estructura de financiación correspondiente minimice las distorsiones impositivas y tenga en cuenta la simplicidad y la transparencia en la administración y en las reglas impositivas.

La evidencia disponible apunta a los efectos negativos sobre el crecimiento de Gobiernos excesivamente grandes, en particular si está asociado a una elevada carga impositiva sobre el trabajo y el capital y a un gasto ineficiente⁴. Además, los estudios empíricos sobre la eficiencia del gasto público muestran que, en la zona del euro y en general en Europa, ésta aún se puede mejorar significativamente⁵. Las prácticas de buen gobierno relativas a las finanzas públicas (v.g., las reglas fiscales), además de promover la disciplina fiscal y la sostenibilidad, pueden contribuir también a reorientar el gasto público hacia partidas de gasto que favorezcan más el crecimiento mediante el uso de menores recursos presupuestarios para otros fines.

En resumen, las políticas fiscales son de gran calidad y fomentan el crecimiento si cumplen los siguientes requisitos:

- proporcionan un entorno institucional favorable al crecimiento y a unas finanzas públicas saneadas;
- limitan los compromisos al papel esencial de Gobierno de proveer bienes y servicios;
- establecen incentivos al crecimiento y al fomento del empleo para el sector privado;
- hacen un uso eficiente de los recursos públicos;
- financian las actividades públicas y, cuando proceda, las actividades del sector privado con un sistema impositivo eficiente y estable;
- fomentan la estabilidad macroeconómica a través de unas cuentas públicas estables y sostenibles.

Tales medidas deberían ser coherentes con el principio de una economía de mercado abierta con libre competencia para evitar situaciones en las que el apoyo del Gobierno a las empresas nacionales discrimine a las empresas extranjeras.

3 El gasto esencial puede incluir el gasto en seguridad interna y externa, servicios administrativos esenciales y justicia, niveles básicos de investigación, educación y salud, un nivel mínimo de seguridad social e infraestructura pública.

4 A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht y M. Thöne, «Quality of Public Finances and Growth», Documento de Trabajo del BCE n.º 438, 2005, y Comisión Europea, «Public finances in EMU – 2008» European Economy, 4 de julio de 2008.

5 S. Deroose y C. Kastrop (eds.), «The Quality of Public Finances: Findings of the Economic Policy Committee-Working Group (2004-2007)», Documento Ocasional de la Comisión Europea 37, 2008.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

A partir de septiembre se ha observado una intensificación y una ampliación de las turbulencias en los mercados financieros. Las tensiones se han propagado progresivamente desde el sector financiero a la economía real y se han materializado una serie de riesgos a la baja para la actividad económica identificados anteriormente, lo que ha provocado un descenso en el ritmo de actividad de la zona del euro durante el 2008. Las encuestas de opinión apuntan a un pronunciado deterioro de la actividad económica hacia finales de año. Al tener que hacer frente a un moderado crecimiento de la renta real, a una caída de la riqueza financiera, a un endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos y a un empeoramiento de las perspectivas del mercado de trabajo, el gasto de los hogares se ha contraído. La inversión empresarial se ha debilitado a medida que descendía la rentabilidad, se atenuaban las presiones sobre la capacidad productiva y el endurecimiento de las condiciones para la concesión de créditos aumentaba los costes de financiación y reducía los recursos disponibles. La inversión residencial también se ha moderado al enfriarse el mercado de la vivienda en varios países de la zona del euro. La demanda exterior ha retrocedido a medida que las economías avanzadas perdían dinamismo y que los mercados emergentes se veían cada vez más afectados por las turbulencias. El descenso del producto ha atenuado las presiones sobre la capacidad productiva de las empresas y parece que las tensiones en el mercado de trabajo han disminuido. La tasa de paro ha aumentado y las encuestas sobre las expectativas de creación de empleo han empeorado.

Las perspectivas para la actividad económica son extraordinariamente inciertas, debido en gran medida a la intensificación y ampliación de las turbulencias en los mercados financieros. Se prevé que la debilidad económica mundial y el estancamiento de la demanda interna se mantendrá en los próximos trimestres. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, de diciembre de 2008, debería producirse una recuperación gradual, sostenida por la caída del precio de las materias y dando por supuesto que el entorno externo y las tensiones financieras mejoren. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema prevén un crecimiento medio anual del PIB real en un intervalo comprendido entre el 0,8% y el 1,2% en el 2008, entre el -1% y el 0% en el 2009, y entre el 0,5% y el 1,5% en el 2010. En comparación con las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE en septiembre, estas cifras representan una sustancial revisión a la baja.

Los riesgos para el crecimiento económico son a la baja y están relacionados principalmente con la posibilidad de que el impacto de las turbulencias existentes en los mercados financieros sobre la economía real sea más significativo, así como con la preocupación acerca de las presiones proteccionistas y la posible evolución desordenada consecuencia de los desequilibrios mundiales.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Las actuales perspectivas de las finanzas públicas apuntan a un fuerte deterioro de los saldos presupuestarios de la zona del euro, con crecientes riesgos a la baja. Según las previsiones económicas de otoño del 2008 de la Comisión Europea, que no reflejan completamente la reciente desaceleración macroeconómica, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas aumentará considerablemente en el 2008 y el 2009. Se espera que tres países de la zona del euro presenten un déficit igual o superior al valor de referencia del 3% del PIB en el 2008. El deterioro de las perspectivas de las finanzas públicas es consecuencia del empeoramiento del entorno macroeconómico, así como de los recortes impositivos realizados en varios países. Los riesgos para las previsiones relativas a los saldos presupuestarios están claramente a la baja, debido a unas perspectivas macroeconómicas inciertas, al impacto fiscal de la crisis financiera y a la adopción prevista de medidas de estímulo fiscal. Para mantener la confianza en la solidez de las políticas fiscales, es esencial que todas las partes interesadas cumplan el compromiso de aplicar integralmente las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2008

Las perspectivas de las finanzas públicas de la zona del euro muestran un acusado deterioro de los saldos presupuestarios. Según las previsiones económicas de otoño de la Comisión Europea, publicadas el 3 de noviembre de 2008, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se situará en el 1,3% del PIB en el 2008 (véase cuadro 9), frente al 0,6% del 2007, lo que señala el fin del constante descenso observado en los últimos años. En comparación con los programas de estabilidad actualizados de finales del 2007, esta cifra representa un deterioro de 0,4 puntos porcentuales con respecto a los objetivos fijados inicialmente para la zona del euro, y es consecuencia de los recortes impositivos, de la reducción de los ingresos y de la elevación del gasto primario. Para el 2008,

Cuadro 9 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Previsiones económicas de la Comisión Europea, otoño del 2008						
a. Ingresos totales	44,6	44,8	45,3	45,5	45,0	45,0
b. Gastos totales	47,5	47,3	46,6	46,1	46,3	46,9
De los cuales:						
c. Gasto por intereses	3,1	2,9	2,9	3,0	3,0	2,9
d. Gasto primario (b - c)	44,4	44,4	43,8	43,1	43,3	43,9
Saldo presupuestario (a - b)	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6	-1,3	-1,8
Saldo presupuestario primario (a - d)	0,2	0,4	1,6	2,3	1,6	1,1
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,7	-2,2	-1,5	-1,2	-1,6	-1,4
Deuda bruta	69,5	70,0	68,3	66,1	66,6	67,2
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)	2,2	1,7	2,9	2,7	1,2	0,1
Medias de la zona del euro basadas en los programas de estabilidad actualizados para 2007-2008						
Saldo presupuestario			-1,5	-0,8	-0,9	-0,4
Saldo presupuestario primario			1,5	2,2	2,1	2,3
Saldo presupuestario ajustado de ciclo			-1,4	-1,0	-0,9	-0,5
Deuda bruta			68,4	66,4	64,9	63,3
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)			3,0	2,7	2,3	2,2

Fuentes: Comisión Europea, programas de estabilidad actualizados para 2007-2008 y cálculos del BCE.

Notas: Los datos excluyen los ingresos generados por la venta de licencias UMTS. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo. Las cifras incluyen a Chipre, Malta y Eslovaquia para todos los años.

la Comisión prevé que Francia, Irlanda y Malta registren una ratio de déficit igual o superior al valor de referencia del 3% del PIB, mientras que en el 2007 sólo Grecia arrojó un déficit superior al 3% del PIB. El déficit de las Administraciones Públicas de Grecia correspondiente al 2007 se ha revisado al alza hasta el 3,5% del PIB en la notificación de otoño del 2008 de Eurostat, frente al 2,8% del PIB de la notificación de primavera del mismo año. Eurostat retiró sus reservas respecto a la notificación de primavera del 2008, tras registrarse correctamente las ayudas de la UE y mejorarse la cobertura de los fondos extrapresupuestarios y de los fondos de las Administraciones locales y de las administraciones de Seguridad Social.

Incluso si no se tienen en cuenta los efectos de las intervenciones estatales a gran escala encaminadas a estabilizar las instituciones financieras, la Comisión prevé un aumento de la ratio de deuda bruta de las Administraciones Públicas de la zona del euro, desde el 66,1% del PIB en el 2007, hasta el 66,6% del PIB en el 2008¹. Eurostat está revisando el tratamiento estadístico de la mayor parte de las operaciones de rescate, con objeto de que se aplique un enfoque uniforme.

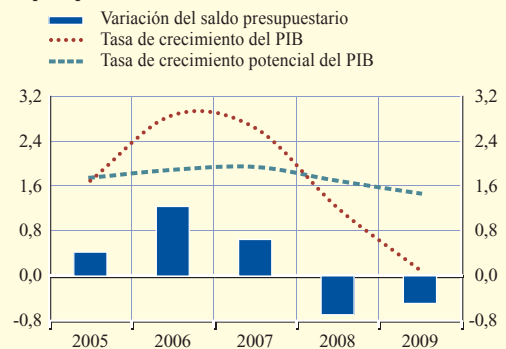
FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN PRESUPUESTARIA EN EL 2008

El deterioro del saldo presupuestario de la zona del euro es consecuencia, en parte, del descenso de la tasa media de crecimiento interanual del PIB real (véase gráfico 53). En particular, la desaceleración económica ha tenido un impacto negativo sobre la ratio de ingresos en relación con el PIB, en la medida en que se ha reducido la base impositiva y se ha pasado de los cuantiosos ingresos tributarios derivados del crecimiento de los salarios y del consumo privado (nominal) a una menor recaudación impositiva derivada de la demanda exterior. En varios países, parte de la reducción de los ingresos está relacionada con

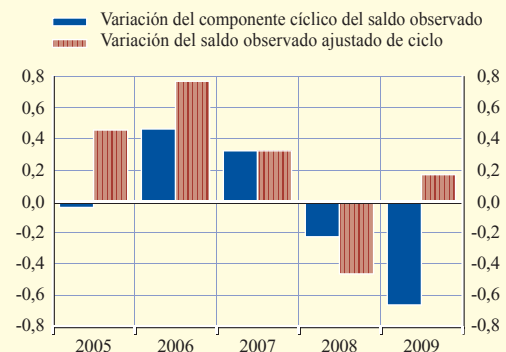
Gráfico 53 Determinantes de la evolución presupuestaria de la zona del euro

(en puntos porcentuales del PIB; tasas de variación)

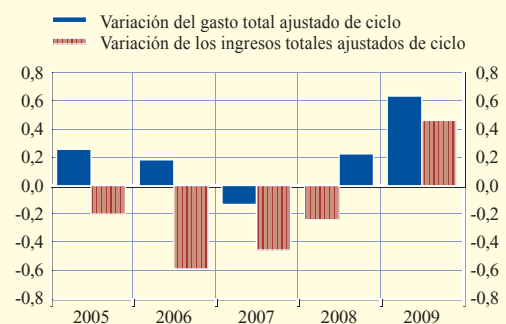
a) Crecimiento del PIB y variación interanual del saldo presupuestario



b) Variaciones interanuales del saldo ajustado de ciclo y del componente cíclico del saldo observado



c) Variaciones interanuales de los determinantes del saldo presupuestario ajustado de ciclo



Fuentes: Comisión Europea (previsiones económicas de otoño del 2008) y cálculos del BCE.
Nota: Chipre, Malta y Eslovaquia se incluyen en el agregado de la zona del euro.

¹ Los costes fiscales de las intervenciones estatales destinadas a respaldar al sector financiero son extremadamente difíciles de evaluar. A finales de noviembre del 2008, el posible efecto directo de las anunciadas medidas estatales de rescate sobre la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro se estimó en 288,6 mm de euros (en torno al 3% del PIB de la zona); el impacto de las medidas adoptadas sobre el déficit público de la zona del euro se estimó en 2,5 mm de euros (alrededor del 0,03% del PIB de la zona) y el impacto sobre los pasivos contingentes del sector público se estimó en 2 billones de euros (el 21% del PIB de la zona del euro).

los precios de los activos (a través, por ejemplo, del impuesto del timbre). La ratio de gasto se ha elevado, como resultado del incremento básicamente cíclico de las prestaciones y transferencias sociales. Además del impacto del deterioro macroeconómico, la ratio de déficit ha aumentado, debido a los recortes impositivos realizados en varios países de la zona del euro. Por consiguiente, el mayor déficit presupuestario ajustado de ciclo es reflejo de esta relajación discrecional, así como de la desaparición de los ingresos extraordinarios.

El deterioro del saldo presupuestario agregado de la zona del euro oculta notables divergencias entre los distintos países. En comparación con las previsiones de primavera del 2008 de la Comisión Europea, las perspectivas presupuestarias se han deteriorado de forma significativa en Irlanda, España y Malta, donde la ratio de déficit se ha revisado a la baja en 4,1, 2,2 y 2,2 puntos porcentuales, respectivamente. En cambio, la Comisión Europea ha revisado al alza sus previsiones respecto al saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en Alemania, Luxemburgo, Eslovenia y Finlandia.

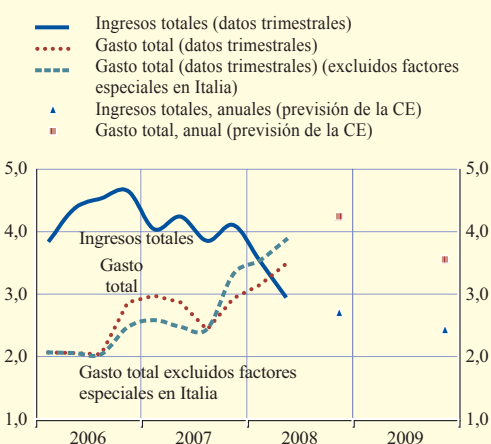
Los datos trimestrales disponibles hasta el segundo trimestre del 2008 muestran que el crecimiento de los ingresos totales ha disminuido en relación con los elevados niveles registrados anteriormente, mientras que el crecimiento del gasto ha aumentado, especialmente si se corrige por el efecto de los factores especiales en Italia (véase gráfico 54). De cara al futuro, se prevé que la tasa de crecimiento de los ingresos anuales siga descendiendo y que se mantenga muy por debajo de la tasa de crecimiento del gasto a lo largo del horizonte de la predicción.

PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2009

Para el 2009, sobre la base de la información disponible hasta el otoño, la Comisión prevé que el déficit medio de la zona del euro seguirá creciendo, hasta alcanzar el 1,8% del PIB, como consecuencia, principalmente, de la situación macroeconómica menos favorable, mientras que el saldo presupuestario ajustado de ciclo mejorará ligeramente. Se prevé un deterioro de las situaciones presupuestarias en todos los países de la zona del euro, a excepción de Grecia, Malta y Eslovaquia. En Irlanda y Francia se espera que el déficit de las Administraciones Públicas se mantenga por encima del valor de referencia del 3% del PIB. Los riesgos para las previsiones relativas a los saldos presupuestarios están claramente a la baja, debido a unas perspectivas macroeconómicas inciertas, al impacto fiscal de la crisis financiera y a la adopción prevista de medidas de estímulo fiscal en Europa. Los indicadores macroeconómicos publicados recientemente y las últimas proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema (véase sección 6) señalan que algunos de estos riesgos se han materializado, lo que sugiere que las perspectivas para las finanzas públicas en el 2009 son mucho peores de lo que indicaban las previsiones de otoño del 2008 de la Comisión.

Gráfico 54 Estadísticas y previsiones trimestrales de las finanzas públicas, zona del euro

(tasa de crecimiento interanual de sumas móviles de cuatro trimestres)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, Comisión Europea.

Notas: El gráfico muestra la evolución de los ingresos totales y del gasto total en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el periodo I 2006-II 2008, más las previsiones anuales para el 2008 y el 2009 obtenidas de las previsiones de la Comisión Europea de otoño del 2008. En el caso de Italia, los factores especiales excluidos del gasto total en el segundo semestre del 2006 representaron el 0,3% del PIB anual de la zona del euro y estuvieron relacionados con la asunción de la deuda de los ferrocarriles.

El fuerte deterioro macroeconómico ha mostrado la necesidad de una acción fiscal concertada entre los Gobiernos europeos para estimular la demanda agregada. El 26 de noviembre, la Comisión Europea propuso un paquete de medidas fiscales, por valor de 200 mm de euros (el 1,5% del PIB de la UE), de los cuales 170 mm de euros (o el 1,2% del PIB) procederán a las medidas nacionales, y 30 mm de euros, de los presupuestos de la UE y del BEI. La propuesta consiste en una combinación de medidas relacionadas con los ingresos y los gastos, que los Estados miembros podrán adoptar en función de sus necesidades económicas internas y de la posición de partida de sus finanzas públicas. Las medidas propuestas comprenden (i) un aumento temporal del gasto público (por ejemplo, transferencias a los hogares, prestaciones por desempleo e inversión pública), (ii) ayudas en forma de garantías y préstamos a las empresas que sufren restricciones de crédito, (iii) sólidos incentivos financieros para empresas que operan en determinados sectores (por ejemplo, para promover la eficiencia en materia de energía y la adaptación al cambio climático), (iv) rebajas de los impuestos sobre las rentas del trabajo y de las cotizaciones sociales a cargo de las empresas y (v) una reducción temporal del nivel del tipo normal del IVA. Al final de diciembre del 2008, los Estados miembros que adopten medidas presupuestarias contracíclicas deberán presentar un programa de estabilidad o de convergencia actualizado. Por lo que respecta a la contribución de la UE, está previsto que se financie con cargo al presupuesto de la UE para los años 2007-2013.

CONSIDERACIONES RELATIVAS A LA POLÍTICA FISCAL

En el entorno actual, caracterizado por un alto grado de incertidumbre respecto al impacto macroeconómico de la crisis financiera, las políticas fiscales deberían guiarse por una serie de consideraciones y principios básicos. En primer lugar y por encima de todo, debe preservarse la confianza en la solidez de las finanzas públicas, en particular en un momento en que la confianza en el sector bancario es baja. Una condición previa para lograrlo es que los ciudadanos sigan confiando en la sostenibilidad de las políticas fiscales, y que se preserve la integridad del marco de política fiscal basado en reglas. Es esencial que todas las partes interesadas cumplan el compromiso de aplicar integralmente las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que proporciona la flexibilidad necesaria.

En segundo lugar, han de tenerse en cuenta los estabilizadores fiscales automáticos, cuya fortaleza en la zona del euro debería situarlos en primera línea de toda ayuda fiscal a una economía debilitada. Por otro lado, los Gobiernos han comprometido ya importantes cantidades para respaldar al sistema bancario, atacando los problemas actuales en su raíz. Aunque la mayor parte de los compromisos no se tienen en cuenta en el cálculo del déficit o de la deuda, tendrán un impacto directo sobre ambos, si y cuando se cumplan. En tercer lugar, en los casos en que exista margen de maniobra, unas medidas presupuestarias adicionales podrían ser muy eficaces si son oportunas, específicas y temporales. Estas medidas deberían proporcionar una base sólida para la recuperación y el crecimiento potencial, mejorar la calidad de las finanzas públicas y promover reformas estructurales (véase recuadro 8). Los países deberían seguir realizando las reformas adecuadas para aprovechar al máximo los beneficios ofrecidos por el crecimiento del comercio internacional y la integración de los mercados, en línea con el principio de economía de mercado abierto y de libre competencia.

6 PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 20 de noviembre de 2008, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará entre el 0,8% y el 1,2% en el 2008, entre el -1,0% y el 0,0% en el 2009, y entre el 0,5% y el 1,5% en el 2010. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situará entre el 3,2% y el 3,4% en el 2008, entre el 1,1% y el 1,7% en el 2009, y entre el 1,5% y el 2,1% en el 2010.

Recuadro 9

SUPUESTOS TÉCNICOS RELATIVOS A LOS TIPOS DE INTERÉS, LOS TIPOS DE CAMBIO, LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS Y LAS POLÍTICAS FISCALES

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas energéticas y no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 14 de noviembre de 2008¹. El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo posee un carácter puramente técnico. Dichos tipos se miden por el EURIBOR a tres meses, y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Esta metodología implica un nivel general medio de los tipos de interés a corto plazo del 4,7% en el 2008, seguido de un descenso hasta el 2,8% en el 2009 y de una recuperación hasta el 3,2% en el 2010. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un ligero ascenso, desde una media del 4,4% en el 2008, hasta el 4,5% en el 2009 y el 4,7% en el 2010². El escenario de referencia de las proyecciones también incluye el supuesto de que los diferenciales de los préstamos bancarios siguen incrementándose desde su nivel actual, como reflejo del aumento de la percepción del riesgo en los mercados financieros. En cuanto a las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se estima que los precios del petróleo se situarán, en promedio, en 99,9 dólares estadounidenses por barril en el 2008, en 67,3 en el 2009 y en 76,6 en el 2010. Se considera que los precios internacionales de los alimentos se incrementarán de forma acusada en un 28,9% en el 2008, y que se reducirán en un 9,7% en el 2009 y aumentarán en un 4,9% en el 2010. Los precios de las restantes materias primas (no energéticas y no alimentarias), en dólares estadounidenses, aumentarán previsiblemente un 3,5% en el 2008, descenderán un 22,9% en el 2009, y se incrementarán un 5,4% en el 2010.

Se parte del supuesto técnico de que, durante el período abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán sin variación en los niveles medios registrados en las dos semanas

1 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del 2010. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el final del 2009 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

2 Véase el recuadro 4 de la sección 2 del Boletín Mensual de diciembre del 2008.

1 Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio del 2001), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea a las proyecciones, se presentan intervalos que corresponden, para cada variable y cada horizonte, a un intervalo de probabilidad del 75% basado en un modelo. Esta nueva técnica se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing ECB staff projection ranges» (BCE, septiembre del 2008) que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. En el momento actual, en vista de las circunstancias económicas y financieras excepcionales, el grado de incertidumbre que rodea a las proyecciones es posiblemente mayor de lo habitual.

previas a la fecha de cierre de los datos, lo cual implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situaría en 1,27 y que, en promedio, el tipo de cambio efectivo del euro será en el 2008 un 4,1% superior a la media del 2007 y en el 2009 un 5,5% inferior a la media del 2008.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países pertenecientes a la zona del euro, a fecha de 20 de noviembre de 2008, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos nacionales o que han sido concretadas por los Gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

ENTORNO INTERNACIONAL

Las perspectivas económicas mundiales se han visto considerablemente afectadas por la desaceleración económica que actualmente se extiende a todas las economías industrializadas. El aumento de las tensiones financieras, el actual ajuste del mercado de la vivienda y la intensificación de los efectos de contagio desde Estados Unidos hacia otras economías se han traducido en un significativo deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial. A corto plazo, la desaceleración cíclica mundial reflejaría principalmente las débiles perspectivas de crecimiento de Estados Unidos y de otras economías industrializadas, aunque también se espera una ralentización de la actividad de los mercados emergentes, que se enfrentan a una demanda externa más débil y a los efectos de contagio negativos derivados de la evolución financiera.

El crecimiento económico fuera de la zona del euro será débil hasta principios del 2009 y, a partir de entonces, comenzará a recuperarse de forma muy gradual, estimulado por políticas macroeconómicas acomodaticias, por la progresiva suavización de las tensiones financieras y por el descenso de los precios de las materias primas. Debido a la gran atonía del comercio mundial, la demanda externa de la zona del euro se mantendrá moderada hasta mediados del 2009 y se recuperará muy lentamente a partir de entonces. Las principales contribuciones a la demanda externa de la zona del euro provendrán de mercados emergentes y de países exportadores de petróleo, mientras que las contribuciones de las economías industrializadas seguirán siendo más limitadas.

En conjunto, se proyecta que el crecimiento anual del PIB real fuera de la zona del euro se sitúe en promedio en el 3,9% en el 2008, en el 2,4% en el 2009 y el 3,6% en el 2010. El crecimiento de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro se situaría alrededor del 4,7% en el 2008, del 2,5% en el 2009 y del 5,0% en el 2010.

PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

La zona del euro se enfrenta a un período prolongado de debilidad económica mundial y a condiciones de financiación restrictivas, que se espera se traduzcan en tasas negativas de crecimiento intertrimestral del PIB hasta mediados del 2009. La posterior recuperación muy moderada reflejaría la mejora gradual del entorno exterior —en concreto, se estima que las presiones sobre los precios de las materias primas disminuirán considerablemente—, así como el descenso esperado de los tipos de interés a corto plazo y la progresiva atenuación en la zona del euro de los efectos de contagio negativos derivados la evolución financiera. En consecuencia, se proyecta que el crecimiento medio anual del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el 0,8% y el 1,2% en el 2008, entre el -1,0% y el 0,0% en el 2009, y entre el 0,5% y el 1,5% en el 2010. La debilidad del crecimiento en la zona del euro refleja la moderada actividad mundial y el estancamiento de la demanda interna.

En particular, a corto plazo, las exportaciones de la zona del euro reflejarán la desaceleración mundial y los efectos retardados de las anteriores pérdidas de competitividad de precios de la zona del euro. La recuperación de las exportaciones en el 2009 se explicaría por un mayor crecimiento de la demanda externa y por la mejora de la competitividad de precios, derivada fundamentalmente de la reciente depreciación del euro.

Por lo que se refiere a los componentes de la demanda interna del PIB, la inversión total se verá afectada muy significativamente por las restrictivas condiciones de financiación y por la debilidad de la actividad mundial durante el horizonte contemplado. Asimismo, según las proyecciones, la disminución de los márgenes de beneficio tendría un efecto moderador sobre la inversión privada no residencial, y las actuales correcciones en los mercados inmobiliarios de algunos países de la zona del euro se reflejarían en la inversión residencial. En cambio, el crecimiento de la inversión pública, tras reducirse durante la mayor parte del 2008, se recuperará en el 2009, apoyando así la inversión total. En general, se proyectan tasas de crecimiento anual de la inversión total en capital fijo entre el 0,2% y el 1,2% en el 2008, entre el -6,0% y el -0,3% en el 2009, y entre el -2,4% y el 1,0% en el 2010.

También se espera una moderación del crecimiento del consumo privado en el período analizado. La trayectoria proyectada refleja en gran medida la evolución de la renta real disponible, que se vería afectada por el descenso del empleo. El modesto crecimiento del consumo también está relacionado con un nuevo aumento del ahorro por motivo precaución en el período 2008-2009 en vista de la elevada incertidumbre económica, del alza del desempleo y del descenso de las cotizaciones bursátiles y de los precios de la vivienda. Se espera que el consumo público crezca en el horizonte de las proyecciones a una tasa más sostenida.

En consonancia con el perfil de la demanda interna y de las exportaciones, se espera un menor crecimiento de las importaciones de la zona del euro en el 2008 y el 2009. Puesto que las importaciones aumentarían menos que las exportaciones, se proyecta una contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB en el período considerado.

El empleo se reducirá durante el horizonte considerado por efecto de la proyectada debilidad de la actividad económica. En el 2009, la demanda de trabajo también se verá afectada por aumentos de los salarios reales, debido a las renovaciones de contratos celebrados anteriormente. Asimismo, las perspectivas de inversión en vivienda sugieren que el sector de la construcción contribuirá negativamente

Cuadro 10 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales ^{1), 2)})

	2007	2008	2009	2010
IAPC	2,1	3,2-3,4	1,1-1,7	1,5-2,1
PIB real	2,6	0,8-1,2	-1,0-0,0	0,5-1,5
Consumo privado	1,6	0,1-0,5	-0,3-0,7	0,6-1,8
Consumo público	2,3	1,9-2,3	1,3-1,9	1,3-1,9
Formación bruta de capital fijo	4,2	0,2-1,2	-6,0--3,0	-2,4-1,0
Exportaciones (bienes y servicios)	5,9	2,4-3,4	-1,4-1,0	2,3-4,9
Importaciones (bienes y servicios)	5,4	2,0-3,0	-1,9-1,1	1,4-5,2

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

2) Las proyecciones relativas al 2009 incluyen a Eslovaquia como parte integrante de la zona del euro. Las tasas medias de variación anuales para el 2009 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Eslovaquia ya en el 2008.

Cuadro 11 Comparación con las proyecciones de septiembre del 2008

(tasas medias de variación anuales)

	2007	2008	2009
PIB real - Septiembre 2008	2,6	1,1-1,7	0,6-1,8
PIB real - Diciembre 2008	2,6	0,8-1,2	-1,0-0,0
IAPC - Septiembre 2008	2,1	3,4-3,6	2,3-2,9
IAPC - Diciembre 2008	2,1	3,2-3,4	1,1-1,7

al crecimiento del empleo. Según las proyecciones, en el periodo 2009-2010, la tasa de crecimiento de la población activa se situará en niveles muy inferiores a los observados desde el 2002, debido principalmente al efecto del «empleo desmotivado» causado por la desaceleración cíclica, pero también al menor crecimiento de la población en edad de trabajar. Como reflejo de las proyecciones de empleo y de los supuestos relativos a la población activa, se espera que la tasa de desempleo aumente significativamente durante el período objeto de análisis.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

En conjunto, en términos interanuales, la inflación medida por el IAPC alcanzó un máximo del 4,0% en julio del 2008. Tras el descenso de los precios de las materias primas y como consecuencia del deterioro de las perspectivas económicas, se espera que la inflación anual media medida por el IAPC se reduzca de forma acusada desde un intervalo comprendido entre el 3,2% y el 3,4% en el 2008, hasta situarse entre el 1,1% y el 1,7% en el 2009, y que repunte hasta un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 2,1% en el 2010. El perfil en forma de «U» de la inflación reflejaría principalmente los efectos de anteriores incrementos de los precios de las materias primas (véase el recuadro 6 de la sección 3 del Boletín Mensual de diciembre del 2008). Se espera que el IAPC, excluida la energía, observe una trayectoria descendente más suave en el horizonte de las proyecciones.

Más concretamente, las presiones de los precios externos disminuirían hasta el final del 2009, reflejando principalmente la evolución pasada y futura estimada de los precios de las materias primas. Posteriormente, se espera que los efectos de la reciente depreciación del euro predominen sobre los precios de las importaciones, dando lugar a aumentos ligeramente superiores de los precios de las importaciones en el 2010.

En cuanto a las presiones internas sobre los precios, se estima que la remuneración por asalariado ha aumentado considerablemente en el 2008, como reflejo de la notable subida salarial en los convenios colectivos, tanto en el sector privado como en el público. De cara al futuro, el crecimiento de la remuneración por asalariado perderá algo de vigor durante el período comprendido entre el 2009 y el 2010, en un contexto de debilidad de los mercados de trabajo y de mayor de competencia internacional. Debido a la aceleración de los salarios y, en menor medida, al descenso cíclico de la productividad, los costes laborales unitarios aumentarán significativamente en el 2008, y disminuirán en el 2009 y en el 2010, a medida que los salarios se desaceleren y la productividad se recupere. Tras años de fuertes incrementos, se espera que los márgenes de beneficio disminuyan en el 2008 y en el 2009, absorbiendo parte de las presiones inflacionistas derivadas del alza de los costes laborales unitarios y de los precios de las importaciones, en un contexto de intensificación de la competencia y ralentización de la actividad. Los márgenes de beneficio volverán a aumentar en el 2010, en consonancia con la recuperación de la economía y el crecimiento gradual del PIB.

COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE DEL 2008

Por lo que respecta al crecimiento del PIB real, los intervalos proyectados para el 2008 y el 2009 se han ajustado a la baja de forma significativa en comparación con los publicados en el Boletín Mensual de septiembre del 2008. Las revisiones son especialmente notables en relación con el 2009. Estos cambios reflejan el considerable deterioro de las perspectivas económicas a corto plazo y los ulteriores efectos internos y externos de las actuales perturbaciones financieras en el horizonte considerado.

En cuanto a la inflación medida por el IAPC, los intervalos proyectados actualmente para los dos años considerados son inferiores a los estimados en septiembre del 2008, sobre todo en el caso del 2009. La revisión se debe fundamentalmente a la importante corrección a la baja de los precios estimados de la energía y de los productos agrícolas, y también a los efectos del descenso de la actividad sobre el proceso de fijación de precios y salarios.

Recuadro 10

PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

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

Según las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, la tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará en un intervalo comprendido entre el 1,0% y el 1,2% en el 2008,

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

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010
FMI	Noviembre 2008	1,2	-0,5	n.d.	3,5	1,9	n.d.
Comisión Europea	Octubre 2008	1,2	0,1	0,9	3,5	2,2	2,1
Encuesta a expertos en previsión económica	Octubre 2008	1,2	0,3	1,4	3,4	2,2	2,0
Consensus Economics Forecasts	Noviembre 2008	1,0	-0,2	1,6	3,4	1,8	2,0
OCDE	Noviembre 2008	1,0	-0,6	1,2	3,4	1,4	1,3
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Diciembre 2008	0,8-1,2	-1,0-0,0	0,5-1,5	3,2-3,4	1,1-1,7	1,5-2,1

Fuentes: Previsiones económicas de otoño del 2008 de la Comisión Europea; actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de noviembre del 2008 para el PIB y las perspectivas de la economía mundial, y de octubre del 2008 para el IAPC; Economic Outlook de la OCDE nº 84, noviembre del 2008 (edición preliminar); Consensus Economics Forecasts y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

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

entre el -0,6% y el 0,3% en el 2009, y entre el 0,9% y el 1,6% en el 2010. Por tanto, la mayoría de las previsiones de crecimiento disponibles son, en general, compatibles con los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

Respecto a la inflación, las previsiones disponibles estiman que la tasa media de inflación anual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 3,4% y el 3,5% en el 2008, entre el 1,4% y el 2,2% en el 2009 y entre el 1,3% y el 2,1% en el 2010. Algunas previsiones no se encuadran en los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema para el 2009, ya que muy posiblemente terminaron de elaborarse cuando los precios del petróleo eran más altos y, por tanto, se basaron en supuestos de precios más elevados de las materias primas.

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

7.1 TIPOS DE CAMBIO

La situación de los mercados de divisas ha cambiado de forma bastante significativa en los tres últimos meses en un contexto de considerable volatilidad. Tras la apreciación registrada en el primer semestre del año, el tipo de cambio efectivo euro experimentó un fuerte debilitamiento a partir de agosto y, el 3 de diciembre, se situaba un 14,3% por debajo del nivel observado a comienzos del 2008.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

La situación de los mercados de divisas ha cambiado de forma bastante significativa en los tres últimos meses en un contexto de considerable volatilidad asociada a las actuales turbulencias financieras de

alcance mundial. Tras apreciarse en términos efectivos en el primer semestre del año, el euro comenzó a debilitarse en agosto. La presión a la baja se intensificó en octubre, como consecuencia, en gran medida, de una reevaluación de la situación económica de la zona del euro en relación con otras áreas económicas. La depreciación del euro también estuvo asociada a un aumento de la volatilidad esperada del tipo de cambio hasta máximos históricos en un entorno de creciente aversión al riesgo a escala mundial. Más recientemente, en noviembre, el euro registró una moderada apreciación frente a la mayoría de las principales monedas, en particular frente a la libra esterlina, el franco suizo, el won coreano y las

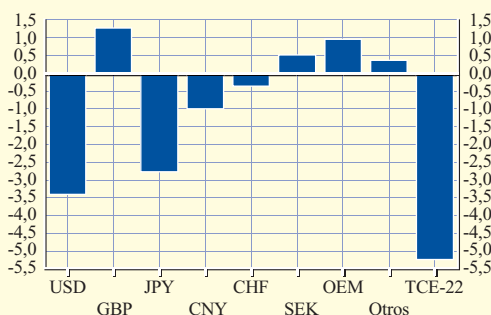
Gráfico 55 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 29 de agosto de 2008 al 3 de diciembre de 2008
(en puntos porcentuales)



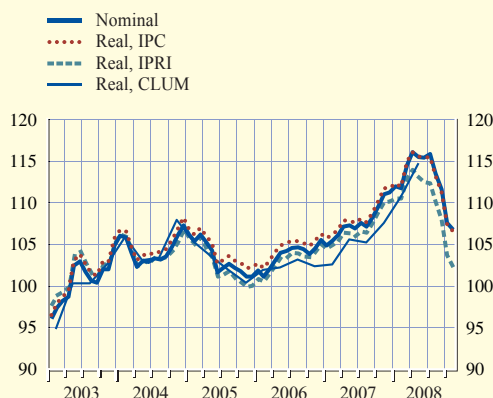
Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 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-22 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-22 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando las correspondientes ponderaciones por el comercio.

Gráfico 56 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

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



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-22 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a noviembre del 2008. En el caso de los TCE-22 reales basados en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al segundo trimestre del 2008.

monedas de algunos de los Estados miembros más recientes de la UE, aunque esta apreciación se contrarrestó, en parte, con una depreciación frente al yen japonés.

El 3 de diciembre de 2008, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 22 de los socios comerciales importantes de la zona del euro— se situaba un 5,3% por debajo del nivel observado a finales de agosto y un 0,4% por debajo de la media del 2007. Este debilitamiento tuvo su origen en una depreciación notable y generalizada, en términos nominales bilaterales, frente al dólar estadounidense, el yen japonés, el renminbi chino, el dólar de Hong Kong y el franco suizo. Estos movimientos se compensaron, en parte, con una apreciación del euro frente a la libra esterlina, el won coreano, la corona sueca y las monedas de algunos de los Estados miembros más recientes de la UE (véase gráfico 55).

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes, en noviembre del 2008, el tipo de cambio efectivo real del euro se situó, en promedio, un 3% por debajo de la media del 2007, sobre la base de la evolución de los precios de consumo y de los precios industriales (véase gráfico 56).

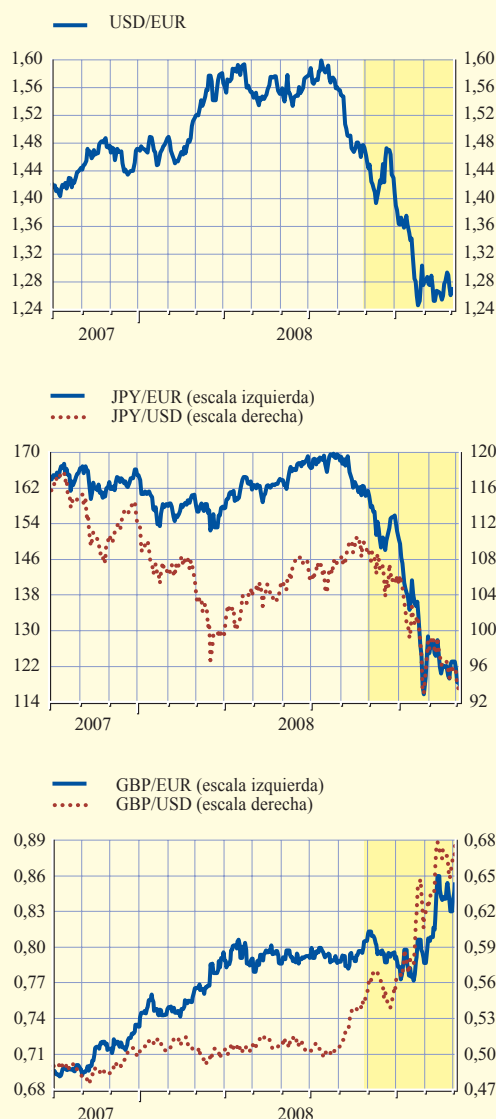
DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras apreciarse a comienzos del año y alcanzar máximos históricos frente al dólar estadounidense en abril y julio del 2008, el euro comenzó a depreciarse de forma bastante pronunciada a principios de agosto. Si bien la apreciación estuvo asociada, sobre todo, a las expectativas de los mercados respecto a un aumento de los diferenciales de tipos de interés a favor de los activos de la zona del euro, la posterior reversión del tipo de cambio entre ambas monedas fue, en gran medida, resultado de una reevaluación de las perspectivas económicas relativas de Estados Unidos y de la zona del euro.

Más concretamente, con la excepción de un episodio transitorio de apreciación en la segunda mitad de septiembre, el euro se ha depreciado de forma acusada en los tres últimos meses y, en octubre, registró el nivel más bajo observado en más de dos años. Al mismo tiempo, la volatilidad esperada alcanzó máximos históricos. El notable debilitamiento del euro en octubre podría atribuirse, en parte, al aumento de las tenencias de dólares estadounidenses en los centros financieros ra-

Gráfico 57 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: La zona sombreada corresponde al período comprendido entre el 29 de agosto y el 3 de diciembre de 2008.

dicados fuera de Estados Unidos y a las repatriaciones de fondos a Estados Unidos en un contexto de desapalancamiento financiero sostenido. Algunos factores técnicos de los mercados de divisas también podrían haber contribuido a respaldar el dólar. En noviembre, la depreciación llegó a su fin y el euro prácticamente se estabilizó, como consecuencia de un deterioro de las expectativas de los mercados respecto al crecimiento económico tanto de Estados Unidos como de la zona del euro. El 3 de diciembre de 2008, el euro cotizaba a 1,26 dólares estadounidenses, un 14,3% por debajo del nivel observado a finales de agosto y un 7,9% por debajo de la media del 2007 (véase gráfico 57).

YEN JAPONÉS/EURO

El euro también se ha depreciado de forma acusada frente al yen japonés en los tres últimos meses, tras un gradual fortalecimiento en el primer semestre del año. En general, a lo largo del 2008, el tipo de cambio entre las dos monedas ha fluctuado dentro de un intervalo inusualmente amplio de unos 116 a 170 yenes por euro. La pronunciada depreciación de la moneda única en los tres últimos meses se asocia, principalmente, a un aumento de la volatilidad implícita del tipo de cambio —como señalan los indicadores basados en el precio de las opciones— hasta máximos históricos. Ello ha favorecido al yen japonés en la medida en que ha reducido su atractivo como moneda de financiación de las actividades de *carry trade*, es decir, operaciones consistentes en contraer préstamos en una moneda de baja rentabilidad en términos de tipos de interés (como el yen japonés) e invertir el producto en una moneda que, en dichos términos, ofrezca una elevada rentabilidad. Además, la reevaluación de las perspectivas relativas de crecimiento económico de las diversas áreas económicas parece haber afectado también al tipo de cambio entre el yen y el euro. En conjunto, la depreciación del euro ha sido más pronunciada frente al yen japonés que frente al dólar estadounidense. El 27 de octubre los ministros de finanzas y los gobernadores de bancos centrales del G-7 emitieron un comunicado en el que manifestaban su inquietud ante la excesiva volatilidad mostrada recientemente por el tipo de cambio del yen y sus posibles consecuencias negativas para la estabilidad económica y financiera. En noviembre, el euro continuó depreciándose, aunque a una tasa más baja que en octubre y, el 3 de diciembre, cotizaba a 117,39 yenes, es decir, un 26,7% por debajo del nivel observado a finales de agosto (véase gráfico 57).

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 al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 58), con la excepción de la corona eslovaca que, tras la revaluación de su paridad central en el MTC II con efectos a partir del 29 de mayo de 2008, ha venido cotizando, de forma constante, en un nivel ligeramente inferior a su nueva paridad central de 30,1260 coronas por euro, para situarse, el 3 de diciembre, un 0,3% por debajo de dicha paridad. El lats letón, tras cotizar en la zona fuerte de su banda de fluctuación en los primeros meses del año, se ha depreciado ligeramente y, el 3 de diciembre, cotizaba un 0,9% por debajo de su paridad central.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro, que se mantuvo en general estable frente a la libra esterlina en el segundo y tercer trimestres, se apreció de forma bastante acusada en noviembre. Tras la decisión del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra de reducir su principal tipo de interés oficial en 150 puntos básicos, hasta el 3%, el 6 de noviembre, el euro alcanzó el nivel más alto observado desde su introducción. Entre finales de agosto y el 3 de diciembre de 2008, la moneda única se apreció un 6,2% frente a la libra esterlina. Durante el mismo período, se apreció un 14,9% frente al zloty polaco y un 10,4% frente al forint húngaro al persistir la preocupación en los mercados respecto a los factores externos de vulnerabilidad de la economía de Hungría en el contexto de las turbulencias financieras en curso y de la rebaja de algunas calificaciones crediticias del país. Además, el euro se apreció un 10,8% frente a la corona sueca y un 8,7% frente al leu rumano.

OTRAS MONEDAS

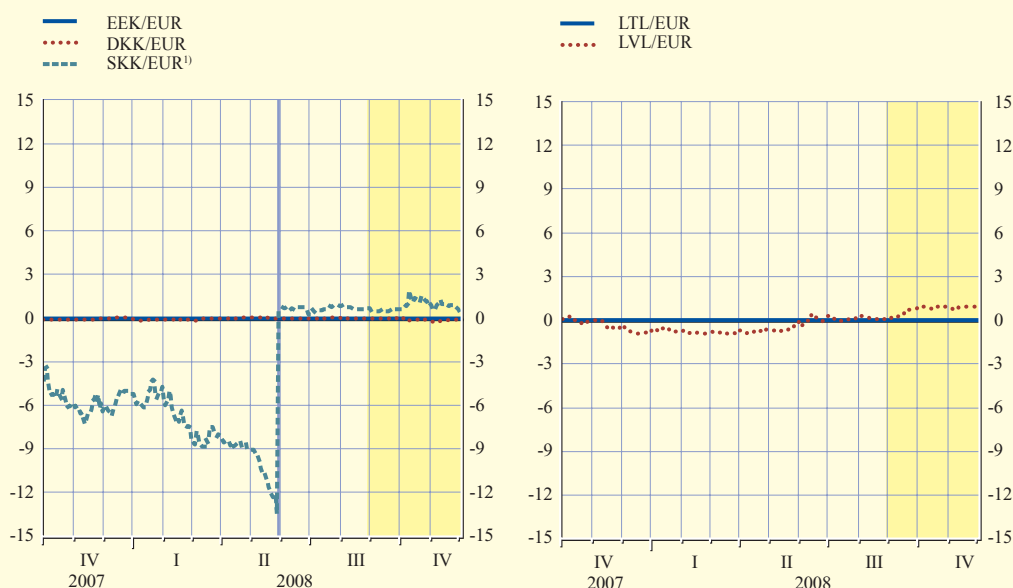
El euro se depreció drásticamente frente al franco suizo en octubre, lo que también podría guardar relación con el aumento de la volatilidad esperada del tipo de cambio y la corrección de las posiciones de *carry trade*. Además, la moneda suiza también ha servido de refugio seguro en el contexto de las actuales turbulencias financieras. Como resultado, entre finales de agosto y el 3 de diciembre, el euro se depreció un 5,1% frente al franco suizo. Durante este período, la moneda única también se depreció en torno a un 15% frente al dólar de Hong Kong y un 14% frente al renminbi chino, que están vinculados al dólar estadounidense, y un 7% frente al dólar de Singapur. Además, el euro se apreció alrededor de un 15% frente al won coreano y frente al dólar australiano, casi un 12% frente a la corona noruega y en torno a un 2% frente al dólar canadiense.

7.2 BALANZA DE PAGOS

La balanza por cuenta corriente, acumulada de doce meses hasta septiembre del 2008, registró un déficit de 35,8 mm de euros (0,3% del PIB), frente al superávit de 48,7 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio de signo refleja, en gran medida, un descenso del superávit de la balanza de bienes, debido sobre todo a efectos de precios más que de volúmenes. Si bien, en términos reales, tanto las exportaciones como las importaciones experimentaron una contracción en el contexto de la desaceleración económica mundial, los precios de importación se incrementaron de forma acusada como consecuencia del incremento de los precios de las materias primas. En la cuenta financiera,

Gráfico 58 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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



Fuentes: BCE.

Nota: Una desviación positiva (negativa) de la paridad central frente al euro implica que la moneda se sitúa en la parte 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 $\pm 15\%$.

1) La línea vertical indica el 29 de mayo de 2008, fecha en que la paridad central de la corona eslovaca se revaluó de 35,4424 a 30,1260 coronas por euro.

el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas acumuladas por importe de 107 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta septiembre del 2008, frente a las entradas netas de 166 mm de euros contabilizadas un año antes. Este cambio tuvo su origen, en gran medida, en el descenso de las compras netas de valores de la zona del euro por inversores no residentes a lo largo del 2008, así como en la pronunciada desinversión en valores de la zona del euro por este tipo de inversores en septiembre del mismo año, como consecuencia de las turbulencias financieras.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

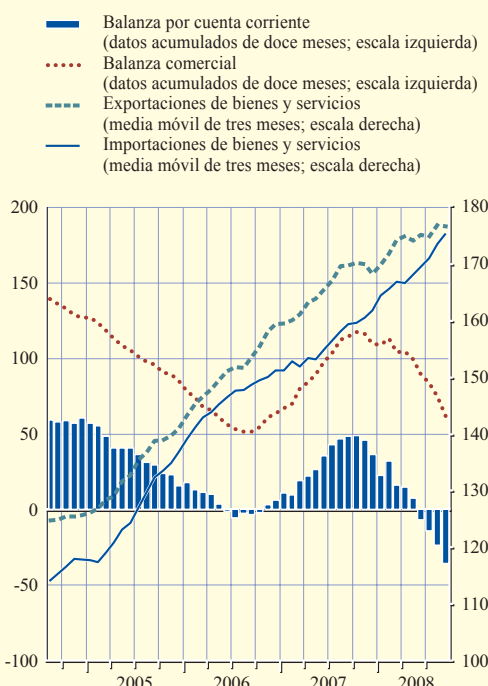
El déficit de la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses, que ascendía a 35,8 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas por días laborables) en septiembre del 2008, equivalentes al 0,3% del PIB, ha aumentado en los cuatro últimos meses, continuando así la tendencia negativa de la balanza por cuenta corriente iniciada en octubre del 2007, cuando el superávit por cuenta corriente alcanzó un máximo de 48,9 mm de euros. Esta evolución puede atribuirse a la acusada contracción del superávit de la balanza de bienes (véase gráfico 59).

El descenso del superávit de la balanza de bienes (en 56,8 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta septiembre del 2008, en comparación con el mismo período un año antes) tuvo su origen, principalmente, en una combinación de dos factores: el debilitamiento de las exportaciones y el sólido crecimiento de las importaciones en términos nominales. Durante el pasado año, tanto las exportaciones como las importaciones se han reducido drásticamente en términos reales, como consecuencia del debilitamiento de la demanda exterior y de la demanda interna, respectivamente, mientras que los precios de importación han registrado un fuerte incremento, debido a la subida de los precios de las materias primas.

Más recientemente, en un contexto de debilitamiento de la demanda exterior, el crecimiento de las exportaciones nominales de bienes se redujo al 0,8% y al 0,9%, en el segundo y tercer trimestres del 2008, respectivamente, tras haberse situado en un excepcional 4,6% en el primer trimestre (véase cuadro 12). La desaceleración del crecimiento de las exportaciones de bienes puede explicarse, en su mayor parte, por la evolución de la demanda mundial. Concretamente, tras un repunte transitorio en el primer trimestre del 2008, las exportaciones de la zona del euro a Estados Unidos y otros países de la OCDE, así como las que se dirigen a China y a los Estados miembros que se han incorporado a la UE desde el año 2004, registraron un notable descenso en el segundo y tercer trimestres al perder impulso la demanda proveniente de estos países. Al mismo tiempo, el crecimiento de las exportaciones a los países de la OPEP siguió siendo bastante vigoroso. En conjunto, en el verano del 2008, la caída de las exportaciones reales fue, en términos agregados, ligeramente menor que el aumento de los precios de

Gráfico 59 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Cuadro 12 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Acumulado de 12 meses Período que finalizó en	
	2008 Ago	2008 Sep	2007 Dic	2008 Mar	2008 Jun	2008 Sep	2007 Sep	2008 Sep
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-5,3	-10,6	-1,2	-2,2	-2,3	-6,3	48,7	-35,8
Bienes	-1,9	-5,6	2,0	2,0	1,2	-2,6	64,7	7,9
Exportaciones	137,1	131,6	126,5	132,3	133,3	134,6	1.492,5	1.580,2
Importaciones	138,9	137,2	124,5	130,3	132,1	137,2	1.427,8	1.572,4
Servicios	4,7	2,1	4,4	5,4	4,4	3,9	50,1	54,2
Exportaciones	43,0	42,4	41,8	42,0	41,9	42,1	474,9	503,3
Importaciones	38,3	40,3	37,3	36,6	37,5	38,3	424,8	449,1
Rentas	-1,3	-0,4	0,1	-0,9	-0,9	-0,8	15,5	-7,8
Transferencias corrientes	-6,9	-6,6	-7,7	-8,7	-6,9	-6,8	-81,6	-90,1
Cuenta financiera ¹⁾	-29,6	10,5	-24,4	-1,5	29,1	-8,3	72,4	-15,2
Total inversiones directas y de cartera netas	-28,0	38,6	-16,1	-11,1	-4,9	-3,5	166,5	-106,8
Inversiones directas netas	-9,8	-18,5	8,3	-35,7	-16,4	-13,5	-175,2	-171,8
Inversiones de cartera netas	-18,2	57,1	-24,4	24,6	11,4	10,0	341,6	65,0
Acciones y participaciones	-1,8	-59,6	-17,1	30,2	-17,2	-20,7	117,1	-74,6
Valores distintos de acciones	-16,5	116,7	-7,3	-5,5	28,6	30,7	224,6	139,6
Bonos y obligaciones	17,7	40,5	5,8	13,0	25,3	19,3	255,4	190,4
Instrumentos del mercado monetario	-34,2	76,2	-13,1	-18,6	3,3	11,4	-30,8	-50,8
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	2,2	-3,4	-0,9	3,6	0,5	0,9	10,7	5,9
Importaciones	3,2	0,2	1,5	3,1	1,6	3,5	7,4	9,1
Bienes								
Exportaciones	1,5	-4,0	-1,5	4,6	0,8	0,9	11,0	5,9
Importaciones	2,5	-1,2	1,4	4,6	1,4	3,9	6,7	10,1
Servicios								
Exportaciones	4,8	-1,4	0,9	0,4	-0,3	0,7	9,8	6,0
Importaciones	5,8	5,4	1,9	-1,9	2,3	2,1	9,8	5,7

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.

exportación, de tal modo que casi se compensaron entre sí en lo que respecta a sus efectos sobre las exportaciones nominales.

A pesar de la caída que experimentaron durante el verano, los precios del petróleo se mantenían por encima de los 70 euros en septiembre del 2008. Los elevados precios del petróleo y de las materias primas no energéticas fueron el factor determinante del fuerte crecimiento de las importaciones en términos nominales. Concretamente, en cifras acumuladas de doce meses, el déficit comercial del petróleo ascendía a 223 mm de euros en agosto del 2008 y ha aumentado de forma sostenida desde el último trimestre del 2002.

La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta agosto del 2008, indica un aumento sostenido de los precios de importación desde el cuarto trimestre del 2007, mientras que las importaciones en términos reales se han reducido constantemente, en particular, las de bienes intermedios. En el recuadro 11 se presentan los nuevos índices de precios industriales de importación y de exportación de la zona del euro.

Por lo que respecta a otras rúbricas de la balanza por cuenta corriente, en cifras acumuladas de doce meses hasta septiembre del 2008, el superávit de la balanza de servicios se incrementó ligeramente

hasta 54,2 mm de euros, desde los 50,1 mm de euros contabilizados un año antes. Al mismo tiempo, la balanza de rentas registró un deterioro, pasando de un superávit de 15,5 mm de euros a un déficit de 7,8 mm de euros, mientras que la balanza de transferencias corrientes pasó de 81,6 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta septiembre del 2007 a 90,1 mm de euros.

Recuadro II

NUEVOS ÍNDICES DE PRECIOS INDUSTRIALES DE IMPORTACIÓN Y DE PRECIOS INDUSTRIALES DE EXPORTACIÓN PARA LA ZONA DEL EURO

Eurostat ha publicado recientemente nuevos índices de precios industriales de importación y de precios industriales de exportación para la zona del euro que, a partir de ahora, se incluirán en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. A continuación, se presentan los nuevos datos y su fundamento estadístico, y se examina la evolución reciente de los precios del comercio de la zona del euro.

Los precios de importación son un indicador importante de las presiones de precios provenientes del exterior. Pueden afectar a la inflación medida por los precios de consumo, tanto directamente, a través de los bienes de consumo importados, como indirectamente, a través de los bienes básicos e intermedios importados, en su calidad de consumos intermedios en los procesos de producción de los productores residentes en la zona del euro. Los precios de exportación son útiles para evaluar la competitividad de la economía de la zona del euro. Además, las estadísticas de precios de importación y exportación pueden utilizarse como base para la preparación de otras estadísticas, por ejemplo, para elaborar medidas fiables, en volumen, del comercio transfronterizo en las cuentas nacionales.

Comparación con los índices de valor unitario y fundamento estadístico

Los nuevos índices de precios sustituyen a los índices de valor unitario de las estadísticas de comercio exterior y se incluyen en la Sección 7.5 de las «Estadísticas de la zona del euro». Los índices de precios son más relevantes para el seguimiento de la evolución de los precios que los índices de valor unitario, ya que a estos últimos les afectan no sólo las variaciones de los precios, sino también las variaciones en la composición y la calidad de los productos intercambiados¹. Por ejemplo, si entre dos periodos consecutivos se importa una mayor cantidad de televisores de pantalla plana, más costosos, y menos televisores tradicionales, más baratos, el índice de valor unitario de los televisores indicaría un incremento de precios, aunque los precios de los televisores de pantalla plana y los de los televisores tradicionales no hayan variado. Por lo tanto, si aumenta (disminuye) la calidad de los productos, el índice de valor unitario presentará un sesgo al alza (a la baja). Por el contrario, los índices de precios tipo Laspeyres siguen el llamado principio de los modelos compensados, lo que significa que se define una cesta de bienes en el período que se toma como base y, posteriormente, la misma cesta se vuelve a valorar en cada uno de los períodos siguientes. Si varían las características de los productos, los estadísticos tratan de cuantificar el cambio en la calidad, de tal manera que sólo se refleje en el índice la variación de los precios propiamente dicha.

1 Los nuevos índices se diferencian también de los índices de valor unitario en lo relativo al ámbito de los datos y a las clasificaciones utilizadas. Mientras que los datos sobre comercio exterior abarcan todos los bienes que se intercambian, los nuevos índices de precios se limitan a los bienes industriales. Además, los nuevos índices se publican conforme a la desagregación por Grandes Sectores Industriales, que difiere de la desagregación por Grandes Categorías Económicas utilizada para los datos de comercio exterior. La principal diferencia estriba en que los productos energéticos figuran en una rúbrica independiente dentro de los Grandes Sectores Industriales, mientras que en las Grandes Categorías Económicas se presentan agrupados junto con los bienes intermedios y de consumo.

Tras una revisión del Reglamento del Consejo de la UE relativo a las estadísticas coyunturales en el 2005², los institutos nacionales de estadística de los países miembros de la zona del euro están obligados a elaborar índices de precios industriales de importación e índices de precios industriales de exportación, incluida una desagregación entre el comercio internacional dentro y fuera de la zona del euro. A su vez, esos datos se utilizan para compilar índices generales para toda la zona, relativos a los bienes intercambiados entre agentes de la zona del euro y agentes no pertenecientes a la misma. Estos índices incluyen los precios de los bienes industriales, es decir, todos los bienes salvo los productos agrícolas y forestales, pero no los servicios. El índice de precios industriales de exportación de la zona del euro proporciona una aproximación a un índice completo de precios de exportación; incluye las exportaciones realizadas por los productores, pero excluye las realizadas por los mayoristas y las reexportaciones. Los precios registrados en los nuevos índices de precios industriales de importación y de exportación se expresan en euros y, por lo tanto, tienen en cuenta las fluctuaciones de los tipos de cambio. Eurostat publica estos índices mensualmente.

El índice de precios industriales de importación está disponible aproximadamente 45 días después del período de referencia. Para aliviar la carga de los informantes, los institutos nacionales de estadística sólo están obligados a proporcionar datos sobre aquellos grupos de productos para los que la participación del país miembro en las importaciones totales de la zona del euro es significativa. Así, por ejemplo, Francia ha de facilitar datos sobre 92 grupos de productos, mientras que Eslovenia sólo tiene que hacerlo sobre un grupo de productos. Con este enfoque se garantiza una calidad suficiente para los agregados de la zona del euro; no se facilita una desagregación nacional completa. Dado que algunos países, especialmente Italia, no han declarado aún datos a Eurostat, los índices de la zona del euro abarcan en la actualidad el 70%, aproximadamente, de las importaciones de bienes industriales de la misma. Una vez que todos los países cumplan sus obligaciones legales, la cobertura será de alrededor del 85%. El índice se pondera por las cuotas de importación y comienza en el 2005. El índice de precios industriales de exportación está disponible aproximadamente 30 días después del período de referencia y presenta una cobertura por países de más del 90%. El índice se pondera por la proporción del volumen de operaciones correspondiente a los bienes exportados a clientes de fuera de la zona del euro y comienza en el año 2000.

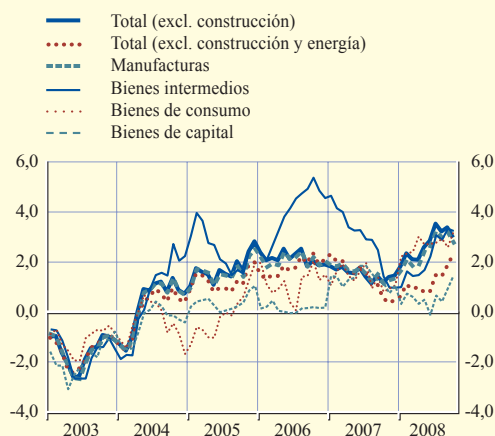
Evolución de los precios industriales de exportación y de los precios industriales de importación

A nivel agregado, los nuevos índices de precios de exportación y de importación ofrecen una imagen similar a la de los índices de valor unitario. La inflación total de la zona del euro, medida por los precios de exportación (excluida la construcción) repuntó recientemente, situándose en el 2,9% en octubre del 2008, tras reducirse desde una tasa de crecimiento interanual de alrededor del 2% a comienzos del 2006 hasta menos del 1,5% a finales del 2007 (véase gráfico A). Si bien este aumento fue generalizado, el principal factor determinante fue el incremento de los precios de exportación de los bienes energéticos, que también dio lugar a un aumento de los costes de los bienes energéticos intermedios. Además, en los últimos meses, se han atenuado en cierta medida las presiones competitivas, debido a la depreciación del euro y a la subida de los precios de exportación (en euros) de los competidores de la zona del euro. Por consiguiente, los exportadores de la zona del euro podrían tratar de incrementar sus márgenes de beneficio elevando sus precios de exportación (en euros).

2 Véase Reglamento (CE) n° 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1165/98 sobre estadísticas coyunturales.

Gráfico A Precios industriales de exportación

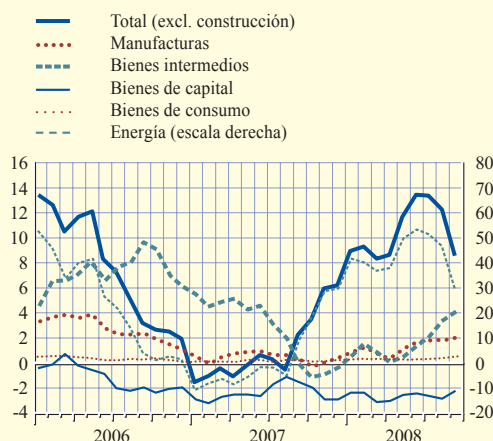
(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Gráfico B Precios industriales de importación

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

La subida de los precios de la energía y de las materias primas fue también el principal factor determinante del fuerte incremento de los precios de importación totales de la zona del euro, que alcanzaron un máximo del 13,3% en junio del 2008 (véase gráfico B). La acusada caída que han registrado recientemente los precios del petróleo dio lugar a una ligera desaceleración de la inflación interanual total medida por los precios de importación, que se situó en el 8,5% en septiembre del 2008. Por el contrario, los precios de todas las demás categorías de bienes se han mantenido estables o se han reducido en los últimos años, debido principalmente a factores estructurales. En particular, la globalización ha venido acompañada de una mayor participación de los países con bajos costes como proveedores de importaciones de bienes manufacturados para la zona del euro. Hasta hace poco, esta circunstancia ha presionado ligeramente a la baja sobre los precios de importación totales de la zona del euro³. La creciente competencia internacional podría explicar también el descenso sostenido de los precios de importación de los bienes de capital. De cara al futuro, estos factores estructurales intensificarán el impacto de la caída de los precios de las materias primas sobre la inflación medida por los precios de importación.

3 Véase también el recuadro titulado «¿Está disipándose el efecto moderador de la globalización sobre los precios de importación?» en el Boletín Mensual de junio del 2007.

CUENTA FINANCIERA

En los doce meses transcurridos hasta septiembre del 2008, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró salidas netas por importe de 106,8 mm de euros, frente a las entradas netas de 166,5 mm de euros contabilizadas un año antes. Las inversiones de cartera fueron el factor determinante de este cambio de signo de la cuenta financiera, en la medida en que las entradas netas experimentaron una contracción de 276,6 mm de euros. Por el contrario, las salidas netas de inversiones directas se mantuvieron prácticamente estables en torno a 170 mm de euros durante el mismo período (véase gráfico 60).

Las turbulencias financieras que se iniciaron a principios de agosto del 2007 como resultado de la crisis originada por las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos, han creado incertidumbre en los mercados financieros, habiéndose reducido la liquidez en algunos segmentos clave. Las decisiones resultantes respecto a la asignación de las carteras a nivel mundial han afectado a las

inversiones de cartera transfronterizas de la zona del euro. Los inversores internacionales han reducido sus inversiones en valores de la zona del euro porque las perspectivas en relación con los beneficios empresariales se han deteriorado en la zona del euro, pero también —según los informes de los mercados— porque los participantes en los mercados esperaban una depreciación del euro. Durante el tercer trimestre del 2008, los inversores internacionales vendieron valores de renta variable de la zona del euro e incrementaron sus inversiones en instrumentos de renta fija, lo que refleja una estrategia de huida hacia la calidad, que tiene su origen en la incertidumbre imperante en los mercados financieros. Concretamente, en septiembre del 2008, ha aumentado la volatilidad en los principales mercados, lo que ha exacerbado la incertidumbre respecto a las perspectivas mundiales. En este contexto, la cuenta financiera registró, en septiembre del 2008, ventas netas inusualmente altas, tanto de acciones y otras participaciones de la zona del euro por parte de no residentes (86,3 mm de euros) como de valores extranjeros de renta variable por parte de residentes en la zona del euro (26,7 mm de euros).

En conjunto, en el segundo y tercer trimestres del 2008, la cuenta de inversiones de cartera de la zona del euro registró entradas netas de instrumentos de deuda fija, que quedaron contrarrestadas, en parte por las salidas netas de acciones y participaciones, mientras que las inversiones directas en el exterior siguieron siendo sólidas. La fortaleza del tipo de cambio del euro hizo que a los inversores extranjeros les resultase más caro invertir en acciones y otras participaciones de la zona del euro y favoreció las inversiones de la zona del euro en el exterior.

Gráfico 60 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

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 efectivo	\$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 2008 CON LA INCORPORACIÓN DE CHIPRE Y MALTA

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2008 se refieren a la Euro-15 (la zona del euro, que incluye Chipre y Malta) 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 2001, el 2007 y el 2008, calculadas tomando como base los años 2000, 2006 y 2007, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de Grecia, Eslovenia y Chipre y Malta, respectivamente, a la zona del euro. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Chipre y Malta 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

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Tipo al contado a 10 años ³⁾ (porcentaje, fin de período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,3	3,08	3,91
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2007 IV	5,9	10,7	12,0	-	11,1	19,5	4,72	4,38
2008 I	3,8	10,3	11,2	-	11,1	20,4	4,48	4,13
II	2,3	10,0	10,1	-	10,5	17,8	4,86	4,73
III	0,6	9,1	9,0	-	9,1	18,9	4,98	4,34
2008 Jun	1,5	9,5	9,6	9,6	9,9	18,0	4,94	4,73
Jul	0,3	9,1	9,2	9,2	9,3	17,1	4,96	4,53
Ago	0,2	8,9	8,8	8,9	8,8	20,2	4,97	4,34
Sep	1,2	8,9	8,7	8,7	8,5	20,5	5,02	4,34
Oct	3,7	9,3	8,7	.	7,8	.	5,11	4,25
Nov	.	.	.	.	.	.	4,24	3,77

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC	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
2006	2,2	5,1	2,5	2,9	4,0	83,2	1,6	8,3
2007	2,1	2,8	2,6	2,6	3,4	84,2	1,8	7,4
2008 I	3,4	5,4	3,5	2,1	2,5	83,9	1,5	7,2
II	3,6	7,1	2,7	1,4	1,1	83,3	1,2	7,4
III	3,8	8,5	.	0,6	-1,6	82,2	.	7,5
2008 Jun	4,0	8,0	-	-	-0,4	-	-	7,4
Jul	4,0	9,2	-	-	-1,1	82,8	-	7,5
Ago	3,8	8,6	-	-	-0,7	-	-	7,5
Sep	3,6	7,9	-	-	-2,7	-	-	7,6
Oct	3,2	6,3	-	-	.	81,6	-	7,7
Nov	2,1	.	-	-	.	-	-	.

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-24 ⁴⁾ (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
2006	17,9	19,8	-156,7	290,4	325,8	103,6	104,6	1,2556
2007	51,8	57,5	-90,4	137,7	347,4	107,7	108,3	1,3705
2007 IV	15,8	10,3	25,0	-73,2	347,4	110,5	111,2	1,4486
2008 I	-2,4	-1,5	-107,1	73,8	356,3	112,7	113,1	1,4976
II	-21,4	6,2	-49,2	34,3	353,9	115,7	115,7	1,5622
III	-8,9	-6,9	-40,5	30,0	370,9	113,7	113,3	1,5050
2008 Jun	2,8	2,6	-19,6	41,0	353,9	115,4	115,4	1,5553
Jul	2,0	2,3	-12,3	-8,8	355,6	115,8	115,5	1,5770
Ago	-5,5	-5,2	-9,8	-18,2	350,7	113,5	113,2	1,4975
Sep	-5,4	-3,9	-18,5	57,1	370,9	111,6	111,2	1,4370
Oct	.	.	.	.	368,0	107,6	107,4	1,3322
Nov	.	.	.	.	.	106,8	106,6	1,2732

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) 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.
- 2) 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.
- 3) Basado en las curvas de rendimientos de la deuda pública de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA.
- 4) 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

	2008 7 noviembre	2008 14 noviembre	2008 21 noviembre	2008 28 noviembre
Oro y derechos en oro	220.193	220.183	220.126	220.011
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	155.783	160.230	163.037	159.670
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	226.525	227.511	198.446	208.202
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	11.426	11.557	10.707	10.277
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	723.410	800.711	803.487	794.921
Operaciones principales de financiación	312.790	335.184	338.720	335.166
Operaciones de financiación a plazo más largo	402.168	462.835	462.836	455.319
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	8.441	2.654	1.892	4.375
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	12	37	38	60
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	67.356	43.587	44.149	49.487
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	118.661	118.795	119.349	120.502
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	37.442	37.442	37.491	37.491
Otros activos	379.570	378.704	377.190	378.490
Total activo	1.940.367	1.998.720	1.973.981	1.979.051

2. Pasivo

	2008 7 noviembre	2008 14 noviembre	2008 21 noviembre	2008 28 noviembre
Billetes en circulación	729.294	728.554	726.683	731.454
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	377.887	444.043	429.106	401.159
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	152.351	280.171	204.905	197.203
Facilidad de depósito	225.500	163.842	224.193	203.888
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	36	30	8	69
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	273	247	142	177
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	86.873	89.376	120.054	142.095
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	315.863	306.175	268.851	278.357
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	-880	-1.391	-1.575	-1.546
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	16.746	17.000	16.799	14.517
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.384	5.384	5.384	5.384
Otros pasivos	168.559	168.963	168.168	167.081
Cuentas de revalorización	168.685	168.685	168.685	168.685
Capital y reservas	71.683	71.684	71.686	71.687
Total pasivo	1.940.367	1.998.720	1.973.981	1.979.051

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

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.
- 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 largo³⁾

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operaciones principales de financiación								
2008 6 Ago	241.886	424	160.000	-	4,25	4,38	4,41	7
13	233.394	430	176.000	-	4,25	4,37	4,40	7
20	228.735	454	151.000	-	4,25	4,38	4,40	7
27	226.453	424	167.000	-	4,25	4,39	4,42	7
3 Sep	226.254	411	160.000	-	4,25	4,39	4,41	7
10	223.273	422	176.500	-	4,25	4,39	4,41	7
17	328.662	533	150.000	-	4,25	4,53	4,58	7
24	334.044	506	180.000	-	4,25	4,73	4,78	7
1 Oct	228.012	419	190.000	-	4,25	4,65	4,96	7
8	271.271	436	250.000	-	4,25	4,70	4,99	7
15 ⁵⁾	310.412	604	310.412	3,75	-	-	-	7
22	305.421	703	305.421	3,75	-	-	-	7
29	325.112	736	325.112	3,75	-	-	-	7
5 Nov	311.991	756	311.991	3,75	-	-	-	7
12	334.413	848	334.413	3,25	-	-	-	7
19	338.018	851	338.018	3,25	-	-	-	7
26	334.461	836	334.461	3,25	-	-	-	7
3 Dic	339.520	787	339.520	3,25	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2008 10 Jul	74.579	141	25.000	-	-	4,93	5,03	182
31	107.684	189	50.000	-	-	4,70	4,76	91
14 Ago	78.920	124	50.000	-	-	4,61	4,74	91
28	77.216	191	50.000	-	-	4,60	4,74	91
11 Sep	69.500	114	50.000	-	-	4,45	4,66	91
25	154.577	246	50.000	-	-	4,98	5,11	84
30	141.683	210	120.000	-	-	4,36	4,88	38
9 Oct	113.793	181	50.000	-	-	5,36	5,57	182
30 ⁵⁾	103.108	223	103.108	3,75	-	-	-	91
7 Nov	20.416	55	20.416	3,75	-	-	-	33
13	41.558	127	41.558	3,25	-	-	-	182
13	66.807	139	66.807	3,25	-	-	-	91
27	42.185	161	42.185	3,25	-	-	-	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 ⁴⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008 10 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	18.505	15	14.000	4,00	-	-	-	-	1	
8 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	14.585	12	14.585	4,00	-	-	-	-	1	
12 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	22.630	10	21.000	4,25	-	-	-	-	1	
9 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	20.145	17	20.145	4,25	-	-	-	-	1	
15	Operaciones temporales	90.270	51	30.000	-	4,25	-	4,30	4,39	1	
16	Operaciones temporales	102.480	56	70.000	-	4,25	-	4,32	4,40	1	
18	Operaciones temporales	49.330	43	25.000	-	4,25	-	4,30	4,39	1	
24	Operaciones temporales	50.335	36	40.000	-	4,25	-	4,25	4,35	1	
1 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	173.047	52	173.047	4,25	-	-	-	-	1	
2	Captación de depósitos a plazo fijo	216.051	65	200.000	4,25	-	-	-	-	1	
3	Captación de depósitos a plazo fijo	193.844	54	193.844	4,25	-	-	-	-	3	
6	Captación de depósitos a plazo fijo	171.947	111	171.947	4,25	-	-	-	-	1	
7	Captación de depósitos a plazo fijo	147.491	97	147.491	4,25	-	-	-	-	1	
9	Operaciones temporales	24.682	99	24.682	3,75	-	-	-	-	6	
11 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	149.656	117	79.940	-	-	3,75	3,60	3,51	1	

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.
- 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.
- 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.

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
2008 Jul	18.035,4	9.825,2	938,2	2.175,7	1.407,4	3.689,0
Ago	18.165,4	9.888,1	948,6	2.184,4	1.438,7	3.705,6
Sep	18.231,6	9.969,2	917,1	2.186,7	1.457,1	3.701,5

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 15 Ene ²⁾	199,8	200,9	1,1	0,0	4,20
12 Feb	201,6	202,4	0,8	0,0	4,17
11 Mar	204,6	205,3	0,7	0,0	4,10
15 Abr	206,9	207,5	0,6	0,0	4,19
13 May	207,8	208,6	0,8	0,0	4,24
10 Jun	207,3	208,1	0,8	0,0	4,17
8 Jul	211,9	212,7	0,8	0,0	4,06
12 Ago	214,1	214,8	0,7	0,0	4,35
9 Sep	213,3	214,0	0,7	0,0	4,38
7 Oct	214,8	216,8	2,0	0,0	4,58
11 Nov	216,1	218,6	2,4	0,0	3,94
9 Dic	217,2	.	.	.	.

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⁾	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 15 Ene	343,8	255,7	268,8	0,3	0,0	1,1	68,4	668,2	46,4	-116,4	200,9	870,2
12 Feb	353,6	173,8	268,5	0,2	0,0	0,4	0,6	651,7	51,7	-110,7	202,4	854,5
11 Mar	343,3	181,3	268,5	0,1	0,3	0,3	0,0	653,2	59,7	-125,0	205,3	858,7
15 Abr	349,4	181,5	278,6	0,1	2,6	0,6	0,4	662,1	66,4	-124,8	207,5	870,3
13 May	364,5	174,4	295,0	0,1	0,0	0,3	0,8	667,6	68,8	-112,2	208,6	876,6
10 Jun	375,0	172,8	287,9	0,3	0,0	0,2	0,5	671,4	67,3	-111,5	208,1	879,7
8 Jul	376,4	185,4	275,4	0,1	0,0	0,4	0,5	677,2	64,9	-118,3	212,7	890,3
12 Ago	374,5	166,3	299,3	0,1	0,0	0,3	0,6	686,1	61,3	-123,0	214,8	901,2
9 Sep	376,6	163,5	300,0	0,1	0,0	0,6	0,7	685,0	61,1	-121,2	214,0	899,5
7 Oct	417,3	174,1	334,3	7,5	5,9	19,9	45,5	684,3	55,2	-82,6	216,8	921,0
11 Nov	549,0	301,6	452,5	12,7	4,2	213,7	2,3	722,1	85,0	78,2	218,6	1.154,4

Fuente: BCE.

- Fin de período.
- Debido a la adopción del euro en Chipre y Malta el 1 de enero de 2008, las exigencias de reservas son una media —ponderada por el número de días naturales— de las exigencias de reservas de los 13 países que integraban entonces la zona del euro en el período comprendido entre el 12 y el 31 de diciembre de 2007 y las exigencias de reservas de los 15 países que actualmente forman parte de la zona del euro para el período comprendido entre el 1 y el 15 de enero de 2008.
- A partir del 1 de enero de 2008, incluye las operaciones de política monetaria ejecutadas mediante la captación de depósitos a plazo fijo por el Banco Central de Malta y el Banco Central de Chipre antes del 1 de enero de 2008 y que todavía estaban vivas con posterioridad a esa fecha.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
	1	2	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 II	2.098,5	1.010,6	18,5	0,7	991,5	277,5	234,7	2,4	40,4	-	15,7	381,5	15,9	397,3
2008 Jul	2.098,8	1.004,4	18,4	0,7	985,4	277,1	234,9	2,5	39,8	-	15,4	385,6	16,1	400,1
Ago	2.147,2	1.048,3	18,4	0,7	1.029,2	279,0	236,8	2,4	39,8	-	15,5	456,5	16,1	331,8
Sep	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
Oct ^(p)	2.781,2	1.632,6	18,5	0,6	1.613,5	283,8	242,5	2,4	38,9	-	13,9	478,7	16,0	356,1
IFM, excluido el Eurosistema														
2006	25.950,2	14.904,3	810,5	9.160,3	4.933,5	3.555,4	1.276,5	645,9	1.632,9	83,5	1.171,4	4.329,0	172,6	1.733,9
2007	29.446,8	16.904,8	956,1	10.159,8	5.788,9	3.880,6	1.194,1	949,8	1.736,6	93,5	1.296,2	4.873,3	206,0	2.192,4
2008 II	30.759,9	17.638,7	975,8	10.661,4	6.001,5	4.192,5	1.219,3	1.079,4	1.893,9	98,4	1.309,8	4.895,0	201,3	2.424,2
2008 Jul	30.769,4	17.695,3	977,3	10.714,6	6.003,5	4.239,4	1.226,2	1.096,5	1.916,7	97,9	1.329,4	4.933,0	201,6	2.272,7
Ago	31.032,0	17.741,6	970,1	10.723,0	6.048,4	4.287,7	1.228,1	1.125,9	1.933,7	98,5	1.325,2	5.040,1	202,1	2.336,9
Sep	31.529,7	18.146,5	979,4	10.819,6	6.347,5	4.188,7	1.190,8	1.099,0	1.898,9	100,4	1.318,5	5.118,5	203,4	2.453,7
Oct ^(p)	32.450,9	18.445,2	980,2	10.877,6	6.587,3	4.237,4	1.183,1	1.123,8	1.930,5	95,6	1.264,8	5.311,0	204,3	2.892,6

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 II	2.098,5	699,6	733,2	55,2	24,6	653,3	-	0,1	240,7	98,7	326,2
2008 Jul	2.098,8	707,8	720,9	61,3	17,5	642,1	-	0,1	242,5	102,1	325,5
Ago	2.147,2	704,8	766,9	67,5	14,8	684,7	-	0,1	243,9	178,8	252,7
Sep	2.473,4	705,4	932,3	51,3	17,7	863,3	-	0,1	264,4	285,0	286,2
Oct ^(p)	2.781,2	749,1	1.026,0	78,9	29,8	917,3	-	0,1	262,0	401,9	342,1
IFM, excluido el Eurosistema											
2006	25.950,2	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	698,3	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.306,2
2007	29.446,8	-	15.082,4	127,1	8.865,9	6.089,4	754,1	4.645,2	1.678,9	4.533,2	2.753,0
2008 II	30.759,9	-	15.660,0	155,9	9.216,7	6.287,4	831,7	4.808,3	1.713,8	4.790,2	2.955,8
2008 Jul	30.769,4	-	15.649,2	119,6	9.232,3	6.297,3	841,5	4.852,2	1.734,9	4.829,0	2.862,6
Ago	31.032,0	-	15.727,0	119,3	9.256,4	6.351,3	856,7	4.880,4	1.739,4	4.939,4	2.889,0
Sep	31.529,7	-	16.214,5	140,1	9.325,6	6.748,7	828,2	4.864,9	1.749,2	4.884,0	2.988,8
Oct ^(p)	32.450,9	-	16.806,2	179,5	9.404,9	7.221,8	822,0	4.878,4	1.743,8	4.887,2	3.313,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2006	19.723,8	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,4	1.464,0	648,4	811,2	4.680,4	187,3	1.941,4
2007	22.331,2	11.134,3	973,9	10.160,4	2.371,0	1.419,2	951,8	884,3	5.247,0	221,1	2.473,5
2008 II	23.320,2	11.656,3	994,2	10.662,1	2.535,8	1.454,0	1.081,8	860,5	5.276,5	217,2	2.773,9
2008 Jul	23.310,0	11.711,0	995,7	10.715,2	2.560,1	1.461,1	1.098,9	878,9	5.318,6	217,7	2.623,7
Ago	23.520,0	11.712,2	988,6	10.723,6	2.593,2	1.464,9	1.128,4	880,0	5.496,6	218,2	2.619,9
Sep	23.787,9	11.818,1	997,9	10.820,2	2.529,6	1.428,3	1.101,4	875,6	5.600,9	219,4	2.744,3
Oct ^(p)	24.474,3	11.877,0	998,7	10.878,3	2.551,8	1.425,6	1.126,2	837,0	5.789,7	220,3	3.198,4
Operaciones											
2006	1.997,5	877,3	-14,4	891,6	10,7	-96,8	107,5	97,7	801,9	6,4	203,5
2007	2.594,2	1.016,7	-9,7	1.026,4	229,5	-46,8	276,3	60,1	792,9	-0,5	495,4
2008 II	355,0	233,0	16,8	216,2	94,5	15,8	78,7	-3,7	-72,9	3,7	100,4
III	271,0	145,4	3,4	142,0	-17,7	-35,9	18,3	22,5	77,1	2,1	41,6
2008 Jul	-20,7	57,4	1,5	55,9	20,0	3,4	16,6	19,5	33,1	0,5	-151,2
Ago	112,1	-9,7	-7,4	-2,3	26,5	-0,1	26,7	0,4	20,8	0,4	73,6
Sep	179,6	97,7	9,3	88,4	-64,1	-39,2	-24,9	2,6	23,1	1,1	119,2
Oct ^(p)	421,3	18,6	0,0	18,5	16,5	-6,0	22,5	-31,8	-31,7	1,0	448,8

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	19.723,8	592,2	158,0	7.906,5	614,6	2.587,8	1.280,8	4.026,5	2.541,8	15,6
2007	22.331,2	638,5	151,0	8.885,0	660,4	2.867,1	1.487,6	4.599,2	3.083,3	-41,1
2008 II	23.320,2	652,0	211,2	9.241,2	733,0	2.874,1	1.489,5	4.889,0	3.282,0	-52,2
2008 Jul	23.310,0	658,7	180,9	9.249,8	743,2	2.895,9	1.511,3	4.931,1	3.188,1	-49,5
Ago	23.520,0	656,0	186,8	9.271,2	757,9	2.907,0	1.522,6	5.118,3	3.141,7	-41,7
Sep	23.787,9	657,1	191,4	9.343,3	727,4	2.927,0	1.555,9	5.169,1	3.275,0	-58,8
Oct ^(p)	24.474,3	698,8	258,4	9.434,7	726,1	2.909,0	1.564,2	5.289,1	3.655,3	-61,6
Operaciones										
2006	1.997,5	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,4	601,6	252,2	45,3
2007	2.594,2	45,8	-13,3	835,1	54,5	270,5	163,1	778,8	467,6	-8,0
2008 II	355,0	19,2	10,8	207,3	-9,2	51,9	7,8	54,0	47,9	-34,8
III	271,0	5,1	-19,8	74,1	-7,5	16,5	69,1	48,7	127,0	-42,2
2008 Jul	-20,7	6,7	-30,2	3,2	8,8	22,1	22,8	34,5	-92,1	3,5
Ago	112,1	-2,7	5,9	8,9	14,6	-7,8	12,5	27,5	65,6	-12,4
Sep	179,6	1,1	4,6	62,0	-30,9	2,2	33,8	-13,3	153,5	-33,3
Oct ^(p)	421,3	41,7	67,0	58,3	-1,1	-74,6	17,2	-83,5	467,4	-71,0

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 monetarias¹⁾

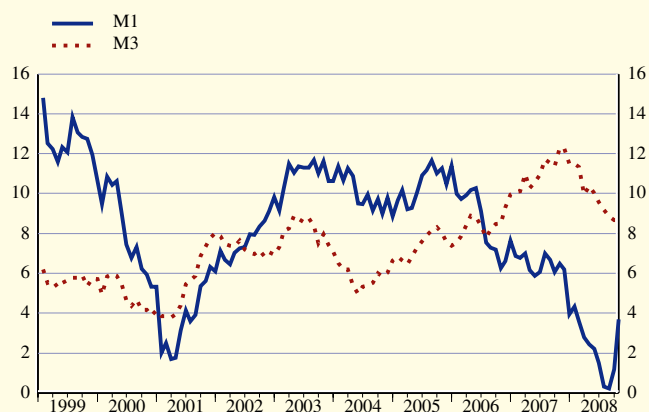
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios²⁾ y contrapartidas

					M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾
			M2	M3-M2					Préstamos		
	M1	M2-M1									
	1	2								3	
	Saldos vivos										
2006	3.685,4	2.954,2	6.639,6	1.101,5	7.741,1	-	5.434,1	2.321,3	10.644,4	9.171,5	634,3
2007	3.832,7	3.507,2	7.339,9	1.310,5	8.650,4	-	5.977,8	2.417,2	12.027,2	10.176,4	627,5
2008 II	3.843,3	3.826,0	7.669,4	1.355,9	9.025,3	-	6.007,0	2.432,2	12.564,6	10.633,0	378,9
2008 Jul	3.832,1	3.904,1	7.736,2	1.364,3	9.100,5	-	6.046,7	2.450,3	12.660,1	10.680,9	373,2
Ago	3.844,5	3.949,1	7.793,6	1.363,8	9.157,4	-	6.098,6	2.466,3	12.794,0	10.754,6	384,8
Sep	3.879,6	3.977,3	7.856,9	1.369,9	9.226,8	-	6.131,2	2.440,1	12.823,7	10.818,3	428,3
Oct ^(p)	4.002,3	4.008,7	8.011,0	1.362,7	9.373,7	-	6.118,6	2.433,0	12.861,5	10.887,4	481,8
	Operaciones										
2006	261,2	310,5	571,7	130,9	702,6	-	427,7	-114,7	1.105,8	898,6	200,6
2007	145,4	525,4	670,7	220,3	891,0	-	489,5	-60,1	1.369,9	1.031,7	13,5
2008 II - III	2,2	153,0	150,8	21,8	172,7	-	56,3	24,8	249,8	183,6	-153,5
	27,3	136,8	164,1	16,3	180,4	-	81,6	-2,6	249,3	169,1	33,5
2008 Jul	-13,0	74,9	62,0	8,4	70,4	-	39,1	14,4	98,9	50,7	-7,1
Ago	8,3	38,9	47,2	0,5	47,6	-	31,0	11,9	119,7	62,9	14,1
Sep	31,9	23,0	55,0	7,5	62,5	-	11,4	-29,0	30,7	55,5	26,4
Oct ^(p)	111,4	15,2	126,6	-4,4	122,2	-	-68,4	-11,2	2,7	29,6	36,6
	Tasas de crecimiento										
2006 Dic	7,6	11,7	9,4	13,3	10,0	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,6
2007 Dic	3,9	17,7	10,1	20,0	11,5	11,8	9,0	-2,6	12,8	11,2	13,5
2008 Jun	1,5	19,0	9,5	9,8	9,6	9,6	5,4	-0,8	11,2	9,9	-287,1
2008 Jul	0,3	19,4	9,1	9,6	9,2	9,2	5,2	0,2	10,9	9,3	-298,0
Ago	0,2	19,0	8,9	8,5	8,8	8,9	5,2	1,6	10,8	8,8	-249,5
Sep	1,2	17,7	8,9	7,3	8,7	8,7	5,2	0,8	10,1	8,5	-187,9
Oct ^(p)	3,7	15,5	9,3	5,3	8,7	.	3,0	0,7	8,6	7,8	-149,3

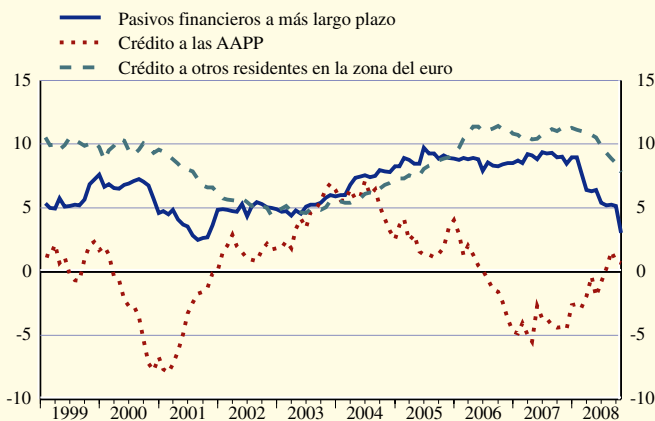
C1 Agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas¹⁾

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

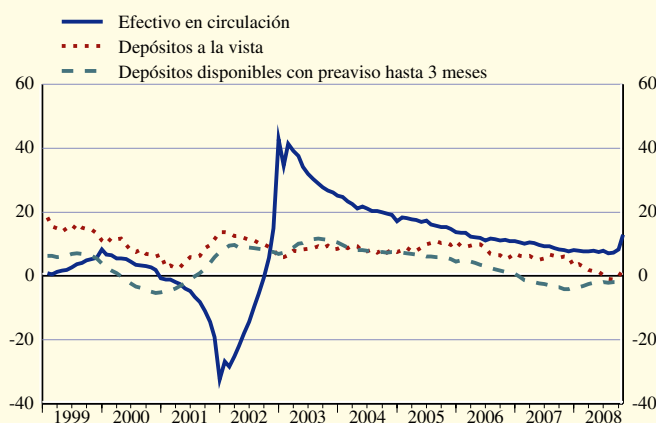
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	3.107,0	1.402,2	1.552,0	266,1	636,9	198,5	2.399,6	102,2	1.655,0	1.277,3
2007	625,8	3.206,9	1.971,8	1.535,3	307,4	686,6	316,6	2.561,0	119,6	1.813,5	1.483,7
2008 II	649,6	3.193,7	2.289,3	1.536,7	340,6	728,0	287,3	2.570,4	116,9	1.832,8	1.486,9
2008 Jul	649,7	3.182,5	2.374,0	1.530,1	346,4	727,5	290,4	2.592,5	116,4	1.833,3	1.504,5
Ago	653,7	3.190,8	2.421,2	1.527,8	336,6	745,6	281,6	2.619,2	115,4	1.841,1	1.523,0
Sep	662,9	3.216,7	2.455,4	1.521,9	344,5	732,6	292,7	2.630,1	114,2	1.836,6	1.550,3
Oct ^(p)	698,4	3.303,9	2.484,2	1.524,5	346,0	730,4	286,3	2.614,1	116,3	1.824,2	1.564,0
Operaciones											
2006	57,3	203,9	301,2	9,3	30,9	30,0	70,0	217,2	15,4	138,1	57,0
2007	46,9	98,4	581,3	-55,9	43,3	58,6	118,3	152,3	9,9	164,5	162,8
2008 II	11,6	-13,8	157,8	-4,8	31,9	-18,6	8,5	26,6	-2,5	17,6	14,5
III	13,3	14,0	152,4	-15,6	3,6	2,7	10,1	18,8	-2,7	-0,5	66,0
2008 Jul	0,1	-13,0	82,1	-7,2	5,7	-2,0	4,7	20,9	-0,5	0,2	18,6
Ago	4,0	4,3	41,3	-2,4	-9,9	18,2	-7,8	6,9	-1,1	5,5	19,7
Sep	9,2	22,8	29,1	-6,1	7,8	-13,5	13,2	-9,0	-1,2	-6,2	27,7
Oct ^(p)	35,5	75,9	13,0	2,3	1,2	-2,0	-3,6	-75,3	2,1	-17,9	22,7
Tasas de crecimiento											
2006 Dic	11,0	7,0	27,2	0,6	13,2	4,9	54,4	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Dic	8,1	3,2	41,4	-3,6	16,3	9,2	59,6	6,3	9,6	9,9	12,5
2008 Jun	8,0	0,3	38,8	-2,0	18,4	2,0	21,5	2,7	-0,8	5,5	10,9
2008 Jul	7,1	-1,0	38,9	-2,1	17,2	1,1	25,0	3,1	-2,2	4,6	10,5
Ago	7,2	-1,1	37,3	-1,8	16,7	4,2	10,5	2,7	-3,4	4,6	11,4
Sep	8,2	-0,1	34,4	-2,0	16,5	3,6	6,6	2,3	-5,7	4,0	12,9
Oct ^(p)	13,0	1,9	29,2	-1,4	19,4	1,7	0,0	-0,4	-4,4	2,2	10,8

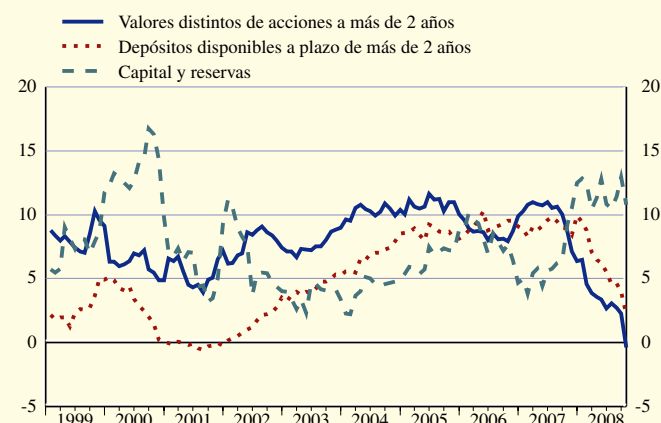
C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

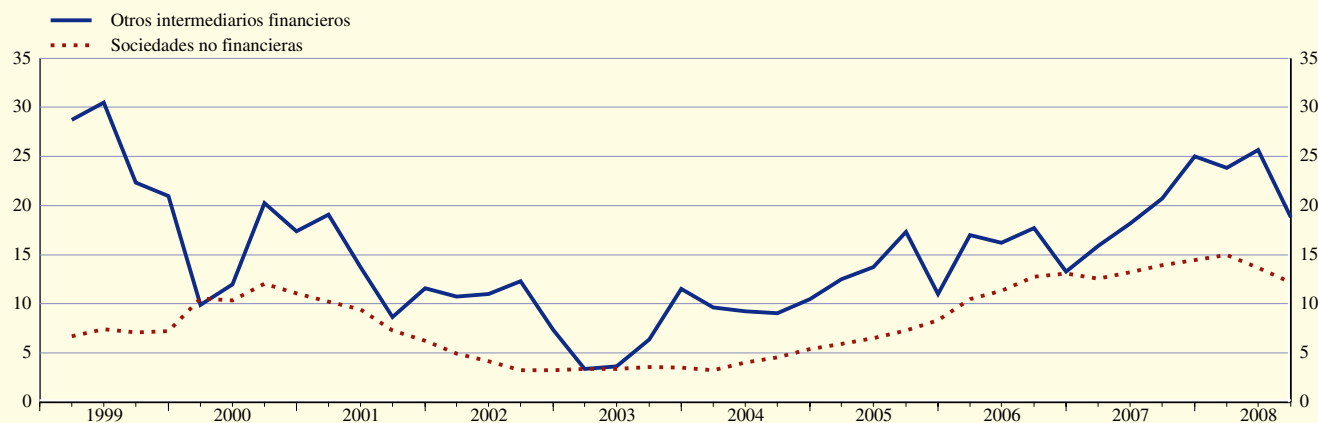
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras³⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ⁴⁾		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	Hasta 1 año		Hasta 1 año					
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007	95,1	70,6	867,9	526,3	4.388,7	1.276,5	858,9	2.253,3
2008 II	103,3	79,3	998,0	625,8	4.670,7	1.365,6	925,7	2.379,4
2008 Jul	101,1	78,0	1.000,3	612,3	4.709,0	1.375,8	933,5	2.399,7
Ago	99,9	76,1	987,2	596,6	4.722,1	1.360,9	943,6	2.417,7
Sep	100,5	77,0	1.017,9	621,1	4.762,9	1.375,5	952,8	2.434,6
Oct ^(p)	103,9	81,0	1.016,1	624,3	4.817,9	1.386,6	964,9	2.466,4
Operaciones								
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007	14,0	15,8	175,4	113,5	556,3	144,9	155,7	255,7
2008 II	0,5	0,2	53,4	29,2	130,5	38,1	31,7	60,7
III	-3,3	-2,6	12,4	-10,2	84,9	7,2	27,1	50,6
2008 Jul	-2,3	-1,2	0,7	-14,1	41,5	10,6	8,5	22,5
Ago	-1,5	-2,2	-16,2	-18,4	7,0	-16,4	9,8	13,6
Sep	0,5	0,8	27,9	22,3	36,4	13,0	8,8	14,5
Oct ^(p)	3,0	3,8	-14,1	-4,5	33,2	3,5	7,4	22,3
Tasas de crecimiento								
2006 Dic	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 Dic	16,8	28,5	25,0	27,0	14,5	12,7	22,0	12,8
2008 Jun	-4,8	-4,6	25,6	26,0	13,7	11,9	20,0	12,3
2008 Jul	-7,8	-7,4	24,0	22,2	12,9	11,1	18,8	11,8
Ago	-8,5	-10,8	20,8	18,2	12,6	10,8	18,4	11,6
Sep	-9,2	-12,3	18,9	15,6	12,2	10,1	17,5	11,3
Oct ^(p)	-9,4	-10,7	15,1	15,6	11,9	10,4	16,1	11,1

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

(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) Con anterioridad a enero del 2003, los datos se recogían en marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año. Los datos mensuales anteriores a enero del 2003 se obtenían a partir de datos trimestrales.

4) Esta categoría incluye fondos de inversión.

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

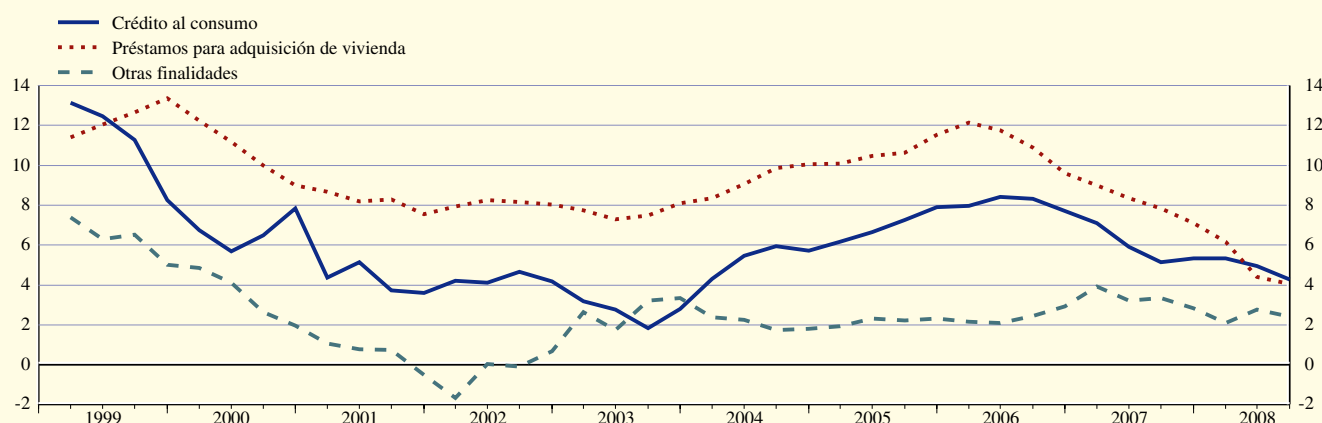
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares³⁾

	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												
2006	4.537,0	586,5	135,3	202,7	248,5	3.212,1	15,6	72,1	3.124,5	738,4	146,2	101,5	490,7
2007	4.808,1	617,8	137,6	203,7	276,5	3.436,9	15,9	73,8	3.347,2	753,4	147,5	104,0	501,8
2008 II	4.889,4	635,8	139,8	203,8	292,2	3.485,1	15,8	73,2	3.396,0	768,6	152,7	102,4	513,4
2008 Jul	4.904,2	636,2	139,1	203,0	294,1	3.503,6	15,8	73,4	3.414,5	764,4	146,8	102,2	515,4
Ago	4.913,7	633,5	137,3	202,2	294,0	3.515,9	15,9	72,6	3.427,4	764,3	146,7	100,7	516,8
Sep	4.938,2	636,5	140,4	201,3	294,8	3.534,3	16,5	72,7	3.445,1	767,3	149,9	100,3	517,2
Oct ^(p)	4.939,7	637,1	140,0	200,2	296,9	3.534,7	16,6	72,1	3.446,0	767,9	148,5	99,8	519,6
	Operaciones												
2006	345,3	42,6	8,2	4,8	29,5	281,8	1,5	4,6	275,8	20,9	1,4	3,8	15,7
2007	280,6	31,3	3,6	1,1	26,6	228,6	0,9	2,3	225,3	20,8	1,7	4,4	14,7
2008 II	31,8	12,0	3,3	1,1	7,6	8,9	-0,3	0,0	9,1	10,9	6,2	-1,8	6,5
III	48,0	1,1	0,7	-2,4	2,7	47,5	0,6	0,0	46,8	-0,5	-3,0	-1,9	4,4
2008 Jul	16,0	0,8	-0,6	-0,7	2,0	19,1	0,0	0,1	19,0	-3,9	-5,8	-0,3	2,2
Ago	8,5	-2,6	-1,9	-0,8	0,1	11,1	0,1	-0,2	11,2	0,0	-0,2	-1,2	1,4
Sep	23,6	3,0	3,2	-0,8	0,6	17,3	0,6	0,1	16,6	3,4	3,0	-0,5	0,8
Oct ^(p)	-3,5	0,2	-0,3	-1,1	1,5	-2,8	0,1	-0,7	-2,3	-0,9	-2,2	-0,6	1,9
	Tasas de crecimiento												
2006 Dic	8,2	7,7	6,5	2,4	13,2	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 Dic	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,8	1,2	4,4	3,0
2008 Jun	4,2	4,9	4,0	-0,8	9,9	4,4	-1,0	1,0	4,5	2,8	2,0	0,6	3,4
2008 Jul	4,0	4,3	2,6	-1,3	9,6	4,3	0,0	0,6	4,4	2,4	0,6	-0,2	3,5
Ago	3,9	4,0	2,0	-1,4	9,1	4,1	0,2	0,2	4,2	2,5	2,1	-1,5	3,4
Sep	3,8	4,3	4,9	-1,3	8,1	4,1	2,3	0,0	4,2	2,4	2,3	-2,1	3,4
Oct ^(p)	3,3	3,3	3,2	-2,3	7,6	3,5	3,4	-1,4	3,6	2,3	1,6	-2,9	3,6

C6 Préstamos a hogares²⁾

(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) Con anterioridad a enero del 2003, los datos se recogían en marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año. Los datos mensuales anteriores a enero del 2003 se obtenían a partir de datos trimestrales.

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

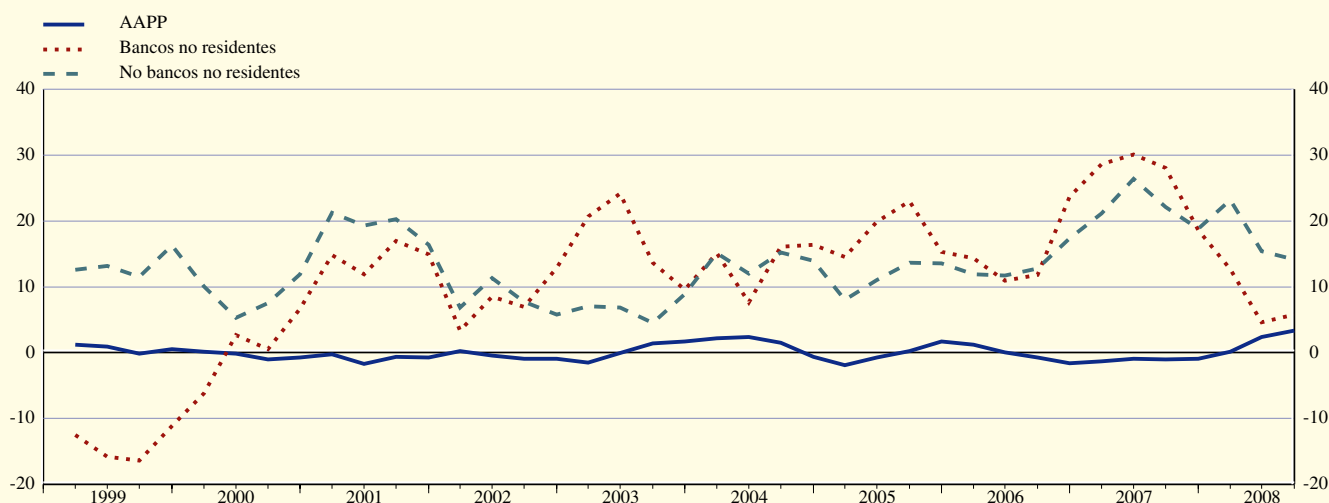
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

3. 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										
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 IV	956,1	213,4	217,6	495,7	29,4	3.295,3	2.337,9	957,4	59,8	897,5
2008 I	958,0	210,6	212,8	497,3	37,2	3.413,9	2.395,5	1.018,4	61,5	956,9
II	975,8	221,0	215,1	497,6	42,0	3.310,8	2.299,2	1.011,5	63,0	948,5
III ^(p)	979,4	223,7	210,0	501,6	44,1	3.518,9	2.459,2	1.059,7	63,4	996,3
Operaciones										
2006	-13,4	-17,6	-14,3	21,9	-3,4	532,5	402,9	129,5	-0,1	129,6
2007	-7,7	-4,5	-13,0	6,2	3,5	542,1	382,1	160,1	0,3	159,8
2007 IV	8,0	7,1	3,8	9,2	-12,0	56,9	23,3	33,7	-0,1	33,8
2008 I	0,7	-3,3	-4,8	1,0	7,8	215,8	122,3	93,3	2,9	90,4
II	17,7	10,3	2,1	0,6	4,8	-100,1	-94,8	-5,2	1,6	-6,7
III ^(p)	3,4	2,4	-5,2	4,0	2,1	94,0	83,7	9,8	-1,8	11,6
Tasas de crecimiento										
2005 Dic	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	2,0	14,9
2006 Dic	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-0,1	19,1
2007 Dic	-1,0	-4,3	-5,6	1,4	13,7	18,7	18,6	18,8	0,5	20,3
2008 Mar	0,1	0,9	-5,1	1,6	19,5	15,7	12,7	23,2	10,0	24,1
Jun	2,4	7,8	-1,8	2,3	11,8	7,7	4,6	15,4	9,5	15,8
Sep ^(p)	3,3	12,3	-1,9	3,2	6,6	8,2	5,8	14,2	4,3	14,8

C7 Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

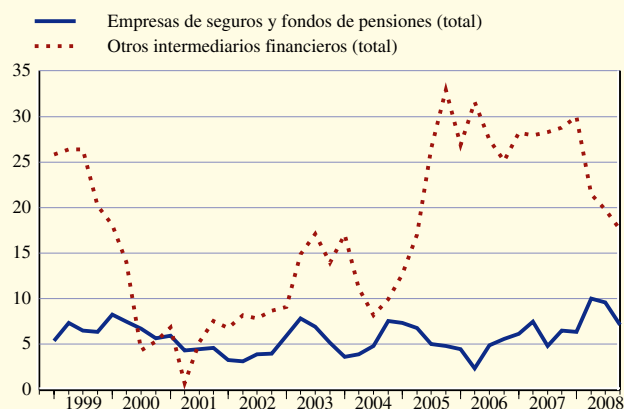
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007	687,8	71,1	68,9	525,1	0,8	1,1	20,9	1.472,7	312,3	348,0	652,8	12,2	0,3	147,1
2008 II	717,5	73,5	83,7	537,5	1,4	1,6	19,8	1.600,7	335,6	387,2	682,5	12,0	0,2	183,2
2008 Jul	716,8	69,6	86,0	538,3	1,3	1,6	20,1	1.604,5	299,9	428,9	683,1	14,1	0,2	178,4
Ago	713,2	66,6	85,5	538,7	1,2	1,6	19,5	1.615,5	287,0	449,1	681,9	12,9	0,1	184,3
Sep	727,8	75,6	90,2	538,9	1,2	1,6	20,3	1.643,4	323,2	446,7	674,2	11,7	0,1	187,5
Oct ^(p)	735,9	83,8	90,2	538,3	1,2	1,5	21,0	1.663,2	337,2	445,0	672,4	12,2	0,1	196,3
Operaciones														
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007	41,4	0,8	11,7	33,4	-0,2	-0,3	-4,1	341,1	32,7	98,9	183,7	1,7	0,1	24,1
2008 II	-5,9	-8,3	-0,2	4,9	-0,2	0,0	-2,1	76,4	3,3	28,3	32,5	-1,2	0,0	13,6
III	8,4	1,8	6,0	0,3	-0,2	0,0	0,5	30,5	-16,0	55,1	-12,1	-0,6	-0,1	4,1
2008 Jul	-0,8	-3,9	2,2	0,8	-0,1	0,0	0,3	1,7	-36,4	40,6	0,2	2,1	0,0	-4,8
Ago	-4,1	-3,1	-0,7	0,4	-0,1	0,0	-0,6	5,2	-14,5	18,4	-3,2	-1,3	0,0	5,8
Sep	13,3	8,8	4,5	-0,9	0,0	0,0	0,8	23,5	34,9	-4,0	-9,1	-1,3	0,0	3,1
Oct ^(p)	6,7	7,7	-0,8	-0,7	0,0	0,0	0,5	5,1	9,5	-6,4	-6,7	0,3	0,0	8,5
Tasas de crecimiento														
2006 Dic	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 Dic	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	16,0	-	19,0
2008 Jun	9,6	13,3	42,4	5,7	-10,5	-	3,4	19,8	5,5	35,7	19,7	5,6	-	20,8
2008 Jul	7,1	-4,1	38,3	5,5	-20,6	-	-3,2	17,9	-6,3	48,4	16,1	5,8	-	18,4
Ago	7,4	8,4	23,4	5,6	-15,4	-	-5,9	18,7	-4,9	48,5	15,7	8,8	-	18,4
Sep	7,1	10,9	40,1	3,1	-20,1	-	-3,3	17,6	-3,1	45,0	16,0	-11,6	-	16,1
Oct ^(p)	5,1	12,5	18,0	2,7	-20,0	-	-4,3	14,5	2,1	28,4	11,1	-5,8	-	25,2

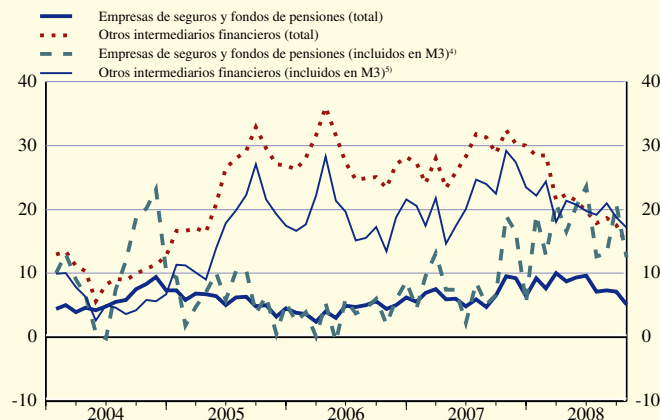
C8 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

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

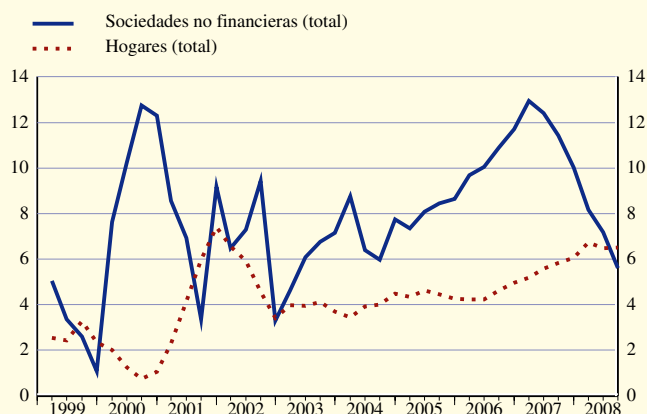
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Saldos vivos													
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007	1.470,6	882,1	474,6	59,6	29,2	1,4	23,7	4.989,0	1.777,7	994,5	561,1	1.457,6	111,1	87,1
2008 II	1.481,1	866,2	501,4	61,8	27,3	1,5	23,0	5.162,9	1.784,0	1.179,5	534,8	1.460,4	105,7	98,5
2008 Jul	1.469,0	842,8	511,9	63,2	26,2	1,4	23,4	5.186,8	1.769,0	1.224,6	531,1	1.449,7	105,2	107,1
Ago	1.472,4	839,4	518,7	63,4	25,9	1,4	23,7	5.195,5	1.744,9	1.256,4	530,0	1.449,4	104,1	110,8
Sep	1.497,1	873,4	507,7	64,0	25,6	1,4	25,1	5.197,2	1.750,0	1.270,9	523,9	1.441,3	103,1	108,0
Oct ^(p)	1.500,8	860,9	517,9	66,8	24,9	1,4	29,0	5.252,2	1.758,5	1.331,9	515,4	1.439,2	106,1	101,1
	Operaciones													
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007	134,5	31,8	123,3	-8,0	-11,0	-0,7	-1,1	280,9	21,7	321,9	-45,4	-45,6	11,2	17,1
2008 II	27,6	16,3	11,1	1,7	-1,5	0,0	0,1	87,1	26,6	79,9	-13,5	-5,5	-3,3	2,9
III	3,1	2,5	0,1	0,6	-2,2	-0,1	2,1	33,8	-34,3	89,1	-8,6	-19,2	-2,6	9,5
2008 Jul	-15,2	-24,5	9,0	1,4	-1,5	0,0	0,5	23,8	-15,0	45,1	-3,7	-10,7	-0,5	8,6
Ago	-0,3	-5,0	4,9	0,0	-0,3	0,0	0,2	6,1	-24,7	29,8	-1,2	-0,4	-1,1	3,6
Sep	18,6	32,0	-13,8	-0,7	-0,3	0,0	1,4	3,8	5,3	14,1	-3,8	-8,1	-1,0	-2,7
Oct ^(p)	-5,5	-17,0	5,8	2,4	-0,6	0,0	3,9	47,1	7,0	54,9	-8,5	-2,4	2,9	-6,9
	Tasas de crecimiento													
2006 Dic	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 Dic	10,0	3,7	34,8	-11,7	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2008 Jun	7,2	0,8	28,2	-7,4	-26,5	-6,7	-13,0	6,5	-0,4	44,8	-7,3	-1,6	-1,1	26,8
2008 Jul	6,1	0,4	23,2	-4,9	-28,0	-16,0	-8,3	6,9	-0,2	44,8	-7,2	-1,5	-2,2	29,8
Ago	5,8	1,6	18,8	-5,2	-22,5	-16,9	-11,0	7,1	0,0	43,6	-6,8	-1,3	-3,6	27,4
Sep	5,6	2,9	14,3	-2,7	-22,8	-17,3	2,9	6,5	-0,6	40,8	-7,0	-1,3	-5,1	28,6
Oct ^(p)	4,4	1,8	10,4	1,3	-19,6	-12,8	19,6	7,4	1,2	40,5	-7,7	-0,5	-3,4	17,1

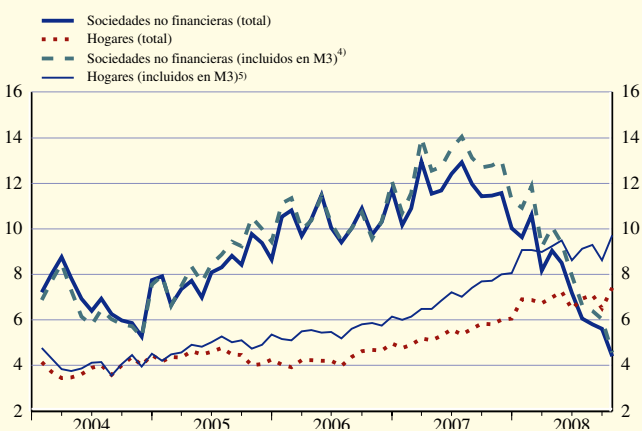
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

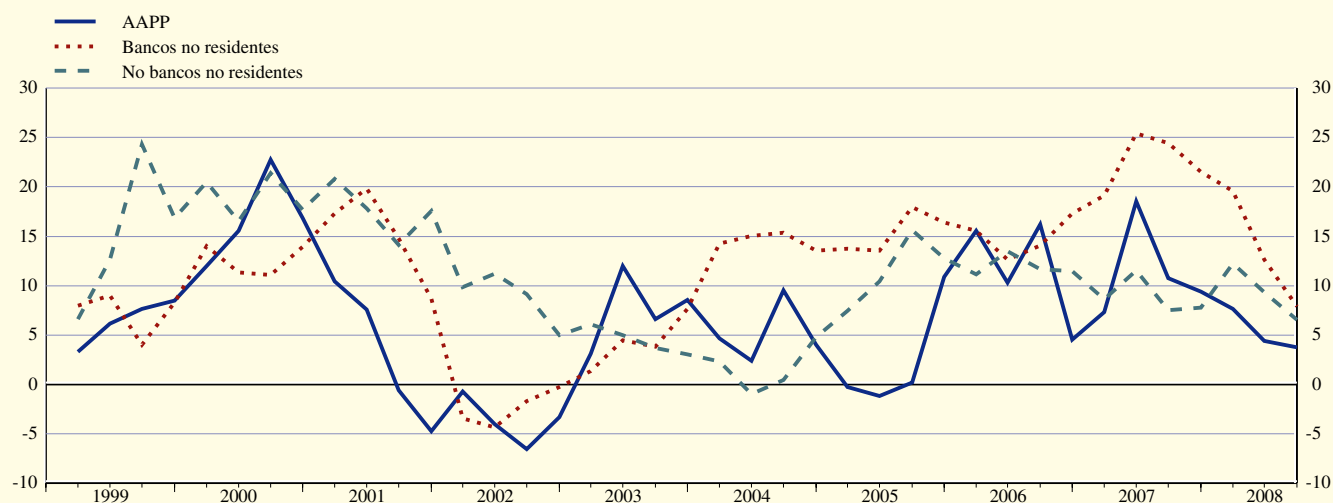
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	90,8	68,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 IV	372,9	127,1	59,0	106,8	80,1	3.856,2	2.944,2	912,0	143,4	768,6
2008 I	375,9	139,6	49,6	107,6	79,1	4.039,7	3.075,7	964,1	131,1	833,0
II	410,3	155,9	56,4	112,0	86,0	4.019,9	3.036,7	983,2	129,3	853,9
III ^(p)	400,2	140,1	61,7	113,4	85,0	4.138,4	3.147,5	990,9	139,6	851,3
Operaciones										
2006	14,2	-24,5	7,0	7,8	23,9	476,6	385,8	90,8	6,6	84,2
2007	30,9	-3,1	13,6	8,9	11,5	614,6	547,2	67,4	20,2	47,2
2007 IV	-12,0	-21,9	-1,0	2,8	8,1	50,2	53,2	-3,0	-0,5	-2,5
2008 I	2,8	12,4	-9,3	0,7	-1,0	279,2	220,4	58,8	-8,5	67,3
II	34,4	16,0	6,8	4,4	7,2	-17,5	-37,0	19,5	-1,8	21,3
III ^(p)	-10,4	-15,8	5,2	1,3	-1,1	-22,2	-6,4	-15,8	6,5	-22,3
Tasas de crecimiento										
2005 Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	16,8	12,0
2006 Dic	4,5	-16,5	18,4	9,6	53,5	15,8	17,3	11,5	5,3	12,6
2007 Dic	9,4	-2,3	29,9	9,8	16,7	18,0	21,5	7,8	15,8	6,4
2008 Mar	7,7	-3,7	18,1	13,4	16,5	17,8	19,6	12,2	5,5	13,4
Jun	4,4	-12,2	28,9	10,0	21,0	11,8	12,6	9,4	-0,2	11,0
Sep ^(p)	3,7	-6,7	2,9	9,0	18,3	7,6	7,9	6,5	-2,9	8,3

C12 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

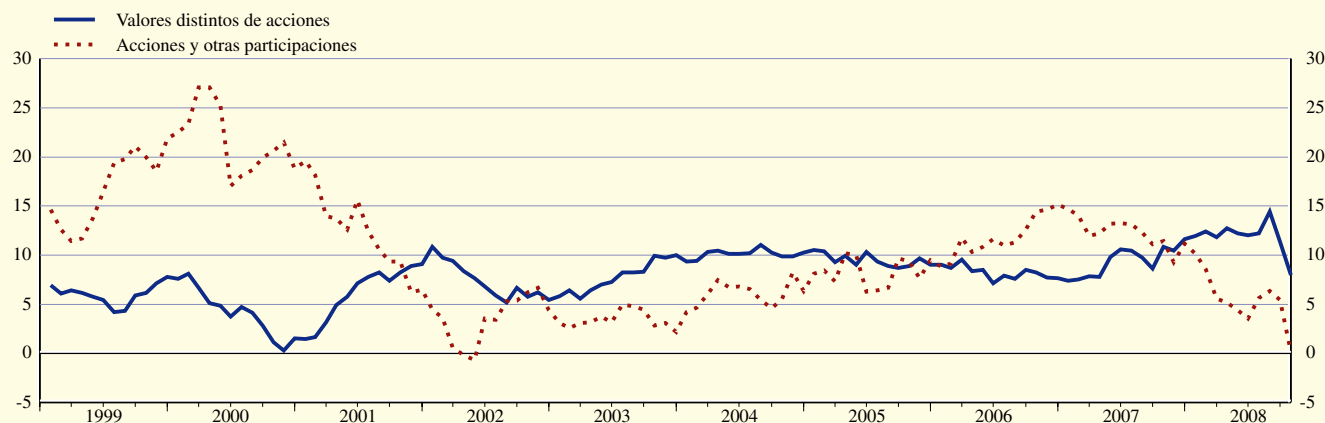
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de 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	4.664,3	1.560,6	72,3	1.260,4	16,2	615,8	30,1	1.108,9	1.465,9	373,0	798,5	294,4
2007	5.113,7	1.652,6	84,0	1.177,5	16,6	916,5	33,4	1.233,1	1.639,9	424,8	871,4	343,7
2008 II	5.483,3	1.795,3	98,6	1.204,1	15,1	1.031,4	48,0	1.290,7	1.601,2	460,4	849,3	291,4
2008 Jul	5.547,3	1.813,3	103,3	1.211,2	15,1	1.047,8	48,6	1.307,9	1.621,7	461,4	868,0	292,3
Ago	5.638,3	1.828,2	105,5	1.213,3	14,8	1.075,1	50,9	1.350,6	1.618,9	456,2	869,0	293,7
Sep	5.497,1	1.796,9	102,0	1.175,2	15,6	1.048,2	50,8	1.308,4	1.607,7	453,1	865,4	289,3
Oct ^(p)	5.553,9	1.820,7	109,9	1.163,8	19,3	1.069,0	54,8	1.316,5	1.551,4	437,1	827,7	286,6
	Operaciones											
2006	337,4	122,8	10,6	-122,7	0,5	100,6	6,5	219,0	193,3	58,6	96,2	38,5
2007	541,2	136,3	18,2	-86,7	1,5	267,3	9,5	195,0	164,5	52,0	60,0	52,5
2008 II	201,1	68,4	11,4	12,7	-0,1	75,9	2,6	30,1	8,1	15,8	-3,7	-4,0
III	-43,3	2,1	-3,0	-34,9	-0,8	19,2	-0,8	-25,2	27,3	1,7	22,7	2,9
2008 Jul	57,7	18,2	4,2	4,7	-0,1	16,1	0,4	14,1	23,2	2,1	19,5	1,6
Ago	56,6	14,4	-0,9	-0,3	-0,9	26,6	0,2	17,6	-2,2	-5,1	0,4	2,5
Sep	-157,6	-30,5	-6,3	-39,3	0,3	-23,5	-1,4	-56,9	6,3	4,7	2,8	-1,1
Oct ^(p)	-13,1	25,2	-1,0	-11,5	1,8	23,3	-0,8	-50,1	-46,6	-14,9	-31,8	0,0
	Tasas de crecimiento											
2006 Dic	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,6	13,6	15,2
2007 Dic	11,7	8,7	25,6	-6,9	10,5	42,9	33,4	17,7	11,2	13,9	7,5	17,8
2008 Jun	12,0	11,2	36,7	-4,5	9,7	36,3	61,2	12,5	3,6	17,5	2,4	-10,4
2008 Jul	12,2	11,4	26,4	-2,3	9,8	35,7	53,4	11,4	5,7	18,4	5,9	-10,2
Ago	14,4	12,5	33,0	0,2	4,9	37,9	62,9	13,8	6,3	16,1	7,1	-7,7
Sep	11,4	11,0	23,9	-1,9	6,6	31,1	45,8	10,3	5,4	13,7	7,7	-10,3
Oct ^(p)	8,0	9,2	16,6	-3,0	17,2	27,9	30,6	2,1	0,1	11,3	-1,4	-9,8

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM^(1), 2) (mm de euros)

1. Saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares³⁾

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,4	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,9	-0,8	-2,3	-3,7
2008 II	-0,9	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,9	-0,2	-0,9	-0,8
III	-1,0	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,3	-0,2	-0,5	-0,7
2008 Jul	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,2
Ago	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,6	0,0	-0,4	-0,2
Sep	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3
Oct ^(p)	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,6	0,0	0,0	-0,6	-0,2	0,1	-0,1	-0,2

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 II	-5,4	-0,9	-3,4	-1,1	0,0	-0,1	0,0
III	-4,2	-0,8	-2,3	-1,0	-1,3	-0,7	-0,5
2008 Jul	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	-0,4	-0,1
Ago	-1,9	-0,1	-1,6	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
Sep	-1,8	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,3	-0,3
Oct ^(p)	-0,8	0,0	-0,4	-0,4	-1,0	-0,2	-0,8

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	-8,6	1,2	-0,4	-7,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	31,5	7,1	16,3	8,0
2007	-11,8	-2,7	0,0	0,6	-0,2	-2,5	-0,5	-6,5	12,6	3,0	8,8	0,8
2008 II	-18,5	-1,5	-0,1	-8,7	-0,1	-2,5	-0,5	-5,0	-7,8	-2,9	-6,5	1,5
III	-1,7	-1,2	0,2	5,8	0,2	-1,7	0,0	-5,0	-19,4	-7,6	-6,7	-5,1
2008 Jul	1,9	0,1	0,1	2,3	0,0	0,4	0,0	-1,0	-2,0	-0,4	-0,8	-0,7
Ago	4,6	0,9	0,2	2,4	0,1	0,3	0,1	0,8	-0,7	-0,1	0,6	-1,1
Sep	-8,3	-2,2	0,0	1,1	0,1	-2,3	-0,1	-4,8	-16,7	-7,0	-6,4	-3,3
Oct ^(p)	-5,5	-1,2	0,4	0,0	0,2	-2,4	-0,3	-2,3	-9,7	-1,1	-5,9	-2,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	De residentes en la zona del euro													
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 IV	6.089,4	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	8.993,0	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 I	6.147,8	91,8	8,2	4,7	0,5	1,3	1,0	9.151,4	96,4	3,6	2,1	0,4	0,1	0,6
II	6.287,4	91,6	8,4	5,0	0,4	1,4	1,0	9.372,6	96,4	3,6	2,1	0,5	0,1	0,5
III ^(p)	6.748,7	89,4	10,6	6,8	0,4	1,6	1,1	9.465,8	96,2	3,8	2,2	0,5	0,1	0,6
	De no residentes en la zona del euro													
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 IV	2.944,2	46,8	53,2	33,6	2,9	2,4	11,1	912,0	50,0	50,0	32,9	1,6	1,8	9,9
2008 I	3.075,7	48,1	51,9	32,9	3,0	2,6	10,5	964,1	52,3	47,7	31,9	1,4	1,8	8,7
II	3.036,7	46,5	53,5	33,9	3,0	2,7	10,6	983,2	51,8	48,2	31,8	1,2	1,7	9,3
III ^(p)	3.147,5	46,0	54,0	34,8	2,9	2,7	10,2	990,9	51,2	48,8	31,3	1,2	1,6	10,5

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
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 IV	4.948,0	81,4	18,6	9,3	1,7	1,9	3,4
2008 I	4.993,0	82,1	17,9	8,8	1,8	1,9	3,2
II	5.146,7	82,0	18,0	8,9	1,7	1,8	3,5
III ^(p)	5.182,7	81,8	18,2	8,9	1,8	1,9	3,4

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.

2.8 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 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	
	A residentes en la zona del euro													
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5
2006	4.933,5	-	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5
2007 IV	5.788,9	-	-	-	-	-	-	11.115,9	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6
2008 I	5.836,3	-	-	-	-	-	-	11.415,0	96,1	3,9	1,8	0,2	1,0	0,6
II	6.001,5	-	-	-	-	-	-	11.637,2	96,0	4,0	1,9	0,2	1,0	0,6
III ^(p)	6.347,5	-	-	-	-	-	-	11.799,0	95,8	4,2	2,1	0,2	1,0	0,5
	A no residentes en la zona del euro													
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 IV	2.337,9	48,0	52,0	28,9	2,3	2,4	12,7	957,4	40,9	59,1	41,3	1,2	3,7	8,2
2008 I	2.395,5	48,2	51,8	27,9	2,9	2,8	12,4	1.018,4	43,0	57,0	39,1	1,3	4,2	7,8
II	2.299,2	46,4	53,6	29,3	2,3	2,9	12,7	1.011,5	43,0	57,0	38,4	1,1	4,0	8,6
III ^(p)	2.459,2	42,8	57,2	32,6	2,7	2,7	12,8	1.059,7	40,7	59,3	40,5	1,4	3,9	8,5

4. Valores distintos de acciones

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	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													
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006	1.632,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,5	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 IV	1.736,6	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.144,0	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 I	1.816,0	95,2	4,8	2,5	0,3	0,3	1,4	2.219,9	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
II	1.893,9	94,8	5,2	2,6	0,4	0,3	1,6	2.298,6	97,3	2,7	1,8	0,3	0,1	0,5
III ^(p)	1.898,9	94,6	5,4	2,9	0,4	0,3	1,5	2.289,8	97,1	2,9	1,9	0,3	0,1	0,5
	Emitidos por no residentes en la zona del euro													
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006	514,5	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,4	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 IV	580,8	53,8	46,2	27,4	0,7	0,4	14,4	652,3	35,8	64,2	39,4	4,5	0,8	12,6
2008 I	636,2	50,8	49,2	30,2	0,8	0,6	14,4	629,5	38,0	62,0	36,8	5,8	0,9	11,4
II	663,7	50,2	49,8	30,7	0,7	0,5	14,9	627,0	38,5	61,5	36,9	5,8	0,8	10,4
III ^(p)	653,0	51,1	48,9	30,7	0,7	0,4	14,2	655,4	37,2	62,8	38,0	6,0	0,9	10,4

Fuente: BCE.

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

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

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

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

2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro¹⁾

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

1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 I	5.714,8	332,6	2.032,6	178,1	1.854,5	2.071,7	720,9	186,6	370,5
II	5.993,1	344,2	2.046,7	191,9	1.854,8	2.219,3	786,1	179,7	417,2
III	5.892,8	358,3	2.015,0	187,0	1.828,0	2.168,5	773,6	180,6	396,6
IV	5.781,3	353,4	1.993,4	184,1	1.809,3	2.077,4	784,0	189,1	384,0
2008 I	5.160,6	365,5	1.857,8	164,8	1.693,0	1.670,3	719,8	197,1	350,1
II (p)	5.014,9	359,3	1.807,2	157,4	1.649,8	1.624,2	690,7	204,8	328,7

2. Pasivo

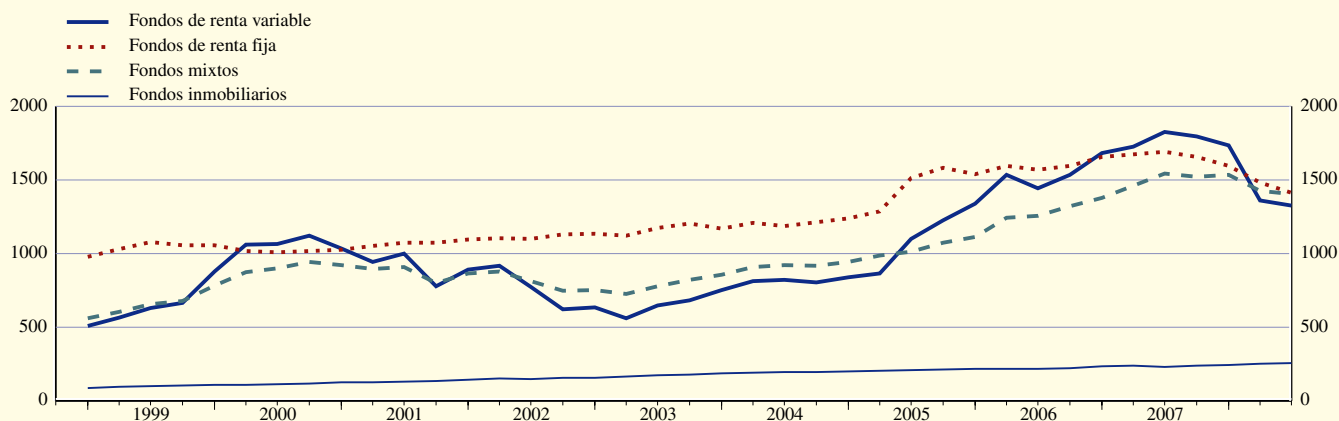
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
	1	2	3	4
2007 I	5.714,8	80,9	5.351,4	282,6
II	5.993,1	82,9	5.589,0	321,3
III	5.892,8	78,5	5.496,8	317,5
IV	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 I	5.160,6	76,4	4.846,6	237,6
II (p)	5.014,9	74,8	4.720,6	219,5

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 I	5.714,8	1.724,3	1.674,1	1.459,9	238,5	618,1	4.374,0	1.340,9
II	5.993,1	1.826,0	1.692,8	1.541,6	230,8	701,8	4.579,4	1.413,8
III	5.892,8	1.797,1	1.654,6	1.523,2	236,1	681,7	4.468,3	1.424,5
IV	5.781,3	1.735,5	1.596,8	1.535,4	244,2	669,4	4.344,6	1.436,7
2008 I	5.160,6	1.362,6	1.483,3	1.427,8	249,6	637,4	3.778,1	1.382,5
II (p)	5.014,9	1.324,6	1.413,6	1.405,5	256,1	615,3	3.646,8	1.368,1

CI4 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 I	1.724,3	59,4	65,6	25,4	40,2	1.461,9	78,9	-	58,5
II	1.826,0	61,1	67,7	27,0	40,7	1.546,9	84,5	-	65,8
III	1.797,1	72,0	68,7	26,7	41,9	1.505,5	82,4	-	68,5
IV	1.735,5	58,1	71,8	26,5	45,2	1.464,2	79,5	-	61,9
2008 I	1.362,6	51,2	63,0	21,3	41,7	1.130,9	65,7	-	51,7
II ^(p)	1.324,6	54,1	65,0	22,0	43,0	1.088,5	65,3	-	51,6
Fondos de renta fija									
2007 I	1.674,1	112,3	1.357,7	94,0	1.263,7	43,9	52,6	-	107,5
II	1.692,8	115,1	1.347,9	98,3	1.249,6	62,3	55,6	-	112,0
III	1.654,6	109,9	1.318,4	97,0	1.221,5	62,6	53,3	-	110,4
IV	1.596,8	116,1	1.273,1	92,7	1.180,4	58,0	49,8	-	99,8
2008 I	1.483,3	124,7	1.167,7	80,3	1.087,5	56,8	45,5	-	88,6
II ^(p)	1.413,6	116,0	1.118,4	74,6	1.043,8	57,8	42,7	-	78,5
Fondos mixtos									
2007 I	1.459,9	73,8	530,1	44,1	486,0	381,0	323,6	0,3	150,9
II	1.541,6	81,5	530,2	50,8	479,4	399,2	347,9	0,9	181,9
III	1.523,2	86,2	522,6	46,3	476,3	405,4	345,1	0,5	163,3
IV	1.535,4	89,7	547,0	47,3	499,7	393,1	343,6	0,7	161,4
2008 I	1.427,8	97,9	528,0	46,4	481,6	339,4	313,9	1,2	147,3
II ^(p)	1.405,5	99,1	519,8	42,5	477,3	341,6	308,3	0,8	135,9
Fondos inmobiliarios									
2007 I	238,5	18,9	6,7	1,9	4,8	4,6	9,6	186,1	12,6
II	230,8	18,8	6,6	1,9	4,7	4,3	10,0	178,1	12,9
III	236,1	20,7	6,4	1,6	4,8	3,9	13,1	179,2	12,8
IV	244,2	19,7	6,0	1,5	4,5	3,4	12,5	187,9	14,7
2008 I	249,6	19,9	5,3	1,1	4,2	3,1	11,3	195,4	14,6
II ^(p)	256,1	17,9	5,9	1,1	4,8	3,0	10,1	203,4	15,7

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 I	4.374,0	274,4	1.422,4	1.695,8	530,1	153,3	297,9
II	4.579,4	278,8	1.434,5	1.819,1	577,5	145,0	324,5
III	4.468,3	287,9	1.375,7	1.791,2	564,1	142,9	306,4
IV	4.344,6	279,9	1.336,9	1.717,4	569,6	149,1	291,8
2008 I	3.778,1	277,6	1.218,3	1.362,1	514,2	154,1	251,9
II ^(p)	3.646,8	264,5	1.177,3	1.326,6	485,5	154,9	238,0
Fondos de inversores especiales							
2007 I	1.340,9	58,2	610,2	375,9	190,7	33,3	72,6
II	1.413,8	65,4	612,2	400,2	208,6	34,7	92,6
III	1.424,5	70,4	639,3	377,3	209,5	37,7	90,2
IV	1.436,7	73,4	656,6	360,0	214,5	40,0	92,2
2008 I	1.382,5	88,0	639,6	308,1	205,6	43,0	98,2
II ^(p)	1.368,1	94,8	629,9	297,6	205,2	49,9	90,7

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 II						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						525,8
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-17,9
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.112,2	110,7	712,1	55,3	234,1	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	40,6	4,4	28,2	4,2	3,7	
Consumo de capital fijo	337,0	91,4	191,3	11,0	43,4	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	586,3	304,0	253,6	30,1	-1,4	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,5
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	1.201,5	59,6	514,5	553,8	73,6	166,1
Intereses	561,9	57,2	89,7	341,5	73,5	87,5
Otra renta de la propiedad	639,5	2,3	424,8	212,3	0,1	78,6
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.947,4	1.690,8	-8,9	32,2	233,3	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	295,1	225,8	53,5	15,5	0,3	5,3
Cotizaciones sociales	413,6	413,6				0,8
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	407,5	1,4	16,0	28,5	361,5	0,6
Otras transferencias corrientes	184,4	69,4	25,2	49,2	40,6	8,4
Primas netas de seguros no vida	47,1	34,5	11,0	0,9	0,7	1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	47,0			47,0		0,8
Otras	90,2	34,9	14,2	1,2	39,9	6,5
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.929,3	1.474,7	-75,1	33,2	496,6	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.768,8	1.304,8			464,0	
Gasto en consumo individual	1.587,0	1.304,8			282,2	
Gasto en consumo colectivo	181,7				181,7	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	18,1	0,0	0,2	17,9	0,0	0,1
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	160,6	188,0	-75,3	15,4	32,6	25,1
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	522,7	164,9	288,8	14,7	54,3	
Formación bruta de capital fijo	521,1	165,3	286,9	14,7	54,2	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	1,6	-0,3	1,9	0,0	0,0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,3	-1,8	1,9	0,2	0,0	-0,3
Transferencias de capital	34,6	9,1	2,1	1,5	21,8	5,1
Impuestos sobre el capital	5,9	5,7	0,2	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	28,7	3,4	1,9	1,5	21,8	5,1
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-22,4	116,6	-159,0	10,6	9,3	22,4
Discrepancia estadística	0,0	-22,2	22,2	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 II						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						507,9
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.076,0	510,4	1.185,2	100,7	279,7	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	233,4					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.309,4					
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	586,3	304,0	253,6	30,1	-1,4	
Remuneración de los asalariados	1.113,9	1.113,9				2,7
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	274,8				274,8	-0,8
Renta de la propiedad	1.173,9	332,5	252,0	555,8	33,5	193,7
Intereses	545,7	82,7	49,9	405,1	8,0	103,7
Otra renta de la propiedad	628,2	249,8	202,1	150,8	25,5	89,9
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.947,4	1.690,8	-8,9	32,2	233,3	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	299,9				299,9	0,5
Cotizaciones sociales	413,3	1,1	16,8	46,0	349,5	1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	405,2	405,2				3,0
Otras transferencias corrientes	164,1	87,8	11,6	48,3	16,4	28,6
Primas netas de seguros no vida	47,0			47,0		1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	46,4	36,8	8,6	0,7	0,3	1,4
Otras	70,7	51,0	3,0	0,5	16,1	26,0
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.929,3	1.474,7	-75,1	33,2	496,6	
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	18,1	18,1				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	160,6	188,0	-75,3	15,4	32,6	25,1
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	337,0	91,4	191,3	11,0	43,4	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	37,5	9,6	17,8	0,6	9,5	2,2
Impuestos sobre el capital	5,9				5,9	0,0
Otras transferencias de capital	31,6	9,6	17,8	0,6	3,6	2,2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Discrepancia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Activos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Adminis- traciones Públicas	Resto del mundo
2008 II								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		17.379,8	14.812,5	22.782,7	10.163,0	6.210,5	2.861,4	15.119,2
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				212,8				
Efectivo y depósitos		5.763,1	1.747,0	2.486,8	1.580,2	837,3	559,6	4.174,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		59,3	137,8	136,8	382,8	260,9	27,6	725,3
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.392,3	215,9	3.752,4	1.799,7	1.996,1	221,7	2.628,9
Préstamos		39,9	2.275,0	12.458,3	1.753,7	354,3	366,3	1.756,2
de los cuales, a largo plazo		23,2	1.223,7	9.349,6	1.394,1	287,3	330,2	.
Acciones y otras participaciones		4.674,1	7.371,2	1.867,1	4.431,9	2.271,6	1.114,6	5.023,9
Acciones cotizadas		914,8	1.697,1	610,6	2.213,4	663,7	362,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.229,4	5.310,1	1.006,6	1.532,6	479,0	608,0	.
Participaciones en fondos de inversión		1.529,9	364,1	249,9	686,0	1.128,8	144,4	.
Reservas técnicas de seguro		5.183,2	137,3	2,0	0,0	147,7	3,3	235,8
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		267,9	2.928,2	1.866,6	214,7	342,6	568,3	575,0
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		134,7	104,3	384,4	204,8	45,7	60,4	138,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-0,4				0,4
Efectivo y depósitos		110,7	23,5	-99,8	87,7	-9,1	46,1	11,1
Valores distintos de acciones, corto plazo		-1,3	-26,9	11,9	2,2	19,2	1,9	33,5
Valores distintos de acciones, largo plazo		26,1	-26,7	141,3	15,7	28,5	7,6	159,5
Préstamos		0,4	58,8	228,8	58,0	-1,1	2,5	-24,4
de los cuales, a largo plazo		0,0	11,1	150,5	35,5	3,5	0,7	.
Acciones y otras participaciones		-32,1	117,2	23,2	39,4	4,0	0,8	-44,8
Acciones cotizadas		-18,1	91,4	-7,4	29,8	3,8	0,9	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		17,2	30,6	30,6	40,3	1,4	-0,5	.
Participaciones en fondos de inversión		-31,2	-4,8	-0,1	-30,8	-1,2	0,5	.
Reservas técnicas de seguro		61,5	0,4	0,0	0,0	2,7	0,0	2,9
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-30,4	-41,9	79,4	1,8	1,6	1,4	0,4
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		-245,9	-306,2	-51,6	-263,1	-100,0	-4,7	-142,1
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-0,2				
Efectivo y depósitos		0,8	0,8	-1,9	2,4	2,1	0,1	-3,8
Valores distintos de acciones, corto plazo		-0,3	6,7	-2,9	-1,3	1,1	0,1	-1,8
Valores distintos de acciones, largo plazo		-18,3	-0,9	-21,1	-46,2	-26,8	-4,3	-75,2
Préstamos		-0,3	-5,0	-13,2	-11,5	0,1	0,0	13,2
de los cuales, a largo plazo		-0,1	-4,5	-11,0	-4,0	0,4	0,0	.
Acciones y otras participaciones		-189,4	-340,8	-34,9	-205,8	-74,2	0,1	-57,0
Acciones cotizadas		-71,0	-180,4	-5,6	-176,7	-54,9	2,8	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-99,3	-152,9	-24,8	-7,4	-14,5	-2,2	.
Participaciones en fondos de inversión		-19,1	-7,5	-4,5	-21,6	-4,8	-0,4	.
Reservas técnicas de seguro		-37,4	4,1	0,0	0,0	0,5	0,0	-26,6
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-1,0	29,0	22,5	-0,8	-2,9	-0,8	9,2
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		17.268,7	14.610,6	23.115,5	10.104,7	6.156,1	2.917,1	15.115,4
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				212,2				
Efectivo y depósitos		5.874,6	1.771,3	2.385,0	1.670,3	830,3	605,9	4.181,5
Valores distintos de acciones, corto plazo		57,8	117,6	145,8	383,7	281,2	29,6	757,0
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.400,0	188,3	3.872,7	1.769,3	1.997,8	225,0	2.713,2
Préstamos		40,1	2.328,7	12.673,8	1.800,2	353,2	368,8	1.745,0
de los cuales, a largo plazo		23,2	1.230,4	9.489,0	1.425,7	291,2	330,9	.
Acciones y otras participaciones		4.452,6	7.147,6	1.855,4	4.265,5	2.201,4	1.115,6	4.922,1
Acciones cotizadas		825,7	1.608,1	597,5	2.066,5	612,6	365,9	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.147,2	5.187,8	1.012,5	1.565,5	466,0	605,2	.
Participaciones en fondos de inversión		1.479,6	351,8	245,4	633,6	1.122,8	144,5	.
Reservas técnicas de seguro		5.207,3	141,8	2,0	0,0	150,9	3,4	212,1
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		236,5	2.915,3	1.968,5	215,7	341,3	568,8	584,7
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

Pasivos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Adminis- traciones Públicas	Resto del mundo
2008 II								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		6.151,0	23.451,4	22.711,1	9.926,6	6.389,6	6.896,8	13.589,9
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			25,0	14.049,0	32,6	2,5	238,2	2.800,8
Valores distintos de acciones, corto plazo			285,1	410,7	104,9	0,3	656,5	273,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			435,4	2.726,9	1.786,6	25,8	4.435,8	2.596,4
Préstamos		5.450,3	7.605,8		1.662,4	209,6	1.188,6	2.886,9
de los cuales, a largo plazo		5.128,9	5.127,5		777,7	66,8	1.024,6	.
Acciones y otras participaciones			12.267,3	3.114,0	6.188,1	613,9	5,4	4.565,7
Acciones cotizadas			4.197,8	856,7	252,3	244,3	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			8.069,5	1.101,0	1.108,2	368,8	5,4	.
Participaciones en fondos de inversión				1.156,4	4.827,6			.
Reservas técnicas de seguro		33,1	328,7	56,6	0,6	5.289,8	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		667,7	2.504,0	2.353,7	151,5	247,6	371,7	467,2
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-1.316,6	11.228,8	-8.638,9	71,6	236,4	-179,1	-4.035,4	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		40,3	241,0	359,3	196,8	68,1	51,0	116,2
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			-0,2	267,1	1,0	-0,1	0,8	-98,4
Valores distintos de acciones, corto plazo			8,3	2,6	5,8	0,0	23,0	0,8
Valores distintos de acciones, largo plazo			3,1	77,6	124,4	0,6	34,8	111,6
Préstamos		67,2	164,5		40,8	-2,0	7,5	45,0
de los cuales, a largo plazo		57,6	84,9		38,4	2,6	-3,3	.
Acciones y otras participaciones			25,6	20,4	23,7	5,0	0,0	32,8
Acciones cotizadas			-4,3	6,2	0,0	1,3	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			29,9	5,4	22,6	3,7	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				8,8	1,2			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,3	1,6	0,0	65,6	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-26,9	39,4	-9,9	1,2	-1,1	-15,0	24,4
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-22,4	94,4	-136,8	25,1	8,0	-22,4	9,3	22,4
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		0,1	-422,1	-174,5	-285,9	-76,2	-119,0	-36,0
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	1,1
Valores distintos de acciones, corto plazo			0,1	-1,0	0,0	0,0	-0,2	2,8
Valores distintos de acciones, largo plazo			-8,6	-1,6	-15,1	-0,1	-133,9	-33,4
Préstamos		-5,4	5,8		-9,4	-0,2	0,1	-7,7
de los cuales, a largo plazo		-5,2	7,4		-5,2	0,0	0,1	.
Acciones y otras participaciones			-438,0	-215,1	-220,2	-36,6	0,0	7,9
Acciones cotizadas			-223,6	-199,2	-49,8	-29,6	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			-214,4	-15,5	-46,5	-7,0	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				-0,4	-123,8			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	-59,4	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		5,5	18,7	43,8	-41,2	20,1	15,1	-6,7
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	105,9	-245,9	115,9	122,8	22,7	-23,9	114,2	-106,1
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		6.191,5	23.270,4	22.895,9	9.837,6	6.381,5	6.828,9	13.670,1
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			24,8	14.315,5	33,6	2,4	239,0	2.703,5
Valores distintos de acciones, corto plazo			293,5	412,3	110,7	0,3	679,3	276,6
Valores distintos de acciones, largo plazo			429,9	2.803,0	1.895,8	26,3	4.336,6	2.674,5
Préstamos		5.512,1	7.776,1		1.693,8	207,4	1.196,3	2.924,2
de los cuales, a largo plazo		5.181,3	5.219,8		810,9	69,4	1.021,3	.
Acciones y otras participaciones			11.855,0	2.919,4	5.991,7	582,3	5,4	4.606,4
Acciones cotizadas			3.969,9	663,7	202,5	216,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.885,0	1.090,9	1.084,2	365,5	5,4	.
Participaciones en fondos de inversión				1.164,8	4.704,9			.
Reservas técnicas de seguro		33,1	329,0	58,1	0,6	5.296,1	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		646,3	2.562,0	2.387,6	111,5	266,7	371,7	484,9
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-1.233,1	11.077,2	-8.659,8	219,6	267,1	-225,4	-3.911,8	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2004	2005	2006	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.777,3	3.891,5	4.050,2	4.138,1	4.178,9	4.231,2	4.280,4	4.331,3
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	122,9	130,0	128,9	133,5	134,6	136,3	136,4	135,7
Consumo de capital fijo	1.124,0	1.177,7	1.234,9	1.269,7	1.284,7	1.299,6	1.310,8	1.322,5
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta¹⁾</i>	1.989,8	2.060,4	2.165,8	2.232,0	2.271,3	2.298,2	2.318,9	2.341,3
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	2.338,2	2.577,1	2.978,9	3.238,2	3.353,4	3.472,9	3.562,7	3.664,5
Intereses	1.250,3	1.342,7	1.634,5	1.808,7	1.898,8	1.993,9	2.072,0	2.142,2
Otra renta de la propiedad	1.087,9	1.234,3	1.344,4	1.429,5	1.454,7	1.479,0	1.490,7	1.522,3
<i>Renta nacional neta¹⁾</i>	6.692,6	6.937,5	7.280,5	7.468,5	7.559,8	7.646,3	7.708,5	7.759,5
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	883,7	933,3	1.024,6	1.060,6	1.085,2	1.109,0	1.125,0	1.135,3
Cotizaciones sociales	1.430,0	1.472,4	1.534,7	1.564,0	1.576,4	1.593,6	1.610,3	1.626,7
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.455,4	1.499,2	1.549,5	1.567,8	1.578,6	1.594,4	1.606,0	1.619,6
Otras transferencias corrientes	684,7	707,2	715,0	727,5	731,8	741,5	750,3	756,4
Primas netas de seguros no vida	178,0	178,3	177,4	180,4	181,4	182,7	183,0	184,4
Derechos de seguros no vida	178,7	179,3	177,5	180,5	181,1	182,1	182,5	184,2
Otras	328,0	349,5	360,0	366,7	369,3	376,6	384,7	387,9
<i>Renta disponible neta¹⁾</i>	6.616,5	6.850,3	7.189,0	7.378,0	7.468,9	7.553,3	7.610,3	7.660,2
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.083,3	6.325,9	6.589,3	6.704,5	6.766,5	6.836,7	6.902,3	6.973,6
Gasto en consumo individual	5.437,7	5.665,5	5.911,2	6.015,1	6.070,4	6.133,6	6.193,7	6.256,0
Gasto en consumo colectivo	645,6	660,3	678,1	689,3	696,2	703,1	708,6	717,7
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	58,0	60,4	59,0	57,5	58,0	59,5	60,5	63,2
<i>Ahorro neto¹⁾</i>	533,4	524,8	599,9	673,7	702,6	716,8	708,2	686,8
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.613,4	1.704,5	1.848,8	1.921,9	1.951,4	1.987,1	2.010,8	2.034,3
Formación bruta de capital fijo	1.602,0	1.698,1	1.835,9	1.912,0	1.939,0	1.967,0	1.987,4	2.006,3
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	11,4	6,3	12,8	10,0	12,4	20,1	23,4	28,1
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-1,1	0,6	0,4	-0,4	-0,6	-0,2	0,1	0,5
Transferencias de capital	174,5	180,8	173,8	170,2	169,1	163,9	164,6	167,7
Impuestos sobre el capital	29,9	24,4	22,5	23,3	23,8	23,8	23,4	23,5
Otras transferencias de capital	144,7	156,4	151,2	146,9	145,3	140,1	141,2	144,2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)¹⁾</i>	61,0	8,2	-4,5	32,4	46,8	39,6	20,1	-12,1

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro (cont.)
(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Recursos	2004	2005	2006	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.013,9	7.259,6	7.579,8	7.773,3	7.869,5	7.965,3	8.046,5	8.130,9
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	797,5	841,2	910,5	937,1	947,2	953,9	955,6	953,3
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	7.811,4	8.100,8	8.490,3	8.710,4	8.816,7	8.919,1	9.002,1	9.084,1
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	1.989,8	2.060,4	2.165,8	2.232,0	2.271,3	2.298,2	2.318,9	2.341,3
Remuneración de los asalariados	3.784,8	3.897,9	4.057,0	4.144,9	4.185,8	4.238,1	4.287,7	4.338,7
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	935,0	983,8	1.050,4	1.079,1	1.088,7	1.096,8	1.097,0	1.093,7
Renta de la propiedad	2.321,3	2.572,4	2.986,2	3.250,6	3.367,4	3.486,0	3.567,6	3.650,2
Intereses	1.216,9	1.315,6	1.608,8	1.781,9	1.868,0	1.958,5	2.028,4	2.090,5
Otra renta de la propiedad	1.104,5	1.256,8	1.377,4	1.468,7	1.499,4	1.527,5	1.539,2	1.559,7
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.692,6	6.937,5	7.280,5	7.468,5	7.559,8	7.646,3	7.708,5	7.759,5
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	886,8	937,1	1.029,6	1.067,7	1.092,9	1.116,6	1.132,3	1.143,0
Cotizaciones sociales	1.429,1	1.471,7	1.533,9	1.563,2	1.575,5	1.592,9	1.609,4	1.625,8
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.447,7	1.491,4	1.541,3	1.558,9	1.569,3	1.585,1	1.596,5	1.610,0
Otras transferencias corrientes	614,1	624,9	627,5	639,6	643,4	650,9	655,0	659,9
Primas netas de seguros no vida	178,7	179,3	177,5	180,5	181,1	182,1	182,5	184,2
Derechos de seguros no vida	175,8	176,8	174,6	177,7	178,6	179,7	180,0	181,4
Otras	259,6	268,8	275,4	281,5	283,7	289,1	292,5	294,4
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.616,5	6.850,3	7.189,0	7.378,0	7.468,9	7.553,3	7.610,3	7.660,2
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	57,8	58,2	59,7	60,7	63,4
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	533,4	524,8	599,9	673,7	702,6	716,8	708,2	686,8
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.124,0	1.177,7	1.234,9	1.269,7	1.284,7	1.299,6	1.310,8	1.322,5
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	190,5	191,6	183,7	180,7	179,5	174,0	176,5	181,2
Impuestos sobre el capital	29,9	24,4	22,5	23,3	23,8	23,8	23,4	23,5
Otras transferencias de capital	160,6	167,2	161,1	157,4	155,7	150,2	153,1	157,7
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuente: BCE y Eurostat

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

3.3 Hogares

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

	2004	2005	2006	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.784,8	3.897,9	4.057,0	4.144,9	4.185,8	4.238,1	4.287,7	4.338,7
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.286,7	1.338,3	1.415,7	1.459,7	1.481,1	1.499,4	1.518,9	1.538,8
Intereses, recursos (+)	233,2	229,8	266,3	282,7	291,5	301,6	310,4	319,7
Intereses, empleos (-)	126,2	130,5	164,4	187,3	198,1	208,6	215,2	221,7
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	643,7	691,6	727,0	751,1	758,3	764,8	766,2	768,7
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,2	9,5	9,7	9,7	9,6	9,9	9,8	9,9
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	707,3	739,8	792,3	814,7	831,5	851,9	866,3	880,4
Cotizaciones sociales netas (-)	1.426,3	1.468,5	1.530,6	1.559,8	1.572,2	1.589,4	1.606,1	1.622,5
Prestaciones sociales netas (+)	1.442,8	1.486,2	1.535,8	1.553,4	1.563,8	1.579,5	1.590,9	1.604,4
Transferencias corrientes netas (+)	63,9	66,7	66,8	68,9	68,8	69,4	69,3	72,2
= Renta disponible bruta	5.186,0	5.362,4	5.571,7	5.689,3	5.737,8	5.793,1	5.846,0	5.907,9
Gasto en consumo final (-)	4.489,3	4.668,9	4.866,5	4.951,0	4.996,2	5.047,0	5.097,2	5.146,8
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	57,8	60,3	58,9	57,6	58,2	59,7	60,8	63,4
= Ahorro bruto	754,5	753,8	764,0	795,9	799,8	805,8	809,5	824,5
Consumo de capital fijo (-)	301,5	317,2	334,5	344,3	348,5	352,7	355,8	359,3
Transferencias de capital netas (+)	18,4	22,8	19,9	16,8	15,7	13,3	13,6	14,0
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	327,0	529,5	532,8	635,8	230,7	-37,7	-801,6	-1.133,1
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	798,4	989,0	982,3	1.104,2	697,7	428,7	-334,3	-653,9
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	519,9	552,1	605,0	630,5	637,5	640,5	643,0	641,3
Consumo de capital fijo (-)	301,5	317,2	334,5	344,3	348,5	352,7	355,8	359,3
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	214,9	207,5	306,3	382,1	396,8	420,1	441,7	419,7
Efectivo y depósitos	213,0	247,9	283,8	316,9	328,3	348,0	382,1	382,5
Participaciones en fondos del mercado monetario	-6,4	-20,2	0,7	44,6	44,3	43,4	38,4	16,5
Valores distintos de acciones ²⁾	8,4	-20,3	21,9	20,6	24,2	28,7	21,3	20,7
Activos a largo plazo	347,3	426,5	345,7	258,3	212,5	202,7	138,9	145,8
Depósitos	32,2	-5,0	0,7	-17,0	-24,7	-30,3	-39,6	-36,3
Valores distintos de acciones	63,9	5,1	78,9	43,5	11,9	36,0	56,6	84,5
Acciones y otras participaciones	-1,4	133,5	-19,8	-44,9	-41,3	-55,1	-118,2	-134,4
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	-9,9	63,0	-0,1	14,8	28,3	22,5	-15,0	-18,0
Participaciones en fondos de inversión	8,5	70,5	-19,7	-59,7	-69,6	-77,6	-103,2	-116,5
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	252,7	292,9	285,8	276,7	266,7	252,0	240,2	231,9
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	307,7	390,4	392,4	369,0	365,8	350,1	309,1	278,4
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	277,8	358,5	348,3	317,4	303,2	283,2	251,5	198,9
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	282,8	451,5	484,3	594,5	226,0	-74,6	-727,2	-1.012,3
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	48,6	105,6	54,5	58,1	21,6	2,2	-67,5	-121,5
Otros flujos netos (+)	-5,9	-46,5	-86,7	-105,9	-82,3	-59,5	-98,3	-89,3
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	798,4	989,0	982,3	1.104,2	697,7	428,7	-334,3	-653,9
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.276,1	4.493,4	4.754,4	4.972,5	5.020,1	5.208,4	5.362,1	5.479,8
Efectivo y depósitos	3.926,0	4.176,7	4.456,5	4.613,3	4.653,9	4.844,7	4.935,1	5.051,8
Participaciones en fondos del mercado monetario	313,9	300,5	261,7	304,9	304,1	303,5	356,2	357,2
Valores distintos de acciones ²⁾	36,1	16,2	36,2	54,3	62,2	60,2	70,7	70,8
Activos a largo plazo	9.938,2	10.947,0	11.898,0	12.246,1	12.071,6	11.995,3	11.362,6	11.163,8
Depósitos	894,2	946,2	946,1	920,4	920,1	880,9	828,0	822,8
Valores distintos de acciones	1.226,1	1.206,3	1.312,9	1.299,6	1.300,9	1.349,3	1.380,9	1.387,0
Acciones y otras participaciones	3.967,8	4.546,0	5.050,0	5.277,9	5.057,4	4.921,9	4.317,8	4.095,4
Acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones	2.802,2	3.208,3	3.632,0	3.854,0	3.674,0	3.572,2	3.144,2	2.973,0
Participaciones en fondos de inversión	1.165,6	1.337,7	1.418,0	1.423,9	1.383,4	1.349,7	1.173,7	1.122,4
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	3.850,1	4.248,6	4.588,9	4.748,2	4.793,1	4.843,2	4.835,8	4.858,6
Otros activos netos (+)	112,1	67,0	18,9	9,8	5,6	-14,1	-45,5	-54,2
Pasivos (-)								
Préstamos	4.287,4	4.693,7	5.095,1	5.262,1	5.333,7	5.415,8	5.450,3	5.512,1
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	3.812,5	4.210,4	4.559,5	4.708,9	4.769,8	4.827,8	4.863,3	4.889,7
= Riqueza financiera neta	10.038,9	10.813,7	11.576,2	11.966,3	11.763,6	11.773,8	11.228,8	11.077,2

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.4 Sociedades no financieras

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

	2004	2005	2006	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	3.990,1	4.128,9	4.318,5	4.440,4	4.499,5	4.554,8	4.598,8	4.641,2
Remuneración de los asalariados (-)	2.388,1	2.459,7	2.569,3	2.630,5	2.659,3	2.693,3	2.727,9	2.759,7
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	65,6	72,8	75,1	79,2	79,9	80,7	80,8	80,0
= Excedente bruto de explotación (+)	1.536,4	1.596,4	1.674,1	1.730,7	1.760,3	1.780,8	1.790,1	1.801,6
Consumo de capital fijo (-)	636,9	667,3	698,0	718,3	726,9	735,6	742,1	748,6
= Excedente neto de explotación (+)	899,5	929,1	976,2	1.012,5	1.033,4	1.045,2	1.048,0	1.053,0
Renta de la propiedad, recursos (+)	373,1	436,4	499,1	541,1	557,3	572,2	581,0	587,6
Intereses, recursos	125,1	136,1	158,3	170,1	177,5	184,6	189,9	195,0
Otra renta de la propiedad, recursos	248,0	300,4	340,9	371,0	379,8	387,6	391,0	392,5
Intereses y otras rentas, empleos (-)	226,3	236,4	278,5	303,7	317,3	331,4	344,9	357,0
= Renta empresarial neta (+)	1.046,3	1.129,2	1.196,8	1.249,8	1.273,4	1.286,0	1.284,1	1.283,5
Renta distribuida (-)	744,0	843,4	904,1	937,2	952,1	963,2	972,5	988,5
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	135,4	148,6	187,5	198,1	205,0	208,7	209,6	206,9
Cotizaciones sociales, recursos (+)	73,5	72,7	77,1	72,0	68,9	66,8	65,8	66,2
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,4	60,6	62,5	63,4	64,0	64,5	64,5	64,4
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	59,9	61,5	64,3	58,8	55,9	54,9	54,8	56,7
= Ahorro neto	120,1	87,8	55,5	64,4	65,2	61,5	48,5	33,1
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	218,1	245,0	289,6	310,7	321,0	341,9	352,8	364,5
Formación bruta de capital fijo (+)	847,9	903,6	971,6	1.016,7	1.034,3	1.055,4	1.069,0	1.081,4
Consumo de capital fijo (-)	636,9	667,3	698,0	718,3	726,9	735,6	742,1	748,6
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	7,1	8,6	15,9	12,3	13,6	22,1	25,9	31,8
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	103,3	127,6	154,5	200,7	171,8	168,6	157,7	120,1
Efectivo y depósitos	88,9	112,9	144,5	163,4	157,6	148,3	116,3	110,8
Participaciones en fondos del mercado monetario	16,5	8,6	3,7	23,5	-9,2	-18,8	-7,5	-9,0
Valores distintos de acciones ¹⁾	-2,1	6,1	6,3	13,8	23,4	39,2	48,9	18,3
Activos a largo plazo	197,7	380,1	410,2	434,8	476,1	468,7	475,6	443,9
Depósitos	0,8	25,2	26,6	40,3	30,3	26,0	3,2	-19,1
Valores distintos de acciones	-52,3	-32,6	-22,5	-45,7	-58,8	-74,1	-88,7	-115,9
Acciones y otras participaciones	190,1	244,6	231,0	244,8	289,1	323,4	367,7	383,9
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	59,1	142,8	175,1	195,4	215,5	193,5	193,3	195,0
Otros activos netos (+)	70,8	88,1	201,8	180,2	199,3	160,1	105,4	30,8
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	202,2	433,2	701,8	731,4	757,1	766,6	766,6	685,6
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	164,8	264,5	449,8	484,2	522,4	559,5	593,3	563,3
de la cual, valores distintos de acciones	7,7	10,7	37,5	48,5	28,7	34,7	36,1	11,1
Acciones y otras participaciones	201,8	260,6	230,2	256,7	271,6	247,8	210,0	173,1
Acciones cotizadas	11,6	101,3	38,6	68,5	82,5	42,3	21,8	-12,6
Acciones no cotizadas y otras participaciones	190,2	159,2	191,6	188,2	189,0	205,5	188,2	185,7
Transferencias netas de capital, recursos (-)	65,7	59,3	68,6	71,7	72,0	64,3	67,1	71,0
= Ahorro neto	120,1	87,8	55,5	64,4	65,2	61,5	48,5	33,1
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.376,8	1.506,4	1.654,2	1.740,2	1.754,5	1.823,9	1.838,2	1.851,6
Efectivo y depósitos	1.102,6	1.220,7	1.356,8	1.405,0	1.429,0	1.499,7	1.478,9	1.513,1
Participaciones en fondos del mercado monetario	163,7	176,3	185,9	205,2	185,8	162,3	186,9	185,7
Valores distintos de acciones ¹⁾	110,5	109,5	111,5	130,0	139,8	161,9	172,3	152,7
Activos a largo plazo	7.563,9	8.586,4	9.842,1	10.570,6	10.464,0	10.564,9	9.908,9	9.701,9
Depósitos	154,0	196,6	227,7	284,5	276,2	274,1	268,1	258,1
Valores distintos de acciones	322,8	279,1	270,6	240,5	197,8	196,0	181,4	153,1
Acciones y otras participaciones	5.389,6	6.266,3	7.319,0	7.900,9	7.798,5	7.855,0	7.184,3	6.961,9
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	1.697,5	1.844,3	2.024,8	2.144,7	2.191,4	2.239,8	2.275,0	2.328,7
Otros activos netos (+)	298,8	374,3	473,1	543,5	538,1	571,3	586,6	519,9
Pasivos								
Deuda	6.547,0	7.030,7	7.732,9	8.170,8	8.298,4	8.488,8	8.655,1	8.828,6
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	3.160,8	3.433,0	3.872,5	4.122,6	4.247,9	4.407,4	4.547,6	4.671,0
de la cual, valores distintos de acciones	651,5	671,3	688,9	725,7	709,8	714,9	720,5	723,4
Acciones y otras participaciones	9.580,4	10.924,1	12.720,3	13.810,3	13.626,5	13.640,3	12.267,3	11.855,0
Acciones cotizadas	2.992,7	3.689,3	4.464,6	5.040,7	4.960,8	4.981,0	4.197,8	3.969,9
Acciones no cotizadas y otras participaciones	6.587,7	7.234,8	8.255,7	8.769,5	8.665,8	8.659,3	8.069,5	7.885,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	2004	2005	2006	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	40,1	26,1	50,9	54,0	47,1	41,4	61,5	73,4
Efectivo y depósitos	13,2	7,2	12,4	2,4	8,9	7,8	32,5	34,1
Participaciones en fondos del mercado monetario	2,7	0,4	3,7	3,6	0,3	0,0	10,6	8,9
Valores distintos de acciones ¹⁾	24,2	18,5	34,8	48,0	37,9	33,6	18,4	30,3
Activos a largo plazo	222,1	293,9	326,2	286,0	267,9	241,1	232,4	189,2
Depósitos	36,7	16,5	76,6	66,6	66,6	52,8	29,7	16,8
Valores distintos de acciones	131,9	132,4	132,5	154,1	153,6	131,3	110,2	94,0
Préstamos	7,4	-4,0	1,5	-16,2	-21,7	-17,5	16,6	16,7
Acciones cotizadas	12,7	32,5	2,4	5,3	3,4	-1,4	2,9	1,1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	2,6	30,2	29,3	20,2	23,8	23,6	42,7	38,9
Participaciones en fondos de inversión	30,8	86,3	83,8	55,9	42,2	52,2	30,3	21,7
Otros activos netos (+)	10,4	11,8	21,2	28,4	31,3	1,7	-3,1	-0,4
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	-1,7	-0,4	5,2	3,9	3,0	1,1	1,0	2,0
Préstamos	4,6	17,4	40,3	27,8	22,2	7,2	31,7	17,8
Acciones y otras participaciones	12,3	13,9	10,7	12,8	9,2	1,5	1,7	4,2
Reservas técnicas de seguro	262,6	334,3	332,4	337,0	324,5	304,7	286,8	272,8
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	231,0	292,1	282,7	280,3	277,2	267,0	255,5	241,1
Reservas para primas y para siniestros	31,6	42,2	49,7	56,7	47,3	37,6	31,2	31,7
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-5,1	-33,4	9,6	-13,0	-12,7	-30,3	-30,3	-34,6
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	111,0	182,1	177,3	237,9	124,9	-2,8	-186,4	-321,1
Otros activos netos	142,0	70,8	-34,6	-78,8	-101,2	-50,2	0,2	-5,6
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	21,2	118,3	47,2	98,5	14,8	-20,9	-91,9	-153,1
Reservas técnicas de seguro	83,7	137,9	52,7	62,6	24,7	15,2	-58,3	-135,3
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	63,9	147,0	56,0	61,7	25,0	1,3	-70,9	-147,1
Reservas para primas y para siniestros	19,8	-9,1	-3,3	0,8	-0,3	13,9	12,6	11,9
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	148,0	-3,2	42,7	-2,0	-15,8	-47,3	-36,0	-38,2
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	401,7	432,5	484,4	511,5	515,7	521,1	562,8	580,2
Efectivo y depósitos	133,6	142,7	154,6	144,4	154,0	163,2	190,9	179,9
Participaciones en fondos del mercado monetario	72,2	74,3	80,4	84,2	81,0	78,2	88,0	87,4
Valores distintos de acciones ¹⁾	195,8	215,5	249,4	282,9	280,7	279,8	283,9	312,8
Activos a largo plazo	4.097,8	4.611,7	5.051,3	5.232,0	5.256,8	5.240,5	5.157,5	5.083,8
Depósitos	500,6	520,8	598,0	637,2	647,0	647,8	646,4	650,4
Valores distintos de acciones	1.617,1	1.776,4	1.851,2	1.892,4	1.931,8	1.939,5	1.973,2	1.966,2
Préstamos	348,2	353,2	350,3	335,0	332,7	327,7	354,3	353,2
Acciones cotizadas	590,3	649,6	729,4	775,5	766,3	735,0	663,7	612,6
Acciones no cotizadas y otras participaciones	350,3	403,3	474,6	493,7	484,3	497,4	479,0	466,0
Participaciones en fondos de inversión	691,3	908,5	1.047,7	1.098,3	1.094,8	1.093,1	1.040,8	1.035,4
Otros activos netos (+)	138,2	178,5	223,5	211,1	220,8	224,7	240,1	223,1
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	22,3	21,3	26,7	26,5	26,1	27,1	26,1	26,6
Préstamos	118,0	136,2	171,8	190,9	195,1	175,9	209,6	207,4
Acciones y otras participaciones	497,7	629,9	687,8	731,3	697,6	668,3	613,9	582,3
Reservas técnicas de seguro	4.106,9	4.579,2	4.964,3	5.158,5	5.216,3	5.284,2	5.289,8	5.296,1
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.474,5	3.913,5	4.252,3	4.419,8	4.471,8	4.520,7	4.515,2	4.513,8
Reservas para primas y para siniestros	632,5	665,6	712,0	738,7	744,5	763,5	774,6	782,2
= Riqueza financiera neta	-107,1	-143,8	-91,5	-152,5	-141,8	-169,2	-179,1	-225,4

Fuente: BCE.

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

MERCADOS FINANCIEROS

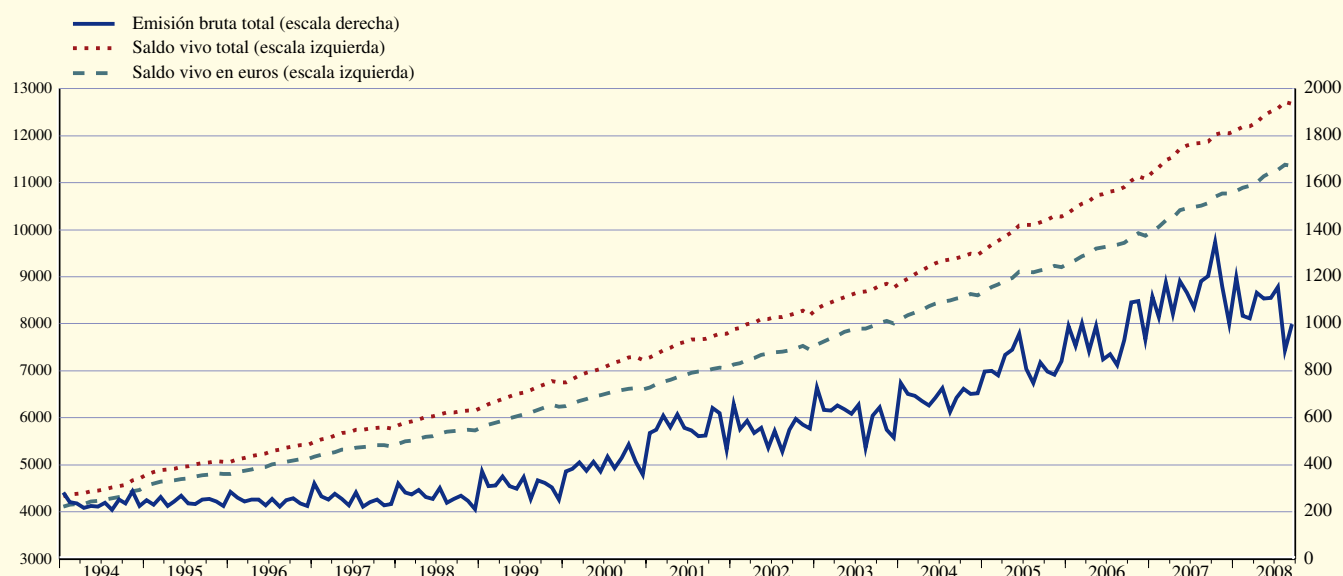
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
				En euros			En todas las monedas					
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas 11	Tasas crec. de 6 meses 12
2007 Sep	12.653,3	1.243,6	88,5	10.565,6	1.154,1	53,5	11.877,7	1.201,8	43,6	9,0	63,9	8,0
Oct	12.762,9	1.350,5	108,3	10.696,1	1.279,0	129,4	12.024,0	1.348,2	147,0	9,1	115,1	9,0
Nov	12.851,8	1.176,4	87,0	10.767,2	1.108,1	69,1	12.068,9	1.160,3	64,0	8,6	52,1	7,5
Dic	12.877,0	1.039,8	28,3	10.763,7	958,2	-0,5	12.049,6	1.001,4	-17,8	9,0	97,8	8,2
2008 Ene	12.910,8	1.199,8	37,7	10.818,1	1.130,1	58,4	12.117,8	1.195,9	68,0	8,5	27,7	7,5
Feb	12.993,0	1.024,8	82,4	10.890,4	966,2	72,5	12.178,7	1.034,3	75,7	8,0	45,0	6,9
Mar	13.099,1	1.071,3	106,0	10.937,6	966,9	46,9	12.196,2	1.022,4	44,7	7,1	20,2	6,1
Abr	13.149,7	1.159,0	50,7	11.003,5	1.067,4	66,0	12.274,9	1.132,3	78,0	7,1	58,9	5,1
May	13.326,9	1.123,8	177,2	11.141,3	1.034,0	137,8	12.436,4	1.107,9	152,7	6,7	97,0	5,8
Jun	13.463,3	1.152,8	134,6	11.216,5	1.037,5	73,7	12.508,0	1.109,8	79,9	6,9	87,3	5,6
Jul	13.479,0	1.135,0	10,0	11.277,6	1.069,6	54,9	12.585,9	1.156,5	74,2	7,1	96,4	6,8
Ago	13.600,7	877,8	123,2	11.381,6	813,4	105,6	12.713,3	887,4	112,3	7,8	163,4	8,8
Sep	13.604,2	1.018,5	0,9	11.350,1	927,2	-33,9	12.675,9	999,7	-40,8	7,1	-12,8	8,2
	A largo plazo											
2007 Sep	11.408,8	157,6	21,5	9.487,9	132,2	13,7	10.624,6	146,6	12,3	8,0	20,6	6,1
Oct	11.485,7	237,0	78,0	9.551,8	200,8	65,2	10.687,0	225,2	72,3	7,7	69,6	6,6
Nov	11.566,2	175,4	78,9	9.612,1	141,8	58,6	10.729,3	156,7	55,5	7,1	38,3	5,3
Dic	11.622,3	198,1	56,7	9.659,4	164,1	47,9	10.763,6	175,4	36,8	7,4	72,6	5,7
2008 Ene	11.621,2	194,5	2,2	9.652,2	166,3	-3,8	10.760,8	190,1	1,5	6,7	15,9	5,1
Feb	11.668,0	181,7	46,8	9.701,2	162,4	49,0	10.803,0	186,8	51,3	6,1	28,9	4,7
Mar	11.704,0	179,3	36,1	9.726,8	144,5	25,5	10.801,7	159,6	22,4	5,3	12,8	4,5
Abr	11.790,8	258,2	86,9	9.789,9	207,0	63,2	10.874,7	224,8	68,5	5,5	64,2	4,4
May	11.943,2	289,5	152,6	9.902,5	233,7	112,8	10.997,6	256,3	122,0	5,2	68,4	5,0
Jun	12.057,0	281,9	114,0	9.989,7	228,4	87,4	11.083,6	251,5	94,7	5,3	67,8	4,8
Jul	12.086,0	205,7	24,1	10.024,2	175,7	29,3	11.125,9	194,0	35,0	5,4	59,9	5,7
Ago	12.172,0	157,6	87,3	10.099,3	131,6	76,4	11.221,9	147,3	78,2	6,2	133,7	7,7
Sep	12.161,6	181,2	-10,6	10.078,3	143,5	-21,1	11.208,9	157,9	-29,1	5,8	-15,4	7,1

C15 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												
2006	11.088	4.573	1.166	626	4.419	304	947	700	36	93	112	7
2007	12.050	5.054	1.474	676	4.531	315	1.136	841	46	122	121	7
2007 IV	12.050	5.054	1.474	676	4.531	315	1.170	888	65	109	101	7
2008 I	12.196	5.095	1.491	681	4.616	313	1.084	786	24	106	159	9
II	12.508	5.236	1.597	693	4.666	317	1.117	786	52	119	153	7
III	12.676	5.276	1.639	727	4.716	318	1.015	691	28	122	167	7
2008 Jun	12.508	5.236	1.597	693	4.666	317	1.110	775	69	117	143	7
Jul	12.586	5.287	1.613	695	4.672	319	1.157	812	32	114	190	9
Ago	12.713	5.319	1.638	725	4.711	321	887	586	32	136	128	6
Sep	12.676	5.276	1.639	727	4.716	318	1.000	674	21	115	183	7
A corto plazo												
2006	1.014	575	16	89	330	4	766	616	5	85	57	3
2007	1.286	787	19	117	357	6	946	754	5	113	69	3
2007 IV	1.286	787	19	117	357	6	984	809	7	101	64	3
2008 I	1.394	817	32	128	411	6	905	700	7	102	93	4
II	1.424	833	36	129	418	8	872	665	5	109	89	5
III	1.467	824	49	125	462	8	848	614	9	108	114	4
2008 Jun	1.424	833	36	129	418	8	858	650	7	109	88	4
Jul	1.460	845	44	131	432	7	963	719	11	109	120	3
Ago	1.491	859	50	129	445	8	740	521	9	105	102	3
Sep	1.467	824	49	125	462	8	842	602	5	110	120	4
Total a largo plazo ²⁾												
2006	10.074	3.998	1.150	536	4.089	301	181	84	30	8	54	5
2007	10.764	4.267	1.455	559	4.174	309	190	86	41	8	52	3
2007 IV	10.764	4.267	1.455	559	4.174	309	186	79	58	9	37	4
2008 I	10.802	4.278	1.460	552	4.205	306	179	86	17	4	67	5
II	11.084	4.403	1.561	564	4.247	309	244	121	47	10	64	3
III	11.209	4.452	1.590	602	4.255	311	166	77	19	14	53	3
2008 Jun	11.084	4.403	1.561	564	4.247	309	252	125	61	7	55	3
Jul	11.126	4.442	1.569	564	4.239	311	194	93	20	5	71	6
Ago	11.222	4.460	1.588	595	4.266	313	147	66	23	31	26	2
Sep	11.209	4.452	1.590	602	4.255	311	158	72	15	5	63	3
Del cual: a tipo fijo												
2006	7.058	2.135	544	410	3.731	237	108	40	12	5	48	3
2007	7.322	2.272	588	423	3.788	250	107	44	10	5	45	3
2007 IV	7.322	2.272	588	423	3.788	250	93	43	8	6	33	3
2008 I	7.302	2.270	582	415	3.789	246	110	43	4	3	56	3
II	7.469	2.357	600	427	3.836	248	145	66	11	9	56	2
III	7.528	2.383	614	434	3.849	248	101	42	7	3	47	2
2008 Jun	7.469	2.357	600	427	3.836	248	147	78	13	6	48	2
Jul	7.479	2.383	598	427	3.822	250	124	52	2	3	64	3
Ago	7.517	2.386	606	430	3.844	251	66	32	9	2	21	1
Sep	7.528	2.383	614	434	3.849	248	112	42	10	4	55	2
Del cual: a tipo variable												
2006	2.596	1.513	594	113	312	64	60	34	18	3	4	1
2007	2.985	1.617	848	125	338	58	69	31	30	3	4	0
2007 IV	2.985	1.617	848	125	338	58	80	25	49	2	3	1
2008 I	3.028	1.629	856	126	357	60	53	32	11	1	7	2
II	3.158	1.676	936	126	360	60	87	46	35	1	4	1
III	3.208	1.693	949	158	345	61	51	24	11	11	4	1
2008 Jun	3.158	1.676	936	126	360	60	92	39	47	2	5	0
Jul	3.179	1.682	945	128	363	61	52	26	17	2	4	2
Ago	3.236	1.696	956	156	366	62	72	27	13	29	3	1
Sep	3.208	1.693	949	158	345	61	29	19	5	2	4	1

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

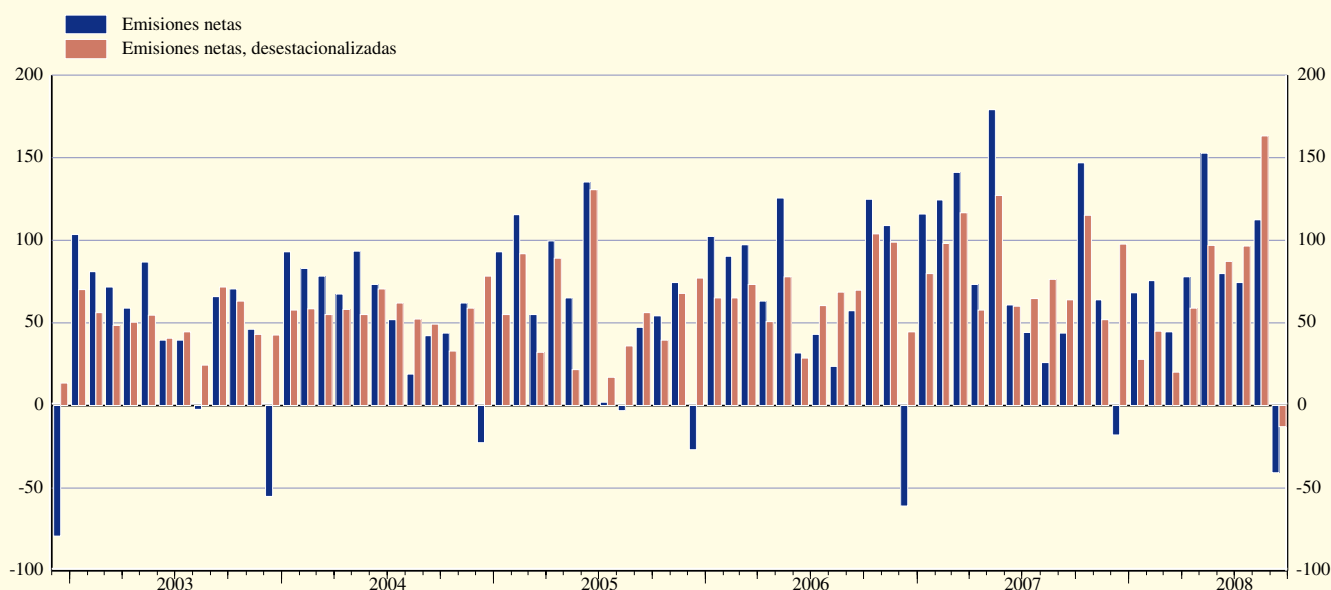
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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												
2006	67,3	35,2	20,2	2,4	7,5	1,9	67,3	35,5	19,9	2,4	7,5	1,9
2007	83,5	40,4	27,5	4,6	10,0	0,9	84,1	41,0	27,0	4,8	10,4	0,9
2007 IV	64,4	31,9	47,9	4,0	-21,0	1,6	88,3	42,5	31,8	6,0	7,1	0,9
2008 I	62,8	23,1	8,0	2,8	29,6	-0,6	31,0	3,9	17,4	1,7	8,7	-0,8
II	103,5	46,2	35,3	4,3	16,5	1,3	81,1	48,1	31,2	0,1	0,7	1,0
III	48,6	12,6	11,0	10,0	14,6	0,4	82,3	20,5	23,9	13,4	22,9	1,6
2008 Jun	79,9	13,2	52,3	-1,9	16,1	0,2	87,3	48,8	42,6	-2,8	-0,3	-0,9
Jul	74,2	49,0	15,7	2,0	5,7	1,9	96,4	47,4	17,2	1,8	27,1	2,9
Ago	112,3	26,0	20,9	28,0	35,3	2,1	163,4	40,1	39,4	33,1	47,1	3,7
Sep	-40,8	-37,1	-3,4	-0,1	2,8	-2,9	-12,8	-26,0	15,2	5,5	-5,6	-1,9
A largo plazo												
2006	63,0	29,0	19,7	2,2	10,1	1,9	62,9	29,1	19,4	2,2	10,2	1,9
2007	61,7	23,8	27,2	2,4	7,7	0,7	61,3	23,9	26,7	2,3	7,7	0,7
2007 IV	54,9	9,5	44,9	2,4	-3,7	1,6	60,2	17,6	29,1	2,0	10,7	0,8
2008 I	25,0	11,5	3,8	-1,0	11,4	-0,7	19,2	2,4	13,1	1,5	2,9	-0,8
II	95,1	42,6	33,7	4,0	14,0	0,8	66,8	36,2	29,7	0,4	-0,2	0,7
III	28,0	8,8	7,0	11,3	0,6	0,5	59,4	16,6	19,3	12,9	9,0	1,6
2008 Jun	94,7	35,3	47,9	-0,8	11,7	0,6	67,8	39,1	38,7	-5,9	-3,4	-0,7
Jul	35,0	32,4	8,1	0,4	-8,2	2,3	59,9	32,9	9,2	0,4	13,7	3,7
Ago	78,2	9,3	14,6	29,2	23,1	2,0	133,7	27,2	34,1	32,0	36,9	3,5
Sep	-29,1	-15,4	-1,7	4,2	-13,1	-3,0	-15,4	-10,4	14,7	6,3	-23,6	-2,4

CI6 Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar

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



Fuente: BCE.

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

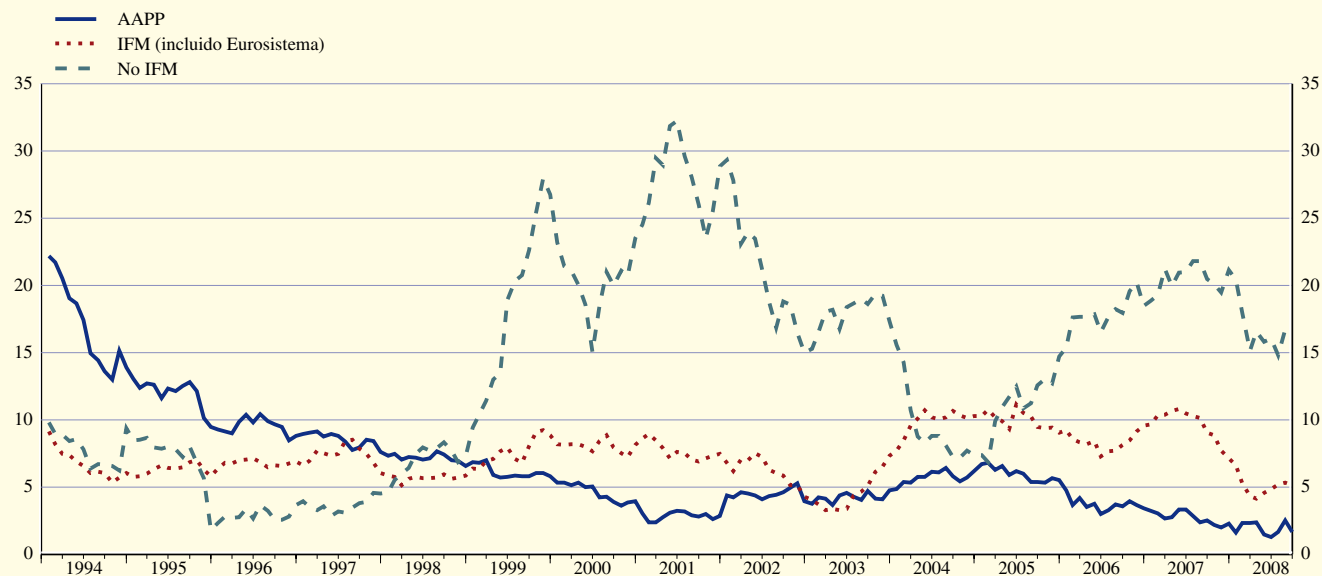
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2007 Sep	9,0	10,9	27,0	8,2	3,2	4,2	8,0	9,7	18,6	9,0	3,5	3,2
Oct	9,1	11,0	26,9	8,9	3,0	5,4	9,0	10,4	25,9	9,1	3,4	4,5
Nov	8,6	10,4	25,6	9,0	2,7	4,2	7,5	9,3	22,7	8,8	1,6	5,2
Dic	9,0	10,6	28,4	8,9	2,7	3,6	8,2	10,4	26,6	5,7	1,5	5,5
2008 Ene	8,5	10,0	27,0	10,7	2,2	3,1	7,5	9,8	24,0	5,9	0,9	4,8
Feb	8,0	8,7	24,4	10,1	2,9	2,8	6,9	7,5	22,2	8,1	2,1	2,4
Mar	7,1	7,7	20,8	8,1	2,8	1,7	6,1	5,7	23,0	7,1	2,1	0,2
Abr	7,1	7,2	23,0	6,7	2,9	1,1	5,1	4,1	20,0	4,2	2,4	-2,2
May	6,7	7,9	21,9	6,4	1,6	3,0	5,8	6,3	20,9	3,7	1,6	0,8
Jun	6,9	8,2	23,8	3,7	1,4	2,9	5,6	6,2	21,2	1,6	1,2	0,5
Jul	7,1	8,5	22,6	2,7	2,0	3,9	6,8	7,4	21,2	-0,3	3,1	2,9
Ago	7,8	8,3	23,2	8,7	2,9	4,4	8,8	9,2	24,0	9,5	3,7	6,2
Sep	7,1	6,9	23,0	9,5	2,6	2,5	8,2	8,2	23,4	12,2	3,1	5,1
A largo plazo												
2007 Sep	8,0	9,1	27,9	5,8	2,4	3,5	6,1	5,8	19,6	5,4	2,9	1,7
Oct	7,7	8,9	27,0	5,7	2,0	4,6	6,6	5,6	25,6	4,9	2,7	2,8
Nov	7,1	7,7	25,8	6,1	1,9	3,1	5,3	4,6	21,9	5,5	1,4	3,2
Dic	7,4	7,1	28,6	5,3	2,3	2,7	5,7	4,2	25,6	1,9	2,0	4,1
2008 Ene	6,7	6,6	27,1	6,0	1,6	2,2	5,1	4,1	23,0	3,7	1,0	3,1
Feb	6,1	5,3	23,3	5,9	2,3	1,9	4,7	2,9	19,1	4,5	2,3	0,9
Mar	5,3	4,3	19,7	4,6	2,4	0,9	4,5	2,9	19,7	3,8	2,0	0,1
Abr	5,5	4,2	21,8	4,5	2,5	0,5	4,4	2,7	18,2	4,1	2,3	-1,9
May	5,2	4,5	20,5	4,9	1,4	1,8	5,0	4,5	18,9	4,3	1,4	0,6
Jun	5,3	4,9	22,1	2,0	1,2	1,9	4,8	5,5	18,9	2,0	0,4	-0,1
Jul	5,4	5,2	20,2	1,9	1,5	3,1	5,7	6,2	17,6	0,2	2,1	3,0
Ago	6,2	5,3	20,4	7,8	2,4	3,5	7,7	7,8	21,8	11,3	2,5	6,2
Sep	5,8	5,1	20,3	9,1	1,6	2,2	7,1	7,5	21,1	14,8	1,3	4,5

C17 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

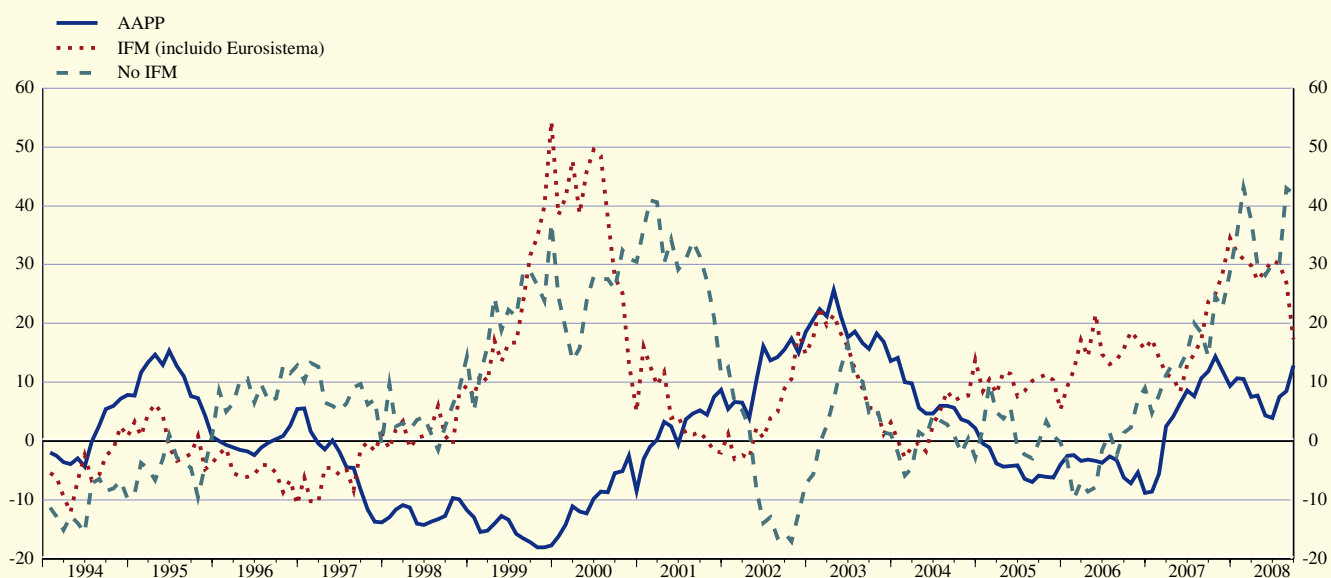
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			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												
2006	4,5	4,7	14,1	0,3	3,2	13,5	16,1	11,9	40,2	25,6	5,0	4,3
2007	5,1	7,1	17,4	3,8	2,4	6,6	15,7	11,1	37,9	18,0	3,8	-1,8
2007 IV	4,5	6,7	13,1	4,7	1,8	6,3	15,1	9,1	39,4	14,2	4,8	-6,5
2008 I	3,3	5,3	8,4	4,4	1,3	3,3	14,3	6,0	38,6	12,6	11,4	-3,2
II	2,7	4,3	5,2	3,7	1,3	1,4	12,2	5,0	33,5	8,5	7,6	0,4
III	3,1	5,6	5,1	3,2	1,4	1,9	12,5	5,3	32,0	14,1	6,3	6,0
2008 Abr	2,7	3,7	5,0	3,8	1,7	0,8	12,4	4,6	35,6	9,7	7,2	-1,0
May	2,6	4,7	4,6	4,7	1,0	1,7	12,3	5,4	32,6	8,4	6,9	2,0
Jun	2,8	5,3	6,2	2,3	0,9	1,9	12,0	4,9	34,0	2,7	5,4	1,6
Jul	3,0	5,7	4,8	2,6	1,2	2,1	11,7	5,1	31,3	2,2	5,7	6,6
Ago	3,4	5,6	4,4	3,4	1,9	2,4	13,7	5,7	32,2	25,7	9,3	7,0
Sep	3,1	5,6	5,8	4,8	1,1	0,7	12,4	5,1	31,0	26,2	2,6	7,4
En euros												
2006	3,8	3,1	11,5	-0,4	3,2	13,7	14,9	10,2	36,6	27,9	5,2	3,5
2007	4,5	6,4	14,1	2,0	2,7	6,7	15,0	10,3	35,5	17,7	3,9	-2,4
2007 IV	4,0	6,2	10,8	3,1	2,1	6,6	14,8	8,7	37,8	12,8	4,9	-7,1
2008 I	2,9	4,9	7,1	2,9	1,5	3,5	14,8	5,8	39,0	11,8	11,7	-4,0
II	2,4	3,9	4,6	1,7	1,5	1,4	13,4	5,6	34,9	8,2	8,0	-1,2
III	3,0	5,5	6,1	0,8	1,6	1,8	14,4	6,7	33,9	15,7	6,7	4,6
2008 Abr	2,4	3,3	4,0	1,7	1,9	0,8	13,5	5,0	37,2	9,1	7,6	-2,6
May	2,3	4,3	4,1	2,8	1,1	1,8	13,6	6,4	33,9	8,2	7,2	0,5
Jun	2,5	5,1	6,6	-0,2	1,1	1,9	13,6	6,3	35,1	3,1	5,8	0,1
Jul	2,8	5,6	5,3	0,2	1,5	2,0	13,5	6,5	33,4	2,8	6,1	5,2
Ago	3,3	5,5	6,0	0,9	2,2	2,1	15,7	7,1	34,3	28,4	9,8	5,6
Sep	3,0	5,7	7,5	2,7	1,4	0,4	14,4	6,8	33,2	28,8	2,9	6,3

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

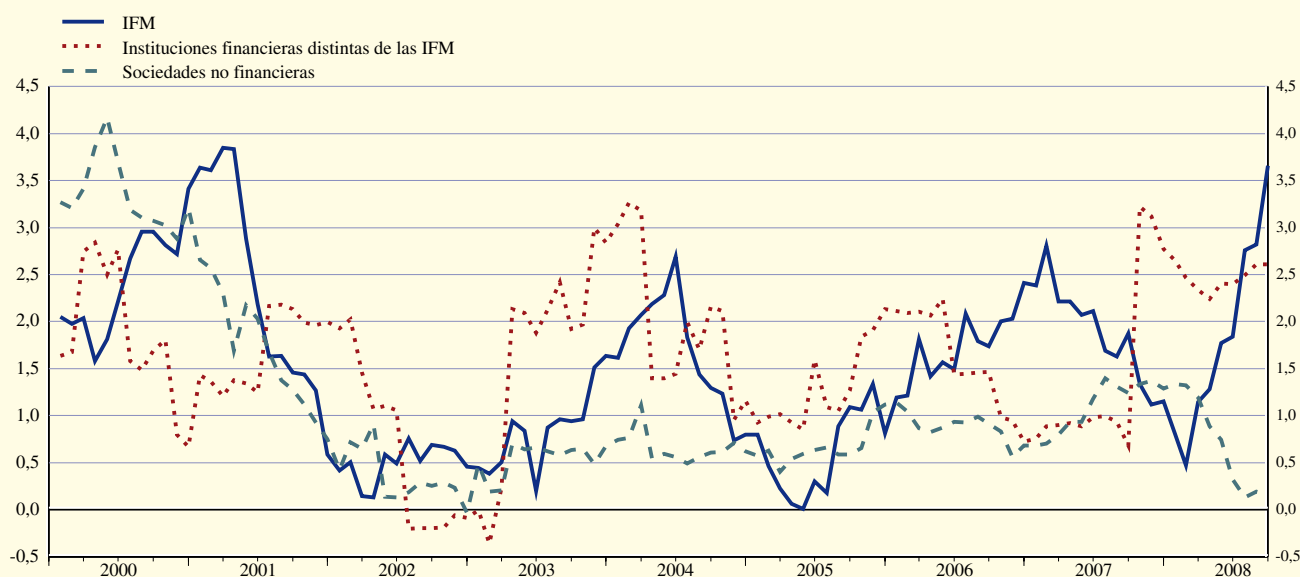
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 Sep	5.728,5	103,6	1,1	991,8	1,7	616,7	1,5	4.120,0	0,9
Oct	5.917,6	103,6	1,1	1.022,4	2,0	623,8	1,0	4.271,4	0,8
Nov	5.972,2	103,7	0,9	1.031,8	2,0	613,6	0,9	4.326,8	0,6
Dic	6.190,9	103,9	1,0	1.063,9	2,4	633,2	0,7	4.493,7	0,7
2007 Ene	6.369,9	104,0	1,0	1.123,5	2,4	646,2	0,8	4.600,2	0,7
Feb	6.283,9	104,1	1,1	1.092,8	2,8	637,8	0,9	4.553,3	0,7
Mar	6.510,1	104,1	1,1	1.111,4	2,2	649,3	0,9	4.749,4	0,8
Abr	6.760,5	104,3	1,2	1.168,6	2,2	675,5	0,9	4.916,3	0,9
May	7.040,4	104,4	1,1	1.174,5	2,1	688,8	0,9	5.177,0	0,9
Jun	6.961,9	104,7	1,3	1.128,6	2,1	677,1	1,0	5.156,1	1,2
Jul	6.731,4	104,9	1,4	1.099,8	1,7	608,8	1,0	5.022,7	1,4
Ago	6.618,1	104,9	1,3	1.060,2	1,6	583,8	0,9	4.974,1	1,3
Sep	6.682,2	104,9	1,3	1.048,8	1,9	597,2	0,7	5.036,1	1,2
Oct	6.936,7	105,2	1,5	1.072,8	1,3	629,2	3,2	5.234,7	1,3
Nov	6.622,4	105,3	1,5	1.032,7	1,1	579,2	3,1	5.010,5	1,4
Dic	6.578,8	105,4	1,4	1.017,2	1,2	579,0	2,8	4.982,7	1,3
2008 Ene	5.756,8	105,4	1,4	887,9	0,8	497,3	2,6	4.371,5	1,3
Feb	5.811,0	105,5	1,3	858,2	0,5	492,4	2,5	4.460,5	1,3
Mar	5.557,5	105,5	1,3	858,5	1,1	501,3	2,3	4.197,7	1,2
Abr	5.738,4	105,5	1,1	835,2	1,3	519,4	2,2	4.383,7	0,9
May	5.712,3	105,5	1,0	768,9	1,8	497,1	2,4	4.446,3	0,7
Jun	5.069,5	105,5	0,7	663,2	1,8	435,8	2,4	3.970,6	0,3
Jul	4.962,2	105,7	0,7	689,5	2,8	428,2	2,5	3.844,5	0,1
Ago	5.038,0	105,7	0,8	663,5	2,8	438,4	2,6	3.936,1	0,2
Sep	4.423,5	105,8	0,8	610,1	3,7	382,2	2,6	3.431,3	0,2

CI9 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

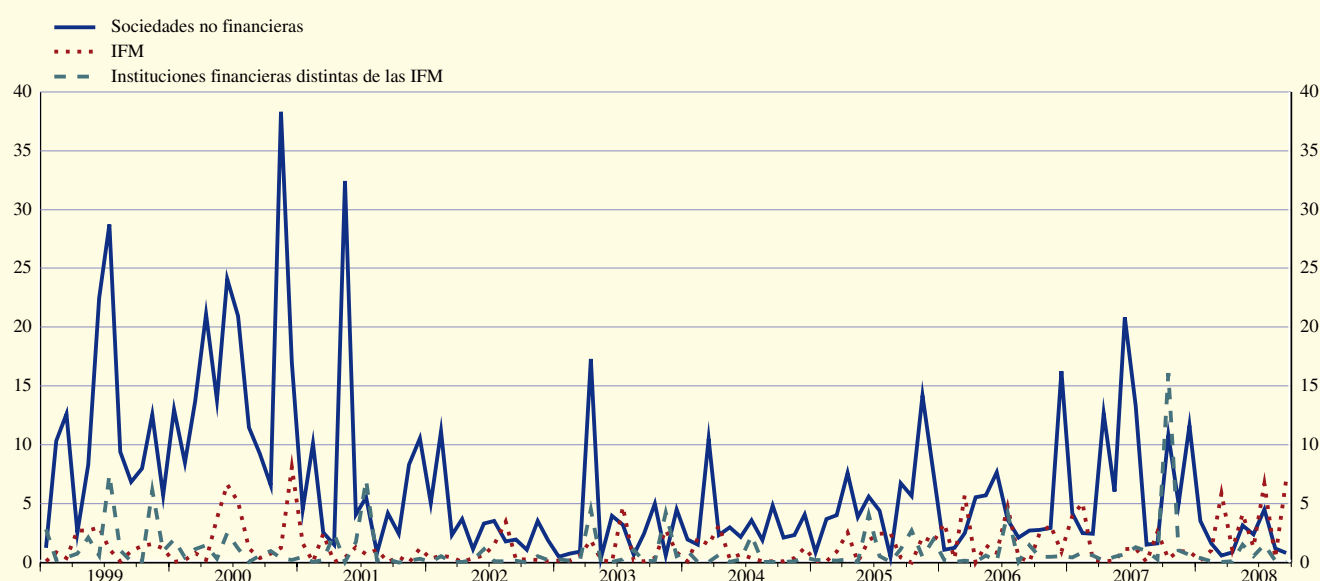
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2006 Sep	4,2	0,5	3,7	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	2,7	0,5	2,2
Oct	5,7	1,2	4,5	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,7	1,2	1,5
Nov	6,5	2,0	4,5	3,1	0,0	3,1	0,5	0,2	0,3	2,9	1,8	1,1
Dic	17,7	5,1	12,6	0,9	0,3	0,6	0,5	0,0	0,5	16,3	4,7	11,6
2007 Ene	8,5	3,9	4,6	4,0	0,1	3,8	0,4	0,0	0,4	4,1	3,8	0,3
Feb	8,4	2,0	6,3	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
Mar	3,2	1,7	1,5	0,2	0,0	0,2	0,6	0,4	0,2	2,4	1,4	1,0
Abr	12,9	0,4	12,5	0,1	0,3	-0,2	0,2	0,0	0,1	12,7	0,2	12,5
May	6,6	1,9	4,7	0,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,5	6,0	1,9	4,2
Jun	22,6	1,6	21,0	1,1	0,0	1,1	0,7	0,0	0,7	20,8	1,6	19,3
Jul	15,8	1,8	13,9	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	13,3	1,5	11,8
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	4,5	2,5	2,0	2,6	0,0	2,6	0,3	0,3	-0,1	1,6	2,1	-0,5
Oct	27,2	8,0	19,1	0,3	3,2	-2,9	16,1	0,5	15,5	10,8	4,3	6,5
Nov	7,0	3,3	3,6	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	5,0	2,0	3,0
Dic	13,2	4,6	8,6	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	11,6	2,5	9,2
2008 Ene	4,0	1,4	2,7	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,3	3,5	0,7	2,8
Feb	2,7	1,9	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,6	1,6	0,1
Mar	6,5	5,8	0,6	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,6	5,4	-4,8
Abr	2,1	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,9	2,5	-1,7
May	8,7	5,9	2,8	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	3,1	5,6	-2,5
Jun	4,2	4,8	-0,6	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,4	4,7	-2,3
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	1,7	1,5	0,1	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,2	1,5	-0,4
Sep	7,8	2,8	5,0	7,0	0,0	7,0	0,0	0,1	-0,1	0,8	2,8	-1,9

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro¹⁾

(en porcentaje; saldos vivos fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

1. Tipos de interés aplicados a los depósitos (nuevas operaciones)

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2), 3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007 Oct	1,17	4,11	4,16	3,31	2,53	3,57	1,97	4,07	4,37	4,63	3,93
Nov	1,18	4,08	4,22	3,20	2,54	3,64	2,01	4,10	4,41	4,04	3,98
Dic	1,18	4,28	4,14	3,18	2,57	3,68	1,95	4,26	4,40	4,03	3,95
2008 Ene	1,20	4,19	4,32	3,43	2,57	3,75	2,01	4,13	4,38	4,68	3,95
Feb	1,21	4,10	4,18	3,22	2,65	3,77	2,01	4,07	4,18	4,36	3,93
Mar	1,22	4,14	3,97	3,08	2,69	3,78	2,03	4,20	4,23	4,07	3,96
Abr	1,22	4,28	4,16	3,14	2,72	3,81	2,05	4,27	4,56	4,64	4,00
May	1,23	4,32	4,27	3,17	2,73	3,84	2,07	4,26	4,68	4,48	4,03
Jun	1,24	4,43	4,62	3,28	2,74	3,88	2,06	4,28	4,72	4,01	4,11
Jul	1,26	4,61	4,83	3,37	2,81	3,94	2,14	4,46	5,06	4,57	4,26
Ago	1,29	4,59	4,84	3,45	2,87	3,98	2,17	4,46	5,34	4,55	4,30
Sep	1,32	4,65	4,85	3,35	2,97	4,01	2,20	4,51	5,19	4,67	4,27

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
2007 Oct	10,64	8,10	6,88	8,40	8,38	5,29	5,07	5,08	5,11	5,38	5,63	6,05	5,59
Nov	10,50	8,39	6,90	8,36	8,47	5,28	5,03	5,10	5,11	5,38	5,60	5,95	5,49
Dic	10,46	8,05	6,93	8,17	8,26	5,32	5,03	5,07	5,18	5,40	5,67	5,83	5,43
2008 Ene	10,46	8,12	7,00	8,47	8,48	5,32	5,02	5,07	5,14	5,37	5,59	5,93	5,49
Feb	10,45	8,55	7,24	8,44	8,70	5,26	4,97	5,02	5,11	5,35	5,55	5,87	5,55
Mar	10,52	8,43	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	8,70	7,02	8,44	8,64	5,34	4,96	4,98	5,13	5,36	5,99	5,87	5,59
Jun	10,63	8,61	6,94	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	8,86	7,22	8,69	8,95	5,77	5,37	5,29	5,26	5,69	6,05	6,28	5,70
Sep	10,82	8,79	7,20	8,68	8,85	5,80	5,43	5,28	5,37	5,71	6,26	6,35	5,74

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
2007 Oct	6,53	5,96	6,00	5,26	5,11	5,19	5,31
Nov	6,50	5,96	5,90	5,29	5,08	5,28	5,36
Dic	6,62	6,08	5,96	5,30	5,35	5,62	5,48
2008 Ene	6,62	5,93	5,92	5,27	5,12	5,35	5,23
Feb	6,56	5,84	5,86	5,24	5,04	5,43	5,14
Mar	6,56	5,91	5,77	5,23	5,19	5,44	5,34
Abr	6,54	6,03	5,77	5,20	5,30	5,42	5,39
May	6,57	6,10	5,93	5,25	5,27	5,70	5,38
Jun	6,67	6,16	6,09	5,43	5,35	5,68	5,52
Jul	6,74	6,26	6,29	5,53	5,45	5,82	5,55
Ago	6,77	6,27	6,34	5,49	5,45	5,60	5,56
Sep	6,91	6,34	6,36	5,67	5,62	5,86	5,58

Fuente: BCE.

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

2) Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.

3) Para esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se han asignado al sector hogares, ya que, para el conjunto de todos los Estados miembros participantes, el saldo vivo de las sociedades no financieras es insignificante, en comparación con el relativo al sector hogares.

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

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro
(en porcentaje; saldos vivos fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldos vivos)

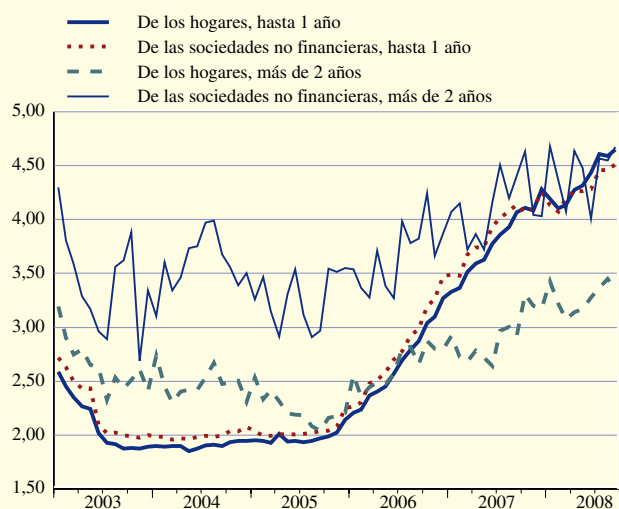
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 Oct	1,17	3,79	3,04	2,53	3,57	1,97	4,18	4,11	3,93
Nov	1,18	3,85	3,06	2,54	3,64	2,01	4,21	4,18	3,97
Dic	1,18	3,95	3,03	2,57	3,68	1,95	4,33	4,17	4,01
2008 Ene	1,20	3,98	3,06	2,57	3,75	2,01	4,27	4,21	4,01
Feb	1,21	3,99	3,11	2,65	3,77	2,01	4,23	4,24	3,97
Mar	1,22	4,01	3,07	2,69	3,78	2,03	4,29	4,24	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	4,27	4,04
Jun	1,24	4,20	3,08	2,74	3,88	2,06	4,47	4,31	4,12
Jul	1,26	4,31	3,07	2,81	3,94	2,14	4,59	4,39	4,24
Ago	1,29	4,38	3,09	2,87	3,98	2,17	4,65	4,38	4,23
Sep	1,32	4,45	3,10	2,97	4,01	2,20	4,75	4,44	4,32

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
2007 Oct	5,49	4,68	4,98	9,02	7,10	6,16	5,96	5,44	5,22
Nov	5,48	4,72	4,99	8,86	7,12	6,21	5,96	5,49	5,22
Dic	5,54	4,75	5,00	8,97	7,13	6,22	6,08	5,57	5,28
2008 Ene	5,62	4,75	5,01	8,99	7,15	6,24	6,06	5,55	5,27
Feb	5,60	4,82	5,03	9,05	7,21	6,26	5,99	5,52	5,30
Mar	5,61	4,80	5,02	9,06	7,19	6,25	5,99	5,51	5,27
Abr	5,59	4,85	5,03	9,07	7,22	6,28	6,04	5,54	5,29
May	5,61	4,85	5,05	9,08	7,22	6,27	6,09	5,59	5,32
Jun	5,68	4,89	5,07	9,11	7,29	6,35	6,18	5,68	5,39
Jul	5,72	4,93	5,11	9,19	7,34	6,37	6,25	5,76	5,44
Ago	5,78	4,97	5,11	9,26	7,38	6,41	6,28	5,79	5,46
Sep	5,81	5,03	5,15	9,40	7,45	6,50	6,39	5,90	5,54

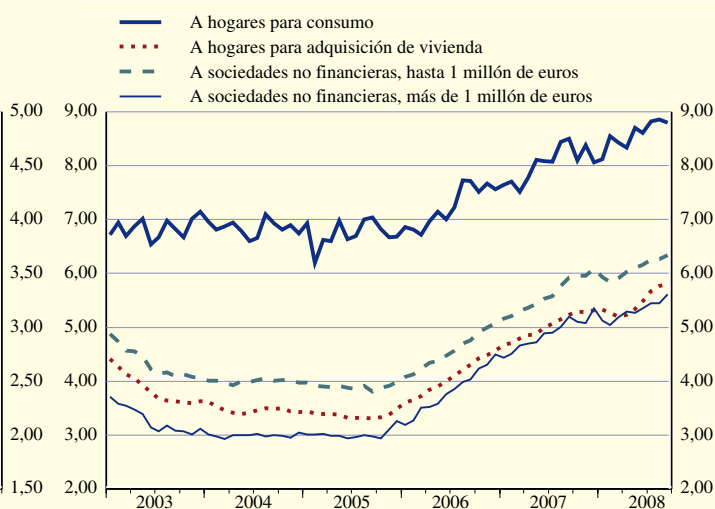
C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



C22 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

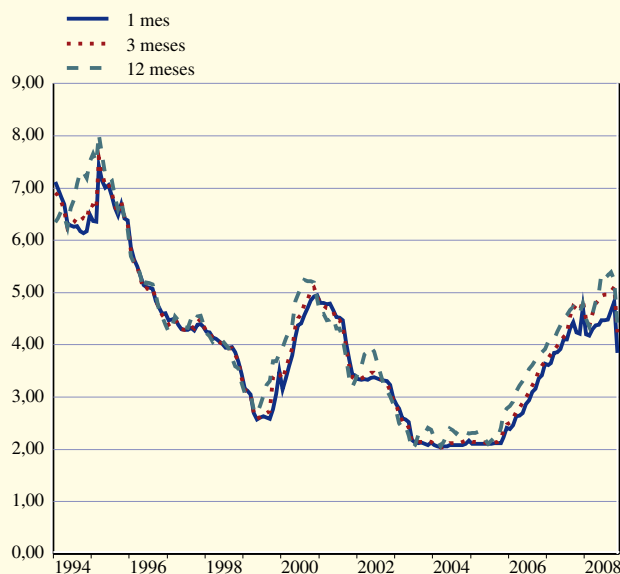
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(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
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2007 III	4,05	4,28	4,49	4,56	4,65	5,45	0,89
IV	3,95	4,37	4,72	4,70	4,68	5,02	0,96
2008 I	4,05	4,23	4,48	4,48	4,48	3,26	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
2007 Nov	4,02	4,22	4,64	4,63	4,61	4,96	0,91
Dic	3,88	4,71	4,85	4,82	4,79	4,97	0,99
2008 Ene	4,02	4,20	4,48	4,50	4,50	3,92	0,89
Feb	4,03	4,18	4,36	4,36	4,35	3,09	0,90
Mar	4,09	4,30	4,60	4,59	4,59	2,78	0,97
Abr	3,99	4,37	4,78	4,80	4,82	2,79	0,92
May	4,01	4,39	4,86	4,90	4,99	2,69	0,92
Jun	4,01	4,47	4,94	5,09	5,36	2,77	0,92
Jul	4,19	4,47	4,96	5,15	5,39	2,79	0,92
Ago	4,30	4,49	4,97	5,16	5,32	2,81	0,89
Sep	4,27	4,66	5,02	5,22	5,38	3,12	0,91
Oct	3,82	4,83	5,11	5,18	5,25	4,06	1,04
Nov	3,15	3,84	4,24	4,29	4,35	2,28	0,91

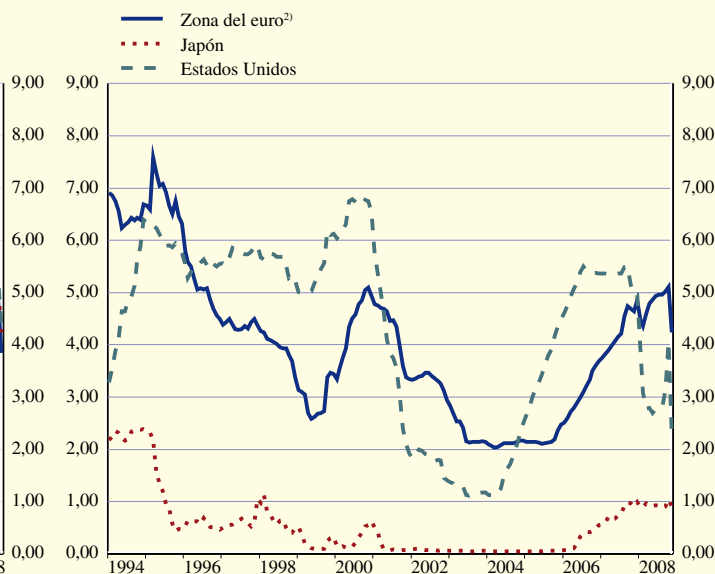
C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro²⁾

(mensuales; en porcentaje)



C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las Notas Generales, para más información.

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

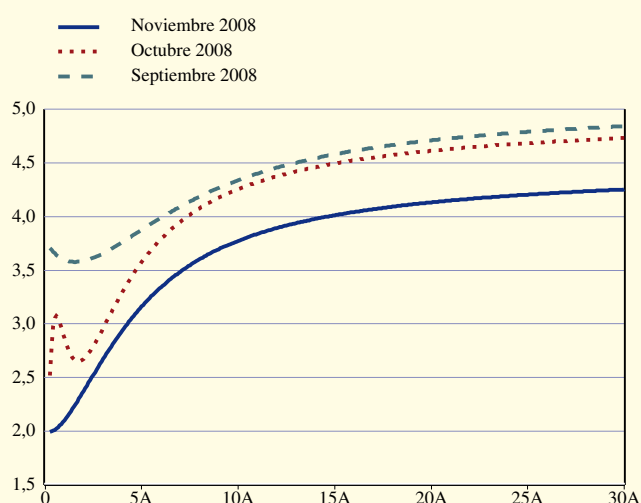
4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro¹⁾

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

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años - tres meses (diferencial)	Diez años - dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 Dic	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007 Ene	3,54	3,84	3,92	3,96	4,00	4,06	0,53	0,15	4,01	3,97	4,05	4,25
Feb	3,63	3,79	3,80	3,81	3,85	3,92	0,29	0,12	3,85	3,77	3,90	4,13
Mar	3,70	3,92	3,95	3,93	3,96	4,02	0,33	0,08	4,03	3,93	3,97	4,25
Abr	3,81	4,01	4,06	4,06	4,08	4,13	0,32	0,07	4,14	4,08	4,08	4,33
May	3,86	4,21	4,31	4,32	4,33	4,37	0,51	0,06	4,44	4,37	4,33	4,51
Jun	3,90	4,26	4,38	4,43	4,46	4,51	0,61	0,13	4,51	4,48	4,49	4,68
Jul	3,98	4,23	4,28	4,28	4,30	4,36	0,38	0,08	4,36	4,28	4,32	4,53
Ago	3,86	3,98	4,03	4,12	4,20	4,32	0,47	0,29	4,07	4,09	4,32	4,67
Sep	3,80	3,96	4,03	4,15	4,25	4,38	0,57	0,35	4,08	4,13	4,39	4,75
Oct	3,87	4,01	4,06	4,10	4,17	4,29	0,42	0,23	4,11	4,08	4,25	4,63
Nov	3,86	3,84	3,82	3,91	4,03	4,21	0,35	0,39	3,81	3,80	4,19	4,76
Dic	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008 Ene	3,81	3,55	3,42	3,59	3,79	4,05	0,24	0,62	3,32	3,34	4,08	4,80
Feb	3,83	3,42	3,20	3,43	3,72	4,06	0,23	0,86	3,04	3,03	4,16	4,99
Mar	3,87	3,70	3,60	3,70	3,87	4,13	0,26	0,54	3,53	3,49	4,10	4,91
Abr	3,90	3,89	3,86	3,95	4,10	4,32	0,42	0,46	3,86	3,81	4,29	4,95
May	3,88	4,20	4,28	4,27	4,35	4,52	0,64	0,24	4,41	4,29	4,40	5,03
Jun	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
Jul	4,20	4,31	4,31	4,31	4,39	4,53	0,33	0,21	4,36	4,27	4,46	4,93
Ago	4,24	4,20	4,13	4,11	4,19	4,34	0,10	0,21	4,13	4,02	4,26	4,82
Sep	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
Oct	2,52	2,86	2,68	3,58	3,95	4,25	1,74	1,58	2,27	2,99	4,80	4,97
Nov	2,00	2,10	2,38	3,16	3,49	3,77	1,78	1,40	2,33	2,97	4,16	4,48

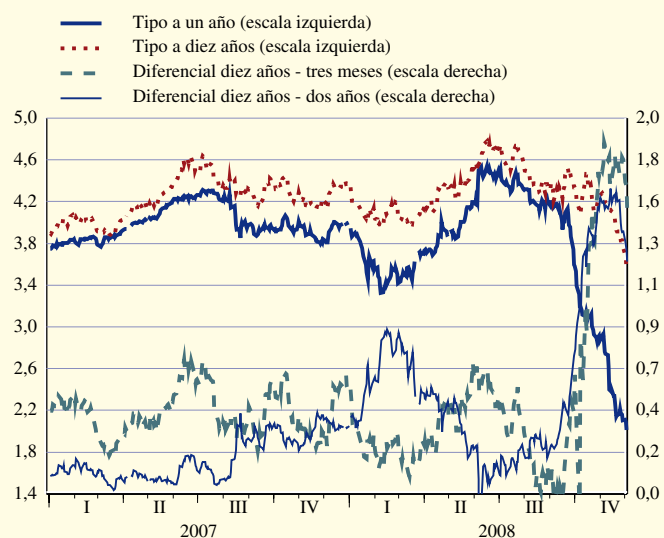
C25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)



C26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro

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



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

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

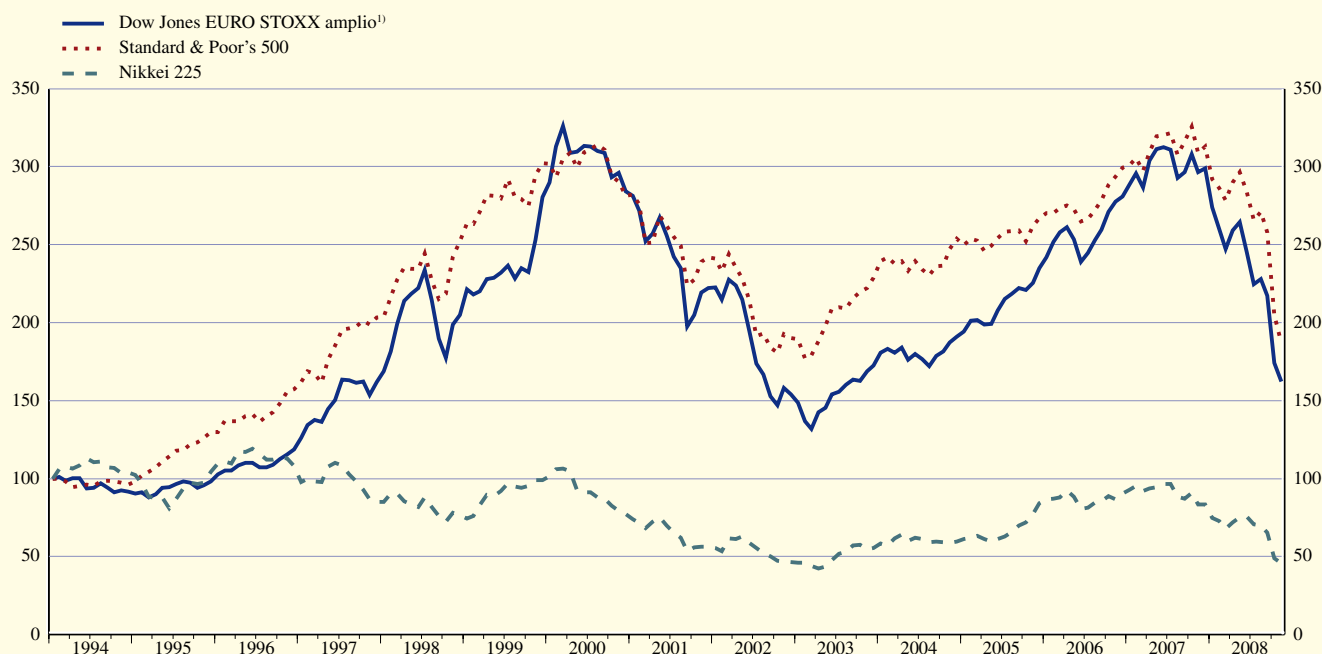
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
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
2007 III	416,4	4.317,6	568,3	233,5	373,3	465,6	399,8	494,4	400,9	556,3	476,7	503,8	1.489,8	16.907,5
IV	417,8	4.377,9	567,3	228,3	383,8	455,7	381,2	484,1	406,3	620,0	544,8	509,2	1.494,6	16.002,5
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	13.372,7
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
2007 Nov	411,4	4.314,9	549,1	225,3	380,2	450,3	369,1	477,1	400,8	624,1	555,0	501,9	1.461,3	15.514,0
Dic	414,5	4.386,0	564,0	224,1	375,8	452,5	374,0	481,8	397,8	634,9	552,6	518,6	1.480,0	15.520,1
2008 Ene	380,2	4.042,1	529,7	202,3	338,7	431,4	339,7	426,3	351,2	602,9	528,4	492,9	1.380,3	13.953,4
Feb	360,6	3.776,6	520,7	194,0	323,8	407,6	311,9	417,7	356,2	573,9	493,2	452,6	1.354,6	13.522,6
Mar	342,9	3.587,3	511,4	184,7	317,6	395,2	300,8	394,7	308,9	540,2	444,9	414,1	1.317,5	12.586,6
Abr	359,6	3.768,1	553,9	189,3	324,6	423,2	326,5	406,2	312,8	550,2	449,3	429,6	1.370,5	13.382,1
May	367,1	3.812,8	588,9	189,2	328,2	462,5	325,8	424,3	313,2	567,2	447,5	436,3	1.402,0	14.000,2
Jun	340,2	3.527,8	586,2	176,1	299,6	442,6	287,6	393,5	292,8	553,8	415,3	414,7	1.341,3	14.084,6
Jul	311,9	3.298,7	529,0	158,2	272,7	401,5	260,0	348,6	281,7	513,7	412,7	418,1	1.257,6	13.153,0
Ago	316,1	3.346,0	513,7	167,1	287,0	388,1	266,0	356,6	304,4	504,4	411,2	403,0	1.281,5	12.989,4
Sep	301,3	3.193,7	474,6	161,8	287,4	358,2	255,8	332,2	271,8	465,8	413,2	400,6	1.220,0	12.126,2
Oct	241,5	2.627,3	342,1	135,6	249,1	287,9	195,0	245,1	212,8	392,4	378,2	363,7	968,8	9.080,5
Nov	225,0	2.452,9	315,2	136,2	237,6	294,8	159,0	229,5	197,7	393,6	386,0	361,7	883,3	8.502,7

C27 Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo¹⁾

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total	Total, excl. alimentos no elaborados y energía										
% del total ³⁾	100,0	100,0	82,6	59,1	40,9	100,0	11,9	7,6	29,8	9,8	40,9	88,8	11,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	1,9	3,6
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
2007 IV	105,7	2,9	2,3	3,2	2,5	1,0	2,6	1,2	0,3	2,9	0,6	3,0	1,9
2008 I	106,4	3,4	2,5	3,9	2,6	1,0	2,0	0,5	0,2	3,4	0,7	3,5	2,5
II	108,1	3,6	2,5	4,5	2,4	1,1	1,1	1,1	0,2	6,0	0,6	3,7	2,7
III	108,4	3,8	2,5	4,7	2,6	0,7	0,9	1,0	0,1	2,1	0,7	3,9	3,3
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 Jun	108,6	4,0	2,5	5,0	2,5	0,5	0,3	0,4	0,1	2,6	0,2	4,1	2,9
Jul	108,5	4,0	2,5	5,1	2,6	0,3	0,3	0,7	-0,2	1,3	0,2	4,2	3,2
Ago	108,3	3,8	2,6	4,6	2,7	-0,1	0,3	-0,4	0,3	-3,0	0,3	3,9	3,3
Sep	108,5	3,6	2,5	4,4	2,6	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,4	0,0	3,7	3,4
Oct	108,6	3,2	2,4	3,5	2,6	-0,1	0,1	0,5	0,2	-2,9	0,2	3,1	3,4
Nov ⁴⁾	.	2,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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							
% del total ³⁾	19,5	11,9	7,6	39,6	29,8	9,8	10,1	6,0	6,1	3,3	14,7	6,8	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1	
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	
2007 IV	3,9	4,5	3,1	2,8	1,0	8,1	2,7	2,0	2,6	-2,1	3,0	3,2	
2008 I	5,2	6,4	3,5	3,2	0,8	10,7	2,5	1,9	3,1	-2,5	3,2	3,2	
II	5,7	6,9	3,7	3,9	0,8	13,6	2,3	1,9	3,6	-1,8	3,0	2,2	
III	5,6	6,7	3,9	4,2	0,7	15,1	2,3	1,9	4,4	-2,4	3,4	2,3	
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2008 May	5,8	6,9	3,9	3,9	0,7	13,7	2,3	1,9	3,8	-1,7	3,1	2,2	
Jun	5,8	7,0	4,0	4,5	0,8	16,1	2,3	1,9	4,0	-1,9	3,2	2,2	
Jul	6,1	7,2	4,4	4,6	0,5	17,1	2,3	1,9	4,1	-2,2	3,4	2,2	
Ago	5,6	6,8	3,7	4,2	0,7	14,6	2,2	1,9	4,8	-2,5	3,5	2,3	
Sep	5,2	6,2	3,6	4,0	0,9	13,5	2,3	1,9	4,5	-2,6	3,3	2,3	
Oct	4,4	5,1	3,4	3,1	1,0	9,6	2,3	1,9	4,6	-2,1	3,3	2,3	

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 2008.
- 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

	Precios industriales, excluida construcción									Construcción ¹⁾	Precios de ²⁾ los inmuebles residenciales	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía			
			Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo					
							Total	Duradero				No duradero
% del total ³⁾	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	105,8	2,3	2,6	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	4,0	4,1	7,2
2005	110,1	4,1	3,2	1,9	2,9	1,4	1,1	1,3	1,1	13,6	2,8	7,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,6	1,6	1,7	13,3	4,1	6,4
2007	119,1	2,8	3,1	3,2	4,8	1,8	2,3	1,9	2,4	1,7	4,0	4,2
2007 III	119,3	2,1	2,7	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,7	3,7	-
IV	121,2	4,0	4,5	3,2	3,7	1,5	3,6	1,9	3,9	7,0	3,3	3,7 ⁴⁾
2008 I	123,6	5,4	5,4	3,6	4,2	1,5	4,4	2,3	4,8	11,7	3,1	-
II	127,0	7,1	6,3	3,8	4,5	1,8	4,4	2,3	4,8	18,0	4,0	-
III	129,5	8,5	6,5	4,3	5,9	2,2	3,8	2,5	4,0	22,7	-	-
2008 May	127,1	7,1	6,4	3,8	4,3	1,8	4,4	2,3	4,8	18,2	-	-
Jun	128,3	8,0	6,9	4,0	4,9	2,0	4,5	2,3	4,8	21,5	-	-
Jul	130,0	9,2	7,3	4,4	5,8	2,1	4,2	2,5	4,5	25,0	-	-
Ago	129,4	8,6	6,6	4,3	6,0	2,2	3,8	2,4	4,1	22,8	-	-
Sep	129,1	7,9	5,6	4,1	5,8	2,3	3,3	2,5	3,4	20,4	-	-
Oct	128,1	6,3	3,5	3,2	4,4	2,2	2,7	2,7	2,7	15,8	-	-

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

	Precios del petróleo ⁵⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Deflatores del PIB								
		Ponderados ⁶⁾ por las importaciones			Ponderados ⁷⁾ por el destino			Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna				Expor- ⁸⁾ taciones	Impor- ⁸⁾ taciones	
		Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios	Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
% del total ³⁾		100,0	35,2	64,8	100,0	44,3	55,7									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	30,5	11,6	2,3	17,5	10,3	2,1	17,8	109,4	1,9	2,1	2,1	2,0	2,5	1,0	1,5	
2005	44,6	11,5	0,8	17,4	9,3	2,6	14,8	111,6	2,0	2,3	2,1	2,4	2,5	2,4	3,3	
2006	52,9	27,4	5,6	37,7	24,4	5,6	37,9	113,7	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,7	3,9	
2007	52,8	7,6	14,3	5,1	5,1	9,4	2,8	116,3	2,3	2,2	2,2	1,6	2,7	1,5	1,3	
2007 III	54,2	3,4	26,4	-4,0	4,1	20,9	-4,4	116,7	2,3	2,2	2,1	1,5	2,5	1,3	1,0	
IV	61,0	-2,2	22,9	-10,9	-2,9	17,8	-13,6	117,1	2,3	2,9	2,8	2,3	2,6	1,4	2,8	
2008 I	64,2	7,8	35,6	-1,9	6,9	31,0	-5,4	117,9	2,1	2,9	3,0	2,0	2,3	2,2	4,1	
II	78,5	2,3	33,4	-8,2	-0,2	20,8	-10,8	118,8	2,3	3,2	3,3	3,2	2,5	2,4	4,7	
III	77,6	6,7	16,9	2,3	1,0	4,6	-1,3	119,3	2,3	3,3	3,6	2,1	2,6	2,9	5,4	
2008 Jun	85,9	3,4	29,8	-6,4	-0,1	17,5	-9,7	-	-	-	-	-	-	-	-	
Jul	85,3	6,9	25,3	-0,4	1,7	12,1	-4,4	-	-	-	-	-	-	-	-	
Ago	77,0	8,0	19,0	3,3	2,7	7,9	-0,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
Sep	70,0	5,2	7,0	4,3	-1,4	-5,3	1,3	-	-	-	-	-	-	-	-	
Oct	55,2	-6,2	-3,7	-7,3	-10,8	-11,9	-10,1	-	-	-	-	-	-	-	-	
Nov	43,1	-7,5	-4,3	-9,0	-10,2	-7,4	-12,1	-	-	-	-	-	-	-	-	

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 6 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 8-15 del cuadro 3 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream (columna 1 del cuadro 3 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 2-7 del cuadro 3 de la sección 5.1).

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

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

3) En el año 2000.

4) 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.

5) Brent (para entrega en un mes).

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

7) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la demanda interna de la zona del euro (producción interna más importaciones menos exportaciones) en el período 2004-2006. Datos experimentales (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

8) 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

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Costes laborales unitarios ¹⁾							
2004	107,6	0,8	-11,3	-1,2	3,0	-0,1	2,4	2,0
2005	108,8	1,2	8,3	-1,0	3,0	1,3	2,0	2,0
2006	109,9	1,0	3,2	-0,4	3,3	0,0	2,6	2,1
2007	111,7	1,7	0,4	-0,4	3,6	1,5	2,5	2,1
2007 II	111,6	1,5	0,9	0,2	4,3	1,0	2,7	1,2
III	111,8	1,6	0,5	-1,0	4,6	2,0	2,3	2,1
IV	112,9	2,6	0,4	0,3	3,9	2,8	3,0	2,9
2008 I	113,5	2,6	0,9	1,3	1,8	2,4	3,8	2,9
II	115,1	3,2	-0,3	2,2	2,2	3,6	2,6	4,5
	Remuneración por asalariado							
2004	110,0	2,1	1,6	2,9	2,9	1,4	1,7	2,3
2005	112,1	1,9	2,2	1,8	2,0	2,1	2,4	1,8
2006	114,6	2,2	3,1	3,6	3,4	1,5	2,3	1,5
2007	117,5	2,5	2,4	2,8	3,0	2,2	2,1	2,6
2007 II	117,2	2,3	3,0	3,2	2,5	2,3	1,9	1,9
III	117,6	2,3	2,2	2,4	2,9	2,4	1,8	2,4
IV	118,9	2,9	2,5	3,2	3,3	2,3	2,4	3,4
2008 I	120,0	3,1	3,7	3,5	4,1	2,4	2,8	3,1
II	121,2	3,5	3,9	3,2	4,9	2,8	2,3	4,4
	Productividad del trabajo ²⁾							
2004	102,3	1,3	14,6	4,2	-0,2	1,5	-0,7	0,3
2005	103,0	0,7	-5,6	2,8	-0,9	0,7	0,4	-0,1
2006	104,3	1,2	-0,1	3,9	0,1	1,5	-0,2	-0,6
2007	105,2	0,8	2,0	3,2	-0,6	0,8	-0,4	0,4
2007 II	105,0	0,9	2,1	3,0	-1,7	1,3	-0,8	0,7
III	105,2	0,7	1,7	3,4	-1,6	0,4	-0,5	0,3
IV	105,3	0,4	2,1	2,9	-0,6	-0,5	-0,6	0,5
2008 I	105,7	0,6	2,9	2,2	2,3	0,0	-1,0	0,2
II	105,3	0,3	4,2	0,9	2,6	-0,8	-0,3	-0,2

5. Costes laborales por hora³⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁴⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	113,7	2,6	2,4	3,2	2,9	2,7	2,3	2,1
2005	116,4	2,4	2,5	2,2	2,4	2,0	2,5	2,1
2006	119,2	2,5	2,6	2,1	3,4	1,6	2,0	2,3
2007	122,3	2,6	2,8	2,2	2,6	3,1	2,6	2,2
2007 III	122,7	2,5	2,6	2,3	2,1	3,5	2,6	2,2
IV	123,7	2,9	3,2	2,0	2,9	3,8	2,7	2,1
2008 I	124,7	3,5	3,7	2,7	4,3	4,1	2,9	2,9
II	125,4	2,7	2,8	2,2	3,0	3,8	2,3	2,8
III	.	.	.	.	.	.	.	3,4

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

1) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por el valor añadido (en términos reales) por ocupado.

2) Valor añadido (en términos reales) por ocupado.

3) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura las estimaciones de los datos de los componentes no concuerdan con el total.

4) Datos experimentales. Para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

5) En el año 2000.

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)									
2004	7.808,0	7.651,3	4.470,3	1.594,5	1.578,3	8,2	156,7	2.863,5	2.706,8
2005	8.104,6	7.982,0	4.644,6	1.657,6	1.673,5	6,3	122,6	3.083,7	2.961,2
2006	8.508,4	8.403,9	4.843,6	1.723,6	1.823,0	13,7	104,5	3.435,5	3.331,0
2007	8.931,0	8.793,4	5.030,4	1.790,8	1.951,0	21,2	137,6	3.692,9	3.555,2
2007 III	2.246,4	2.213,3	1.264,9	449,5	489,7	9,2	33,1	934,9	901,9
IV	2.262,4	2.231,4	1.278,7	454,1	498,0	0,5	31,1	942,3	911,2
2008 I	2.292,3	2.262,2	1.288,3	457,3	508,7	7,8	30,1	968,0	937,9
II	2.306,2	2.279,3	1.297,7	468,1	508,4	5,1	26,9	973,8	946,9
III	2.312,0	2.301,4	1.309,7	469,2	506,7	15,7	10,6	985,3	974,6
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2007	100,0	98,5	56,3	20,1	21,8	0,2	1,5	-	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2007 III	0,6	0,7	0,4	0,5	1,0	-	-	1,8	2,2
IV	0,3	0,0	0,2	0,3	1,0	-	-	0,4	-0,3
2008 I	0,7	0,6	0,0	0,3	1,4	-	-	1,7	1,6
II	-0,2	-0,3	-0,2	0,8	-0,9	-	-	-0,1	-0,4
III	-0,2	0,3	0,0	0,8	-0,6	-	-	0,4	1,7
<i>tasas de variación interanual</i>									
2004	2,1	1,9	1,6	1,6	2,3	-	-	7,4	7,0
2005	1,7	1,9	1,7	1,5	3,2	-	-	5,0	5,6
2006	2,9	2,7	2,0	1,9	5,5	-	-	8,3	8,2
2007	2,6	2,4	1,6	2,3	4,3	-	-	5,9	5,4
2007 III	2,6	2,2	1,8	2,4	3,6	-	-	7,2	6,3
IV	2,1	2,1	1,2	2,1	3,2	-	-	3,9	3,8
2008 I	2,1	1,6	1,2	1,4	3,7	-	-	5,3	4,3
II	1,4	1,0	0,4	2,0	2,6	-	-	3,9	3,0
III	0,6	0,6	0,0	2,3	0,9	-	-	2,4	2,5
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2007 III	0,6	0,7	0,2	0,1	0,2	0,2	-0,1	-	-
IV	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,3	0,3	-	-
2008 I	0,7	0,6	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	-	-
II	-0,2	-0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,1	0,1	-	-
III	-0,2	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,3	-0,5	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>									
2004	2,1	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,3	-	-
2005	1,7	1,8	1,0	0,3	0,7	-0,1	-0,1	-	-
2006	2,9	2,7	1,1	0,4	1,1	0,0	0,2	-	-
2007	2,6	2,3	0,9	0,5	0,9	0,1	0,3	-	-
2007 III	2,6	2,2	1,0	0,5	0,8	-0,1	0,4	-	-
IV	2,1	2,0	0,7	0,4	0,7	0,2	0,1	-	-
2008 I	2,1	1,6	0,7	0,3	0,8	-0,2	0,5	-	-
II	1,4	1,0	0,2	0,4	0,6	-0,1	0,4	-	-
III	0,6	0,6	0,0	0,5	0,2	0,0	0,0	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no son totalmente homogéneos con el cuadro 7.1.2 y 7.3.1.

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

3) 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

	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)								
2004	7.011,1	154,4	1.434,7	412,5	1.491,9	1.916,7	1.600,8	796,9
2005	7.263,9	142,7	1.472,0	439,6	1.530,7	2.015,6	1.663,4	840,7
2006	7.598,3	139,6	1.540,0	476,2	1.593,1	2.130,9	1.718,5	910,1
2007	7.978,1	149,6	1.616,4	516,0	1.655,5	2.252,2	1.788,4	953,0
2007 III	2.007,9	38,0	407,4	129,4	416,9	567,3	448,8	238,5
IV	2.025,9	38,7	409,2	132,3	418,7	573,0	454,0	236,5
2008 I	2.051,7	39,9	416,1	136,3	423,8	579,1	456,4	240,6
II	2.069,3	39,5	417,0	136,3	424,6	587,2	464,6	236,9
III	2.075,2	39,1	411,9	136,7	428,9	594,1	464,6	236,8
en porcentaje del valor añadido								
2007	100,0	1,9	20,3	6,5	20,8	28,2	22,4	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ¹⁾								
tasas de variación intertrimestral								
2007 III	0,6	-1,0	1,0	-0,1	0,5	0,8	0,4	0,7
IV	0,5	1,3	0,5	0,9	0,2	0,6	0,3	-0,7
2008 I	0,6	1,5	0,3	2,6	0,6	0,6	0,1	1,7
II	0,0	0,1	-0,6	-1,8	-0,4	0,7	0,4	-1,2
III	-0,2	-0,5	-1,4	-1,4	-0,2	0,2	0,6	0,0
tasas de variación interanual								
2004	2,3	11,9	2,8	1,1	2,8	1,6	1,5	0,8
2005	1,7	-6,5	1,7	1,8	1,4	2,8	1,4	1,7
2006	2,8	-2,0	3,5	2,7	3,1	3,7	1,3	3,3
2007	2,9	0,8	3,4	3,3	2,6	3,7	1,7	0,6
2007 III	2,8	0,3	3,6	2,2	2,6	3,5	1,7	1,2
IV	2,5	0,6	3,2	1,7	1,7	3,4	1,8	-0,8
2008 I	2,3	1,2	2,7	2,8	2,3	2,8	1,2	0,5
II	1,6	2,0	1,2	1,6	0,9	2,6	1,2	0,4
III	0,7	2,5	-1,2	0,2	0,2	2,0	1,4	-0,3
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales								
2007 III	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	-
IV	0,5	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	-
2008 I	0,6	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-
II	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-
III	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales								
2004	2,3	0,3	0,6	0,1	0,6	0,4	0,4	-
2005	1,7	-0,1	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	-
2006	2,8	0,0	0,7	0,2	0,7	1,0	0,3	-
2007	2,9	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,4	-
2007 III	2,8	0,0	0,7	0,1	0,6	1,0	0,4	-
IV	2,5	0,0	0,6	0,1	0,4	1,0	0,4	-
2008 I	2,3	0,0	0,5	0,2	0,5	0,8	0,3	-
II	1,6	0,0	0,2	0,1	0,2	0,7	0,3	-
III	0,7	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,6	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) 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

	Total	Industria, excluida construcción										Construcción
		Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero		No duradero	
% del total ¹⁾	100,0	82,8	82,8	74,8	73,7	29,9	22,2	21,6	3,6	18,0	9,0	17,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	1,4	104,0	1,4	1,4	1,2	0,9	3,0	0,5	-0,7	0,7	1,4	0,7
2006	4,0	108,2	4,0	4,4	4,4	4,9	5,9	2,5	4,4	2,2	0,7	3,9
2007	3,5	111,9	3,4	4,0	3,7	3,9	6,0	2,3	1,1	2,5	-0,6	3,2
2007 IV	2,6	113,0	3,0	2,6	2,0	1,9	5,3	0,6	-2,7	1,2	5,5	-0,5
2008 I	2,4	113,1	2,5	1,9	1,8	1,5	5,1	0,3	-1,5	0,6	4,4	1,3
II	0,7	112,4	1,1	1,3	1,0	0,5	3,9	-1,2	-2,7	-1,0	1,6	-2,2
III	-1,9	111,3	-1,6	-1,7	-2,1	-2,0	-0,3	-2,7	-6,4	-2,1	0,1	-3,2
2008 Abr	3,4	113,9	4,3	4,7	4,7	3,0	7,8	0,9	1,4	0,8	6,4	-1,8
May	-0,5	111,7	-0,3	-0,3	-0,9	-0,4	2,6	-3,3	-5,1	-3,0	-0,6	-1,8
Jun	-0,8	111,6	-0,4	-0,4	-0,7	-0,9	1,6	-1,3	-4,1	-0,8	-0,9	-2,8
Jul	-1,5	111,3	-1,1	-1,2	-1,3	-1,7	-0,2	-1,5	-5,4	-0,9	0,4	-3,3
Ago	-0,9	112,3	-0,7	-0,9	-1,5	0,0	0,8	-3,6	-6,4	-3,3	0,4	-1,9
Sep	-3,0	110,3	-2,7	-2,7	-3,3	-3,9	-1,2	-3,0	-7,4	-2,3	-0,5	-4,1
	tasas de variación intermensual (d.)											
2008 Abr	0,8	-	1,1	0,5	2,1	0,6	2,3	0,5	2,1	0,3	-1,0	-0,5
May	-1,8	-	-2,0	-1,6	-2,5	-1,6	-2,3	-1,8	-3,4	-1,5	-2,2	-0,3
Jun	-0,2	-	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,3	0,7	0,5	0,7	0,4	-0,8
Jul	-0,1	-	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-1,0	-0,1	0,9	0,0
Ago	0,7	-	0,9	0,8	0,9	1,4	1,4	-0,2	0,9	-0,3	1,1	0,3
Sep	-1,7	-	-1,7	-1,8	-2,2	-2,9	-1,9	-0,8	-2,7	-0,5	-1,0	-1,4

4. Nuevos pedidos, cifra de negocios, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,3	106,8	1,4	0,8	1,8	2,6	1,4	939	0,9
2006	119,3	9,3	118,9	7,3	2,9	108,5	1,6	0,3	2,5	2,7	4,4	968	3,0
2007	128,9	8,3	126,2	6,3	2,4	109,5	0,9	-0,3	1,8	3,3	2,0	964	-0,4
2007 IV	131,6	8,3	127,2	5,3	2,1	109,2	-0,3	-0,8	0,1	0,3	-1,3	980	0,4
2008 I	130,6	3,7	131,1	4,3	3,1	108,9	-0,2	-1,5	0,6	0,1	-1,3	945	-0,6
II	128,7	0,1	132,0	6,2	1,9	108,0	-1,5	-2,4	-0,9	-2,4	-2,2	904	-5,0
III	125,9	-1,4	130,7	3,9	2,1	108,0	-1,5	-2,2	-1,0	-1,0	-3,5	891	-9,0
2008 May	126,8	-4,5	130,8	0,8	3,8	108,5	0,3	-0,8	0,7	5,4	-0,8	891	-9,9
Jun	126,6	-6,8	132,5	4,0	0,9	107,6	-3,2	-4,2	-2,4	-3,2	-4,7	885	-6,6
Jul	129,1	3,2	131,7	6,3	2,1	107,9	-1,5	-2,2	-0,8	0,0	-3,0	886	-8,6
Ago	127,0	-6,7	132,1	-2,4	2,1	108,0	-1,7	-2,1	-1,5	-2,9	-4,0	901	-8,6
Sep	121,7	-1,8	128,3	6,8	2,0	108,1	-1,4	-2,2	-0,7	-0,5	-3,5	886	-9,7
Oct	.	.	.	.	1,1	107,2	-2,1	-2,1	-2,2	.	.	854	-14,2
	tasas de variación intermensual (d.)												
2008 May	-	-4,3	-	-1,3	0,8	-	0,6	0,1	1,0	6,1	0,1	-	-4,9
Jun	-	-0,1	-	1,3	-0,6	-	-0,8	-0,7	-0,8	-2,8	-1,7	-	-0,7
Jul	-	1,9	-	-0,6	0,6	-	0,3	-0,2	0,6	2,4	1,1	-	0,1
Ago	-	-1,6	-	0,4	0,2	-	0,1	0,4	-0,1	-1,7	-0,3	-	1,7
Sep	-	-4,1	-	-2,9	0,2	-	0,0	0,1	0,0	2,6	-0,8	-	-1,6
Oct	-	.	-	.	-0,5	-	-0,8	-0,5	-0,9	.	.	-	-3,7

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) En el año 2000.

2) Incluye las industrias manufactureras que basan su producción principalmente en pedidos y que representan el 62,6% del total de las manufacturas en el año 2000.

3) Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales del período de que se trate.

5.2 Producto y demanda

(Saldos netos ¹⁾, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Indicador de confianza de los consumidores ³⁾					
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ³⁾	Total ⁴⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004	98,7	-5	-15	8	10	81,4	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,3	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,4	4	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2007 III	108,7	4	5	6	13	84,0	-4	-2	-3	3	-7
IV	104,3	2	1	7	11	84,0	-8	-4	-10	7	-10
2008 I	100,5	0	-1	7	10	83,9	-12	-7	-17	11	-12
II	96,5	-3	-6	9	7	83,3	-15	-10	-22	13	-14
III	88,5	-10	-15	12	-2	82,2	-19	-12	-28	23	-15
2008 Jun	94,8	-5	-9	10	5	-	-17	-12	-25	14	-16
Jul	89,5	-8	-13	11	1	82,8	-20	-13	-30	20	-16
Ago	88,5	-9	-13	12	-3	-	-19	-12	-28	23	-14
Sep	87,5	-12	-20	13	-4	-	-19	-11	-26	24	-15
Oct	80,0	-18	-26	15	-13	81,6	-24	-12	-33	34	-15
Nov	74,9	-25	-35	17	-22	-	-25	-11	-32	44	-15

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2004	-12	-19	-4	-8	-12	14	2	11	6	8	18
2005	-7	-11	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	5	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	-1	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2007 III	0	-8	7	1	7	14	11	20	16	20	24
IV	-3	-11	4	0	4	16	13	15	11	14	20
2008 I	-7	-14	-1	-1	2	16	12	10	4	12	15
II	-11	-17	-4	-3	-1	16	7	8	3	9	13
III	-14	-21	-7	-9	-10	17	-1	1	-7	3	6
2008 Jun	-11	-19	-4	-4	-3	17	7	9	4	10	14
Jul	-14	-23	-6	-9	-10	17	1	1	-8	4	7
Ago	-13	-20	-6	-10	-8	19	-4	1	-7	4	5
Sep	-16	-22	-10	-8	-11	14	0	0	-7	2	6
Oct	-20	-27	-14	-13	-14	17	-9	-7	-13	-4	-3
Nov	-24	-31	-16	-13	-11	16	-12	-12	-20	-8	-7

Fuente: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%, el de confianza de los servicios del 30%, el de confianza de los consumidores del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2007.
- 3) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	85,0	15,0	3,9	17,1	7,8	25,4	15,8	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	138,410	0,8	0,7	1,2	-2,3	-1,4	1,3	1,3	2,3	1,3
2005	139,733	1,0	1,1	0,3	-1,0	-1,1	2,7	0,7	2,4	1,5
2006	141,992	1,6	1,8	0,7	-1,9	-0,4	2,6	1,6	3,9	1,9
2007	144,502	1,8	1,9	0,8	-1,2	0,3	3,9	1,8	4,1	1,3
2007 II	144,298	1,7	1,9	0,7	-1,5	0,4	4,6	1,5	4,4	0,9
III	144,879	1,9	1,9	1,5	-1,4	0,2	3,6	2,3	3,9	1,4
IV	145,269	1,7	2,0	0,5	-1,7	0,2	2,3	2,3	3,9	1,3
2008 I	145,715	1,5	1,7	0,7	-1,5	0,5	0,8	2,3	3,7	1,0
II	145,985	1,2	1,4	0,1	-2,0	0,3	-1,2	1,7	2,9	1,4
tasas de variación intertrimestral (d.)										
2007 II	0,737	0,5	0,5	0,5	-0,4	0,1	0,5	0,9	1,3	0,1
III	0,580	0,4	0,4	0,3	-1,2	0,0	0,0	0,7	0,8	0,5
IV	0,391	0,3	0,5	-0,8	-0,5	0,1	0,0	0,1	0,7	0,4
2008 I	0,446	0,3	0,3	0,5	0,5	0,2	0,1	0,4	0,9	0,0
II	0,270	0,2	0,2	0,0	-1,0	0,0	-1,1	0,4	0,4	0,5

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		78,2		21,8		49,6		50,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	13,100	8,8	10,160	7,7	2,941	17,1	6,555	7,9	6,546	10,0
2005	13,283	8,8	10,339	7,8	2,944	17,2	6,698	8,0	6,585	9,9
2006	12,512	8,2	9,774	7,3	2,738	16,2	6,213	7,4	6,299	9,3
2007	11,361	7,4	8,884	6,5	2,477	14,8	5,587	6,6	5,774	8,4
2007 III	11,308	7,4	8,836	6,5	2,472	14,7	5,579	6,6	5,728	8,3
IV	11,135	7,2	8,697	6,3	2,438	14,6	5,493	6,5	5,642	8,2
2008 I	11,147	7,2	8,702	6,3	2,446	14,5	5,506	6,5	5,641	8,1
II	11,380	7,4	8,859	6,4	2,521	15,0	5,700	6,7	5,680	8,2
III	11,684	7,5	9,109	6,6	2,575	15,3	5,909	6,9	5,775	8,3
2008 May	11,399	7,4	8,871	6,4	2,529	15,1	5,711	6,7	5,688	8,2
Jun	11,465	7,4	8,928	6,5	2,536	15,1	5,767	6,8	5,698	8,2
Jul	11,577	7,5	9,032	6,5	2,545	15,1	5,829	6,8	5,748	8,2
Ago	11,698	7,5	9,136	6,6	2,562	15,2	5,894	6,9	5,804	8,3
Sep	11,778	7,6	9,160	6,6	2,618	15,5	6,005	7,0	5,773	8,3
Oct	12,003	7,7	9,303	6,7	2,700	15,9	6,162	7,2	5,841	8,3

Fuente: Eurostat.

1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

2) En el año 2006.

3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.

FINANZAS PÚBLICAS



6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
		Impuest. directos			Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Emplea- dores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
			Hogares	Empresas										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,5	46,2	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,5	12,3	9,2	2,7	13,6	0,5	15,6	8,1	4,7	2,2	0,2	0,3	41,7
2002	45,2	44,9	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	8,8	2,3	13,5	0,4	15,8	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,2
2004	44,6	44,1	11,3	8,5	2,5	13,5	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	44,9	44,4	11,6	8,6	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,0
2006	45,5	45,1	12,1	8,8	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,6
2007	45,6	45,3	12,5	9,0	3,2	13,8	0,3	15,2	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,8

2. Zona del euro - empleos

	Total	Empleos corrientes									Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios ³⁾
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones		Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
													Pagadas por inst. de la UE		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,1	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3	
2000	46,5	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,7	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,6	
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8	
2002	47,8	44,0	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2	
2003	48,1	44,2	10,5	4,9	3,3	25,4	22,6	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,8	
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4	
2005	47,4	43,5	10,4	5,0	3,0	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,4	
2006	46,8	42,9	10,2	5,0	2,9	24,8	22,1	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8	
2007	46,2	42,4	10,0	5,0	3,0	24,4	21,7	1,6	0,4	3,9	2,5	1,3	0,0	43,3	

3. Zona del euro - déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/ superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,6	19,9	10,6	4,8	4,9	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,5	3,9	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	2,0	19,8	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,2	1,9	2,2	8,1	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3
2007	-0,6	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,3	20,1	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,2

4. Países de la zona del euro - déficit (-)/superávit (+)⁵⁾

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	-0,2	-3,8	1,4	-7,5	-0,3	-3,6	-3,5	-4,1	-1,2	-4,7	-1,7	-4,4	-3,4	-2,2	2,4
2005	-2,6	-3,3	1,7	-5,1	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	-0,1	-2,8	-0,3	-1,5	-6,1	-1,4	2,9
2006	0,3	-1,5	3,0	-2,8	2,0	-2,4	-3,4	-1,2	1,3	-2,3	0,6	-1,5	-3,9	-1,2	4,1
2007	-0,3	-0,2	0,2	-3,5	2,2	-2,7	-1,6	3,5	3,2	-1,8	0,3	-0,4	-2,6	0,5	5,3

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

1) Los datos se refieren al Euro-15. Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

4) Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.

5) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998	72,9	2,8	15,2	5,3	49,6	52,5	26,5	14,5	11,4	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,3	50,5	48,8	25,4	13,8	9,7	23,2
2000	69,3	2,7	13,1	3,7	49,7	44,2	22,0	12,4	9,7	25,1
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,1	42,0	20,6	11,1	10,3	26,2
2002	68,1	2,7	11,8	4,5	49,0	40,1	19,4	10,7	10,1	27,9
2003	69,2	2,1	12,4	5,0	49,7	39,4	19,5	11,2	8,7	29,8
2004	69,6	2,2	12,0	5,0	50,5	37,5	18,4	10,8	8,2	32,1
2005	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3	35,4	17,2	11,2	7,0	34,8
2006	68,5	2,5	11,4	4,1	50,4	33,8	17,6	9,4	6,8	34,7
2007	66,3	2,2	10,8	4,3	49,0	32,6	17,0	8,7	6,9	33,7

2. Zona del euro - por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	72,9	61,2	6,1	5,2	0,3	8,2	64,7	8,0	15,5	26,3	31,0	71,1	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	7,0	13,6	27,8	30,7	70,0	2,0
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,8	6,3	13,4	27,8	28,1	67,5	1,8
2001	68,2	57,1	6,1	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,7	1,5
2002	68,1	56,7	6,3	4,7	0,4	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,3
2003	69,2	57,0	6,5	5,0	0,6	7,8	61,4	5,1	14,9	26,0	28,3	68,3	0,9
2004	69,6	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,8	14,9	26,2	28,5	68,7	0,9
2005	70,2	57,7	6,7	5,2	0,5	7,9	62,3	4,7	14,9	25,6	29,7	69,2	1,0
2006	68,5	56,0	6,5	5,4	0,5	7,5	61,0	4,5	14,5	24,1	29,9	67,8	0,7
2007	66,3	54,2	6,3	5,3	0,6	7,5	58,8	4,2	14,2	22,6	29,5	65,8	0,5

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	94,3	65,6	29,4	98,6	46,2	64,9	103,8	70,2	6,3	72,1	52,4	64,8	58,3	27,2	44,1
2005	92,1	67,8	27,3	98,8	43,0	66,4	105,9	69,1	6,1	69,9	51,8	63,7	63,6	27,0	41,3
2006	87,8	67,6	24,7	95,9	39,6	63,6	106,9	64,6	6,6	63,8	47,4	62,0	64,7	26,7	39,2
2007	83,9	65,1	24,8	94,8	36,2	63,9	104,1	59,5	7,0	62,2	45,7	59,5	63,6	23,4	35,1

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- Los datos se refieren al Euro-15. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - por origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,6	-0,2	-0,2	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,8	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,7	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,8	3,9
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,1	1,2	-1,3	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,9	0,4	0,3	-0,2	0,7

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾										Otras variaciones en volumen	Otros ¹⁰⁾
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP						Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio			
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones			Inyecciones de capital		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,0	0,4	0,3	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,8	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,2	0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,6	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-15 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 2001.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	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 II	45,5	45,0	12,4	12,7	15,4	1,9	1,7	0,5	0,3	40,9
III	43,5	43,1	11,2	12,8	15,5	1,9	0,7	0,4	0,3	39,7
IV	49,0	48,4	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,0
2003 I	41,9	41,4	9,8	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,4
II	46,0	44,6	12,0	12,9	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,7
III	42,6	42,1	10,8	12,5	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
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	40,9	9,6	12,8	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
II	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	1,0	0,8	0,6	41,0
III	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,6	0,5	0,3	39,0
IV	49,1	48,1	12,9	14,3	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,9
2005 I	42,0	41,5	9,9	13,0	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
II	44,6	44,0	11,8	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,4
III	43,3	42,6	11,0	12,9	15,2	2,0	0,7	0,7	0,3	39,4
IV	49,2	48,4	13,4	14,3	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 I	42,4	42,0	10,2	13,3	15,1	1,7	0,8	0,5	0,3	38,9
II	45,7	45,3	12,5	13,6	15,1	2,0	1,3	0,5	0,3	41,4
III	43,6	43,2	11,5	12,9	15,2	1,9	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	49,5	48,9	14,1	14,3	15,9	2,9	0,8	0,6	0,3	44,6
2007 I	42,2	41,8	10,3	13,4	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
II	46,2	45,8	13,0	13,6	15,1	2,0	1,4	0,4	0,3	41,9
III	43,7	43,3	12,1	12,8	15,0	1,9	0,8	0,4	0,3	40,1
IV	49,7	49,2	14,5	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,8
2008 I	42,3	41,9	10,6	13,0	14,9	1,7	0,9	0,4	0,2	38,8
II	45,5	45,1	12,9	12,9	15,1	1,9	1,4	0,4	0,3	41,2

2. Zona del euro - empleos y déficit/superávit, datos trimestrales

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes			Inversión	Transf. de capital				
						Beneficios sociales	Subven- ciones						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002 II	46,4	43,0	10,3	4,8	3,5	24,3	21,1	1,3	3,4	2,3	1,1	-0,9	2,7
III	46,9	43,2	10,1	4,7	3,5	24,9	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,4	0,1
IV	50,8	46,4	11,1	5,6	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,8	1,6
2003 I	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
II	47,1	43,6	10,4	4,7	3,4	25,1	21,7	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,1	2,3
III	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
IV	51,2	46,3	11,0	5,6	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,4	43,0	10,3	4,6	3,2	25,0	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,1	-1,9
II	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,8	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,6	1,6
III	46,1	42,7	10,0	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,4	-0,3
IV	50,9	45,7	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,8	1,1
2005 I	46,9	43,1	10,2	4,6	3,1	25,2	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,8
II	46,1	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,5	1,6
III	45,8	42,4	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,6	0,4
IV	50,6	45,8	11,1	5,8	2,8	26,1	22,5	1,3	4,8	3,1	1,6	-1,4	1,4
2006 I	45,3	42,2	10,0	4,6	2,9	24,7	21,1	1,1	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,1
II	45,5	42,3	10,2	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,2	2,3	0,9	0,2	3,3
III	45,4	42,0	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,7	1,2
IV	50,4	45,1	10,7	5,8	2,7	25,9	22,3	1,3	5,3	3,2	2,2	-0,9	1,8
2007 I	44,4	41,3	9,8	4,6	3,0	24,0	20,5	1,1	3,2	2,0	1,2	-2,2	0,7
II	44,7	41,6	9,9	4,8	3,2	23,7	20,7	1,1	3,2	2,3	0,8	1,5	4,6
III	44,8	41,4	9,7	4,7	3,0	24,0	20,7	1,2	3,4	2,5	0,9	-1,0	2,0
IV	50,5	45,1	10,7	5,8	2,8	25,9	22,1	1,4	5,4	3,3	2,1	-0,8	2,0
2008 I	44,6	41,4	9,8	4,6	3,0	24,1	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,2	0,7
II	45,1	41,8	10,1	4,8	3,2	23,7	20,6	1,1	3,3	2,3	0,9	0,4	3,6

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-15. Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero²⁾

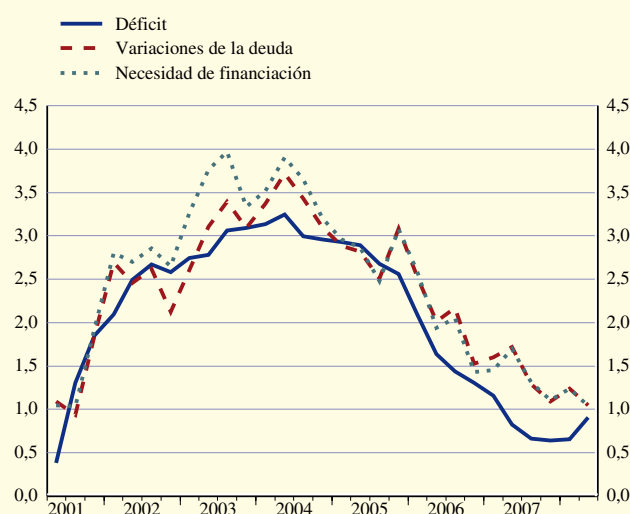
	Total	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo
	1	2	3	4	5
2005 III	71,0	2,4	11,8	5,2	51,8
IV	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3
2006 I	70,5	2,5	11,7	4,9	51,3
II	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
III	70,1	2,5	11,6	4,7	51,2
IV	68,5	2,5	11,4	4,1	50,4
2007 I	68,8	2,4	11,5	4,8	50,1
II	68,9	2,2	11,2	5,1	50,4
III	68,0	2,1	11,1	5,2	49,6
IV	66,3	2,2	10,8	4,3	49,0
2008 I	67,1	2,2	10,9	5,0	49,0
II	67,1	2,1	10,9	5,0	49,1

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Deficit (-)/superávit (+)	Ajuste entre déficit y deuda								Pro memoria: Necesidad de financiación
			Total	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros					Efectos de valoración y otros cambios en el volumen	Otros	
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores	Acciones y otras participaciones			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005 III	0,6	-2,6	-2,0	-2,4	-2,3	0,0	0,3	-0,4	0,0	0,4	0,5
IV	-0,5	-1,4	-2,0	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	-1,5	-0,5
2006 I	4,8	-2,9	1,9	1,2	1,0	0,1	0,6	-0,5	-0,4	1,0	5,2
II	3,3	0,2	3,5	3,2	2,5	0,0	0,4	0,2	0,6	-0,3	2,6
III	1,2	-1,7	-0,5	-0,8	-0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,1	1,0
IV	-2,9	-0,9	-3,8	-2,2	-1,4	-0,6	-0,2	-0,2	-0,1	-1,4	-2,7
2007 I	4,9	-2,2	2,7	2,1	1,0	0,1	0,6	0,3	-0,1	0,7	5,0
II	3,6	1,5	5,1	4,8	4,1	0,0	0,5	0,2	0,1	0,2	3,5
III	-0,4	-1,0	-1,5	-1,6	-2,1	0,2	0,4	0,0	0,0	0,1	-0,5
IV	-3,4	-0,8	-4,2	-2,9	-2,2	-0,1	-0,6	0,0	-0,1	-1,3	-3,4
2008 I	5,4	-2,2	3,1	2,2	1,9	0,0	0,1	0,3	-0,1	1,0	5,4
II	2,8	0,4	3,2	2,4	2,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,7	2,7

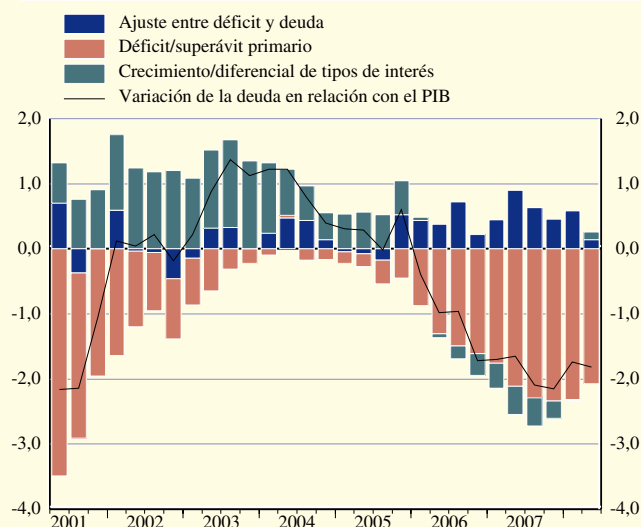
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



C29 Deuda según los criterios Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-15.

2) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

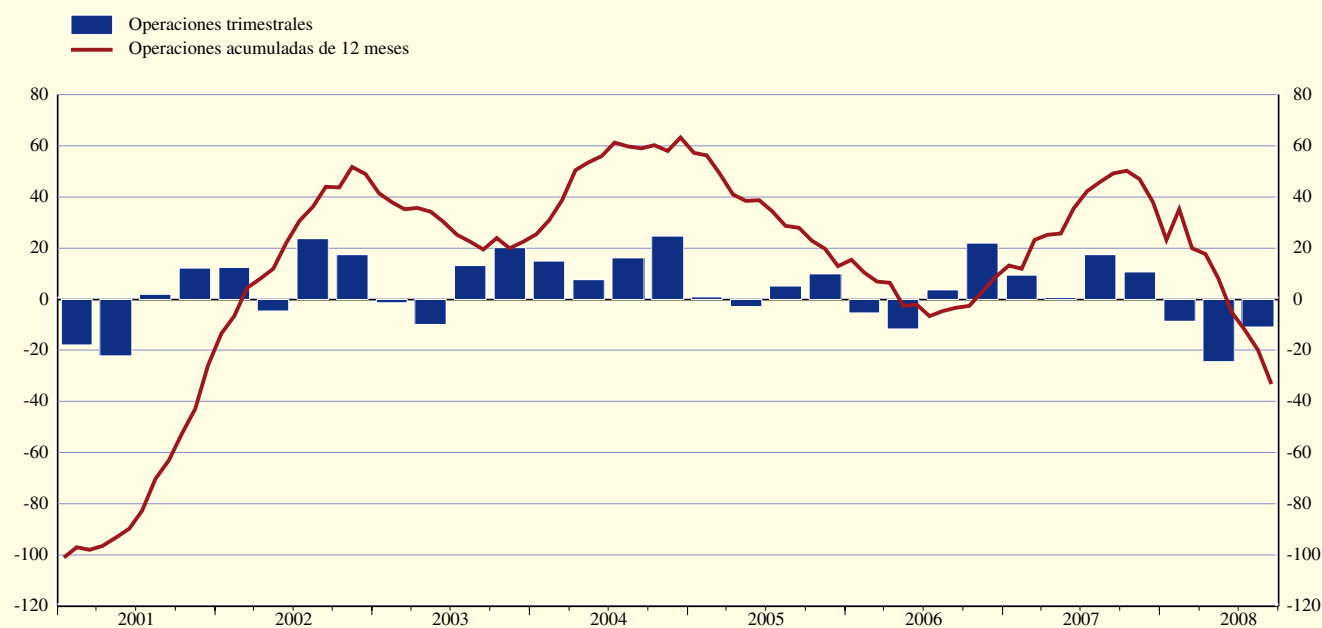
7.1 Resumen de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; operaciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/ necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	13,0	47,0	38,2	1,4	-73,5	11,4	24,4	10,8	-207,4	129,2	-17,3	88,6	17,7	-35,2
2006	8,5	19,8	44,1	23,8	-79,2	9,3	17,9	137,8	-156,7	290,4	3,0	1,9	-0,9	-155,6
2007	37,8	57,5	53,2	11,1	-84,0	14,0	51,8	29,4	-90,4	137,7	-53,9	41,1	-5,1	-81,3
2007 III	17,3	17,7	17,8	7,6	-25,9	1,7	19,0	104,8	-34,1	46,7	-15,3	111,9	-4,4	-123,8
IV	10,6	10,3	11,2	9,4	-20,3	5,2	15,8	-73,2	25,0	-73,2	-19,1	-10,6	4,7	57,4
2008 I	-8,6	-1,5	11,9	8,0	-26,9	6,1	-2,4	-4,4	-107,1	73,8	-21,0	55,0	-5,1	6,8
II	-24,4	6,2	15,7	-29,2	-17,1	3,0	-21,4	87,2	-49,2	34,3	-9,1	111,1	0,0	-65,7
III	-10,8	-6,9	15,2	3,5	-22,7	2,0	-8,9	-24,8	-40,5	30,0	1,6	-18,1	2,2	33,7
2007 Sep	7,4	6,0	7,3	3,6	-9,5	0,5	7,8	-2,4	-33,3	42,5	-3,0	-6,3	-2,3	-5,4
Oct	4,4	7,3	4,4	2,8	-10,2	1,2	5,6	-46,8	31,6	-48,2	-2,7	-27,6	0,0	41,2
Nov	2,6	5,1	3,4	0,7	-6,6	0,9	3,5	-0,8	4,5	0,9	-11,2	4,8	0,2	-2,7
Dic	3,7	-2,1	3,4	5,8	-3,5	3,0	6,7	-25,6	-11,1	-25,9	-5,3	12,2	4,5	18,9
2008 Ene	-15,0	-8,1	3,5	0,0	-10,4	2,5	-12,4	5,5	-64,2	58,7	-26,9	44,2	-6,4	7,0
Feb	9,8	4,8	4,5	4,8	-4,4	2,4	12,2	-25,3	-21,4	0,3	2,5	-11,3	4,5	13,1
Mar	-3,3	1,8	3,8	3,1	-12,1	1,2	-2,2	15,4	-21,6	14,8	3,4	22,1	-3,2	-13,3
Abr	-4,9	5,4	4,4	-6,9	-7,8	0,7	-4,3	29,8	-22,6	-16,9	-2,8	75,2	-3,3	-25,5
May	-21,8	-1,8	4,9	-19,7	-5,1	1,8	-20,0	43,6	-7,0	10,2	-9,9	47,5	2,7	-23,7
Jun	2,2	2,6	6,5	-2,6	-4,2	0,5	2,8	13,8	-19,6	41,0	3,5	-11,6	0,5	-16,6
Jul	1,1	2,3	6,4	-0,1	-7,5	0,9	2,0	-5,7	-12,3	-8,8	2,0	15,1	-1,7	3,7
Ago	-6,0	-5,2	4,6	1,9	-7,3	0,5	-5,5	-29,6	-9,8	-18,2	-5,9	1,8	2,4	35,1
Sep	-6,0	-3,9	4,2	1,7	-7,9	0,5	-5,4	10,5	-18,5	57,1	5,4	-35,0	1,4	-5,1
operaciones acumuladas de 12 meses														
2008 Sep	-33,2	8,1	54,0	-8,4	-86,9	16,3	-16,9	-15,2	-171,8	65,0	-47,6	137,4	1,8	32,1

C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

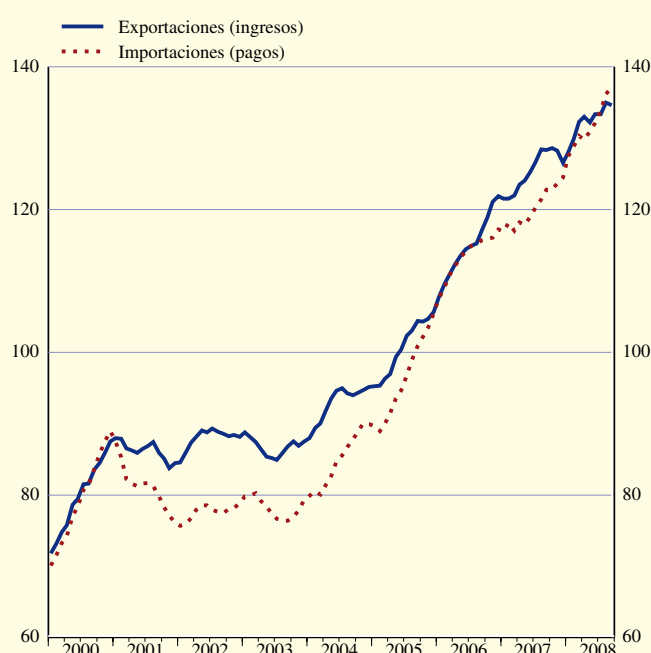
(mm de euros; operaciones)

1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente													Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes					
	Ingresos	Pagos	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
2005	2.098,1	2.085,0	13,0	1.221,9	1.174,9	403,8	365,6	387,1	385,7	85,2	5,0	158,7	14,5	24,4	13,0
2006	2.422,9	2.414,4	8,5	1.391,5	1.371,7	438,8	394,7	504,0	480,2	88,7	5,3	167,8	17,2	23,9	14,5
2007	2.685,8	2.648,0	37,8	1.506,7	1.449,2	488,3	435,1	601,8	590,7	89,0	6,3	173,0	20,2	25,9	11,9
2007 III	675,6	658,3	17,3	377,0	359,3	133,7	115,8	148,9	141,3	16,0	1,7	41,9	5,2	4,5	2,9
IV	702,8	692,2	10,6	394,0	383,7	126,2	115,0	156,0	146,6	26,6	1,6	46,9	5,5	8,7	3,5
2008 I	684,7	693,2	-8,6	389,0	390,5	115,7	103,9	153,6	145,6	26,4	1,5	53,3	5,0	9,0	2,9
II	710,3	734,8	-24,4	403,6	397,4	125,7	109,9	159,4	188,7	21,7	1,5	38,8	5,2	7,3	4,2
III	695,2	706,0	-10,8	398,9	405,8	136,4	121,1	145,5	142,0	14,4	-	37,1	-	4,7	2,7
2008 Jul	240,6	239,4	1,1	141,0	138,8	46,5	40,1	48,4	48,5	4,6	.	12,1	.	1,8	0,9
Ago	215,8	221,8	-6,0	119,8	125,0	44,8	40,2	46,8	44,9	4,4	.	11,7	.	1,5	0,9
Sep	238,8	244,7	-6,0	138,1	142,0	45,0	40,8	50,3	48,6	5,4	.	13,3	.	1,4	0,9
	Datos desestacionalizados														
2007 III	684,6	674,3	10,2	385,1	368,2	124,3	109,9	155,8	153,4	19,4	.	42,8	.	.	.
IV	680,5	684,0	-3,5	379,5	373,5	125,4	112,0	154,5	154,4	21,1	.	44,1	.	.	.
2008 I	700,7	707,3	-6,6	396,9	390,8	125,9	109,9	155,6	158,4	22,2	.	48,2	.	.	.
II	703,4	710,2	-6,8	400,0	396,3	125,6	112,4	153,2	156,1	24,6	.	45,4	.	.	.
III	698,9	717,8	-18,9	403,8	411,7	126,4	114,8	151,1	153,5	17,6	.	37,9	.	.	.
2008 Abr	237,3	235,0	2,3	135,2	130,0	42,1	37,2	50,7	51,5	9,3	.	16,3	.	.	.
May	234,6	238,3	-3,7	132,0	132,2	41,8	37,5	53,4	54,6	7,3	.	14,0	.	.	.
Jun	231,5	236,9	-5,4	132,8	134,1	41,6	37,7	49,1	49,9	8,0	.	15,1	.	.	.
Jul	232,5	235,5	-3,0	135,1	135,5	41,0	36,2	50,5	51,1	5,9	.	12,7	.	.	.
Ago	235,7	241,1	-5,3	137,1	138,9	43,0	38,3	50,7	52,0	5,0	.	11,8	.	.	.
Sep	230,6	241,2	-10,6	131,6	137,2	42,4	40,3	49,9	50,3	6,8	.	13,4	.	.	.

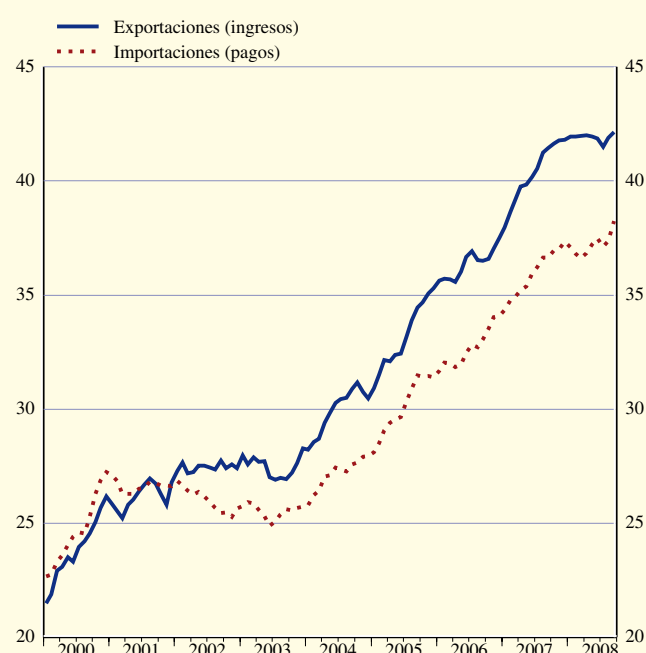
C31 Bienes

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



C32 Servicios

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas (operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones				Valores dist. de acc.		Acciones y participaciones		Valores dist. de acc.		Ingresos	Pagos
					Ingresos		Pagos		Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
					Beneficios reinvertidos		Beneficios reinvertidos									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	16,2	9,5	370,9	376,2	147,3	40,2	106,2	-13,3	16,0	16,8	31,5	70,2	82,3	80,9	93,8	102,1
2006	16,8	10,0	487,1	470,2	186,2	44,2	108,2	34,5	20,5	20,0	39,6	99,6	103,5	91,0	137,4	151,4
2007	17,6	10,5	584,3	580,2	210,4	81,2	127,5	34,7	25,9	23,4	45,5	116,5	118,7	114,4	183,8	198,3
2007 II	4,3	2,6	153,1	173,6	57,7	13,9	37,4	6,8	6,6	6,2	15,3	53,5	28,7	28,0	44,8	48,5
III	4,3	3,2	144,6	138,1	49,5	24,0	28,9	14,5	6,2	5,5	11,0	24,1	30,1	28,5	47,8	51,1
IV	4,6	2,7	151,4	143,9	52,9	16,5	30,8	5,4	7,3	6,3	9,2	20,7	32,0	32,4	50,0	53,6
2008 I	4,6	2,0	149,0	143,6	53,6	25,9	30,2	14,3	6,6	6,0	9,6	20,9	31,4	33,3	47,9	53,2
II	4,3	2,7	155,1	186,0	55,1	16,9	35,6	8,4	7,5	6,5	14,3	58,2	31,5	32,7	46,7	53,1

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									
III 2007 a II 2008	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Ingresos																
Cuenta corriente	2.773,5	1.036,5	59,2	86,6	540,4	289,4	60,9	37,5	37,9	84,7	32,3	56,4	95,0	183,1	409,8	800,2
Bienes	1.563,6	561,3	35,7	55,9	240,8	228,9	0,0	19,9	18,5	64,4	24,2	33,5	73,4	88,6	194,2	485,6
Servicios	501,3	179,3	12,4	13,6	118,4	29,4	5,5	6,2	6,8	15,6	6,2	10,8	12,7	49,0	80,1	134,6
Renta	617,9	228,9	10,4	15,6	167,8	28,2	6,8	11,2	12,0	4,4	1,8	11,7	8,7	39,4	128,9	170,9
Rentas de la inversión	600,0	222,4	10,3	15,5	165,6	28,0	3,0	11,2	11,9	4,4	1,8	11,6	8,6	32,7	127,4	168,0
Tranferencias corrientes	90,7	67,0	0,7	1,4	13,4	2,9	48,5	0,2	0,7	0,3	0,1	0,4	0,2	6,1	6,7	9,0
Cuenta de capital	29,5	26,0	0,0	0,1	0,9	0,1	24,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	1,7	1,3
Pagos																
Cuenta corriente	2.778,6	934,1	47,2	84,7	470,0	226,7	105,6	-	29,9	-	-	102,1	-	176,3	367,7	-
Bienes	1.530,9	441,9	29,0	52,2	179,4	181,4	0,0	26,5	13,2	168,6	19,6	55,9	101,2	76,6	138,5	489,0
Servicios	444,7	139,2	9,1	10,8	88,6	30,6	0,2	4,8	7,0	11,0	4,3	8,0	9,1	38,0	89,4	133,8
Renta	622,1	238,2	8,5	20,3	190,7	10,5	8,2	-	7,8	-	-	37,8	-	55,9	133,6	-
Rentas de la inversión	611,5	231,9	8,4	20,2	189,2	5,8	8,2	-	7,7	-	-	37,7	-	55,3	132,6	-
Tranferencias corrientes	180,8	114,8	0,7	1,4	11,3	4,2	97,1	1,5	1,8	2,5	0,6	0,4	0,6	5,8	6,2	46,6
Cuenta de capital	13,5	2,6	0,0	0,1	1,4	0,3	0,7	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,4	7,3
Neto																
Cuenta corriente	-5,1	102,4	12,0	1,9	70,5	62,7	-44,7	-	8,1	-	-	-45,7	-	6,8	42,1	-
Bienes	32,7	119,4	6,8	3,7	61,4	47,5	0,0	-6,5	5,3	-104,2	4,6	-22,4	-27,8	11,9	55,6	-3,4
Servicios	56,6	40,1	3,3	2,8	29,8	-1,2	5,4	1,4	-0,2	4,6	1,9	2,8	3,6	10,9	-9,3	0,8
Renta	-4,2	-9,3	2,0	-4,7	-22,8	17,7	-1,5	-	4,1	-	-	-26,1	-	-16,4	-4,7	-
Rentas de la inversión	-11,5	-9,4	1,9	-4,7	-23,6	22,2	-5,3	-	4,2	-	-	-26,1	-	-22,7	-5,2	-
Tranferencias corrientes	-90,1	-47,8	0,0	0,0	2,1	-1,3	-48,6	-1,3	-1,1	-2,2	-0,6	-0,1	-0,3	0,3	0,5	-37,5
Cuenta de capital	16,0	23,4	0,0	-0,1	-0,5	-0,2	24,2	-0,1	-1,0	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-6,0

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones y otros flujos durante el período)

1. Resumen de la cuenta financiera

	Total ¹⁾			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2004	8.609,6	9.507,7	-898,1	110,1	121,6	-11,5	2.276,0	2.229,8	3.043,1	4.078,8	-37,3	3.046,9	3.199,1	281,0
2005	10.795,0	11.593,7	-798,7	133,1	143,0	-9,8	2.800,9	2.438,7	3.883,8	5.107,9	-21,4	3.809,2	4.047,1	322,5
2006	12.272,5	13.292,9	-1.020,4	144,3	156,3	-12,0	3.143,7	2.721,3	4.370,2	5.864,9	-20,9	4.451,8	4.706,8	327,7
2007	13.773,8	14.904,4	-1.130,7	154,3	166,9	-12,7	3.542,2	3.084,5	4.653,3	6.339,5	-10,3	5.241,2	5.480,5	347,4
2008 I	13.732,4	14.836,7	-1.104,3	152,4	164,7	-12,3	3.613,0	3.074,5	4.352,1	6.078,9	8,1	5.402,8	5.683,3	356,3
II	13.773,0	14.820,6	-1.047,6	151,3	162,8	-11,5	3.644,5	3.048,8	4.484,8	6.072,1	4,5	5.285,4	5.699,6	353,9
Variaciones de los saldos vivos														
2004	748,0	878,1	-130,2	9,6	11,2	-1,7	106,5	145,6	387,4	492,7	-17,3	297,1	239,8	-25,7
2005	2.185,4	2.086,0	99,4	26,9	25,7	1,2	524,9	208,9	840,7	1.029,0	15,9	762,3	848,0	41,5
2006	1.477,5	1.699,2	-221,7	17,4	20,0	-2,6	342,8	282,5	486,4	757,0	0,5	642,6	659,7	5,2
2007	1.501,3	1.611,5	-110,2	16,8	18,1	-1,2	398,5	363,2	283,1	474,6	10,7	789,4	773,7	19,7
2008 I	-41,4	-67,8	26,4	-1,8	-3,0	1,2	70,8	-10,0	-301,2	-260,6	18,4	161,7	202,8	9,0
II	40,7	-16,1	56,7	1,8	-0,7	2,4	31,5	-25,7	132,7	-6,7	-3,6	-117,5	16,3	-2,5
Operaciones														
2004	821,2	794,2	27,0	10,5	10,2	0,3	169,6	88,6	346,2	417,7	8,5	309,4	287,9	-12,5
2005	1.330,7	1.341,4	-10,8	16,4	16,5	-0,1	359,8	152,3	414,4	543,6	17,3	556,8	645,5	-17,7
2006	1.686,4	1.824,1	-137,8	19,8	21,4	-1,6	415,6	258,9	533,9	824,2	-3,0	739,1	741,0	0,9
2007	1.873,1	1.902,5	-29,4	21,0	21,3	-0,3	455,3	364,9	440,6	578,3	53,9	918,3	959,3	5,1
2008 I	537,8	533,4	4,4	23,9	23,7	0,2	151,6	44,4	69,4	143,2	21,0	290,8	345,8	5,1
II	59,5	146,7	-87,2	2,6	6,3	-3,8	24,9	-24,2	137,6	172,0	9,1	-112,1	-1,0	0,0
III	94,2	69,3	24,8	4,1	3,1	1,1	71,7	31,3	-49,6	-19,6	-1,6	75,8	57,7	-2,2
2008 May	62,5	106,1	-43,6	.	.	.	11,8	4,9	70,3	80,5	9,9	-26,8	20,7	-2,7
Jun	-85,4	-71,6	-13,8	.	.	.	30,4	10,8	20,7	61,7	-3,5	-132,4	-144,1	-0,5
Jul	55,3	49,6	5,7	.	.	.	25,6	13,3	19,2	10,4	-2,0	10,9	25,9	1,7
Ago	25,2	-4,4	29,6	.	.	.	11,0	1,2	17,9	-0,3	5,9	-7,2	-5,3	-2,4
Sep	13,7	24,2	-10,5	.	.	.	35,2	16,7	-86,7	-29,7	-5,4	72,1	37,1	-1,4
Otros flujos														
2004	-73,3	83,9	-157,2	-0,9	1,1	-2,0	-63,1	57,0	41,3	75,0	-25,8	-12,4	-48,1	-13,3
2005	854,7	744,6	110,1	10,5	9,2	1,4	165,1	56,6	426,3	485,4	-1,4	205,5	202,5	59,2
2006	-208,9	-125,0	-84,0	-2,5	-1,5	-1,0	-72,8	23,6	-47,5	-67,2	3,5	-96,5	-81,4	4,3
2007	-371,8	-291,0	-80,8	-4,2	-3,3	-0,9	-56,8	-1,7	-157,5	-103,7	-43,2	-128,9	-185,6	14,6
Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio														
2004	-174,7	-97,2	-77,5	-2,2	-1,2	-1,0	-37,3	8,9	-66,7	-52,8	.	-61,4	-53,3	-9,3
2005	389,8	210,0	179,8	4,8	2,6	2,2	90,2	-22,2	153,4	118,2	.	127,5	114,0	18,7
2006	-346,4	-203,8	-142,6	-4,1	-2,4	-1,7	-73,2	14,2	-152,8	-116,8	.	-105,2	-101,1	-15,2
2007	-534,8	-238,8	-296,0	-6,0	-2,7	-3,3	-114,3	33,6	-222,3	-125,8	.	-183,3	-146,5	-14,9
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2004	113,1	222,1	-109,0	1,4	2,8	-1,4	34,4	26,4	107,5	195,7	-25,8	.	.	-3,1
2005	304,8	333,8	-29,0	3,8	4,1	-0,4	67,0	51,4	197,1	282,4	-1,4	.	.	42,1
2006	319,1	296,3	22,8	3,8	3,5	0,3	67,7	41,7	231,7	254,6	3,5	.	.	16,2
2007	179,4	-63,3	242,8	2,0	-0,7	2,7	32,3	13,0	158,7	-76,3	-43,2	.	.	31,7
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2004	-11,6	-40,9	29,3	-0,1	-0,5	0,4	-60,3	21,7	0,4	-67,8	.	49,1	5,2	-0,8
2005	159,4	200,8	-41,4	2,0	2,5	-0,5	8,0	27,4	75,7	84,8	.	77,9	88,5	-2,2
2006	-181,3	-217,5	36,3	-2,1	-2,6	0,4	-67,3	-32,3	-126,3	-205,0	.	8,6	19,8	3,7
2007	-16,1	11,1	-27,2	-0,2	0,1	-0,3	25,2	-48,3	-93,8	98,5	.	54,4	-39,1	-1,9
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2004	10,3	9,1	-	.	.	.	7,8	4,2	12,8	11,5	.	11,2	9,7	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,8	.	17,7	19,6	-5,8
2006	15,8	15,9	-	.	.	.	14,9	10,6	14,0	16,3	.	19,5	18,4	0,2
2007	15,3	14,2	-	.	.	.	14,5	13,4	10,1	9,8	.	20,7	20,4	1,6
2008 I	13,7	12,8	-	.	.	.	15,5	11,3	8,0	7,6	.	17,2	20,4	2,6
II	9,8	9,8	-	.	.	.	11,6	7,8	7,8	7,0	.	9,8	14,7	1,4
III	7,5	6,8	-	.	.	.	10,2	6,0	5,7	5,2	.	6,8	9,1	-0,6

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

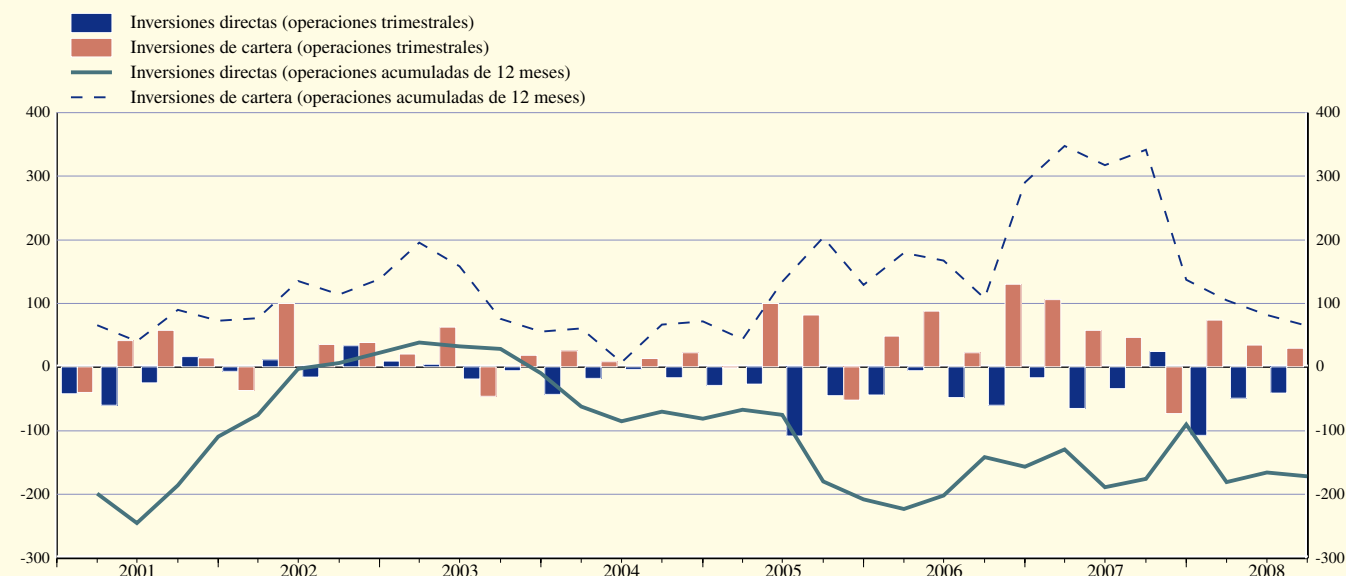
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual, saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones durante el período)

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	3.143,7	2.551,1	219,1	2.332,0	592,6	2,3	590,4	2.721,3	2.085,7	65,1	2.020,6	635,5	9,7	625,9
2007	3.542,2	2.858,8	248,4	2.610,3	683,4	6,4	677,1	3.084,5	2.338,4	68,4	2.270,0	746,1	14,9	731,1
2008 I	3.613,0	2.900,5	250,3	2.650,2	712,5	8,4	704,1	3.074,5	2.322,1	65,6	2.256,5	752,4	14,6	737,8
II	3.644,5	2.905,3	259,4	2.645,9	739,2	6,6	732,6	3.048,8	2.288,2	64,0	2.224,2	760,7	15,2	745,5
	Operaciones													
2006	415,6	325,7	40,2	285,5	89,9	0,0	89,9	258,9	224,0	5,7	218,3	34,9	0,0	34,9
2007	455,3	354,4	28,4	326,1	100,9	-0,6	101,5	364,9	250,7	4,4	246,4	114,2	1,4	112,7
2008 I	151,6	113,8	10,0	103,8	37,8	2,3	35,4	44,4	37,9	0,0	37,9	6,6	0,1	6,4
II	24,9	1,8	8,9	-7,1	23,1	-1,8	25,0	-24,2	-27,6	-2,2	-25,4	3,4	1,0	2,3
III	71,7	62,9	-7,4	70,3	8,8	-0,2	9,0	31,3	21,5	1,3	20,2	9,7	1,2	8,6
2008 May	11,8	11,4	2,4	9,1	0,4	-1,8	2,2	4,9	5,7	-2,2	7,9	-0,9	0,3	-1,2
Jun	30,4	14,6	2,0	12,7	15,8	0,0	15,8	10,8	-1,2	-0,9	-0,3	12,0	0,5	11,5
Jul	25,6	22,4	-14,2	36,6	3,2	1,6	1,6	13,3	7,3	0,7	6,7	6,0	0,9	5,1
Ago	11,0	18,8	2,4	16,4	-7,8	-1,2	-6,6	1,2	4,6	0,3	4,3	-3,4	0,0	-3,4
Sep	35,2	21,7	4,4	17,4	13,4	-0,6	14,0	16,7	9,6	0,3	9,2	7,2	0,3	6,9
	Tasas de crecimiento													
2006	14,9	14,4	22,1	13,7	17,3	-2,9	17,4	10,6	12,2	9,5	12,3	5,8	-1,0	5,9
2007	14,5	13,9	12,7	14,0	17,0	-88,7	17,3	13,4	12,0	7,0	12,2	18,0	8,7	18,1
2008 I	15,5	15,0	13,9	15,1	17,2	106,6	16,8	11,3	10,7	5,6	10,9	13,2	17,2	13,1
II	11,6	10,4	13,9	10,1	16,8	6,1	16,9	7,8	6,1	1,4	6,2	13,2	16,9	13,1
III	10,2	9,4	2,9	10,0	13,8	12,0	13,8	6,0	4,6	1,3	4,7	10,8	23,0	10,5

C33 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	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	4.370,2	1.936,0	127,7	2,8	1.808,2	37,0	2.056,7	875,1	11,2	1.181,6	14,1	377,5	309,9	9,2	67,7	0,2		
2007	4.653,3	1.984,2	145,1	2,4	1.839,1	44,6	2.232,5	937,9	13,9	1.294,6	17,0	436,6	349,5	32,6	87,1	0,5		
2008 I	4.352,1	1.668,4	123,2	2,7	1.545,2	38,8	2.207,3	960,0	26,2	1.247,4	17,0	476,3	383,9	28,3	92,4	0,8		
II	4.484,8	1.712,7	121,9	2,7	1.590,7	40,1	2.279,2	996,2	33,8	1.283,0	18,4	492,9	403,8	47,7	89,2	0,8		
	Operaciones																	
2006	533,9	153,2	18,2	0,0	135,0	6,1	313,1	172,8	2,4	140,4	1,1	67,5	56,5	8,0	11,1	-0,1		
2007	440,6	81,1	36,2	-0,4	44,8	5,4	283,3	154,0	3,5	129,3	2,2	76,2	67,3	23,7	8,8	0,3		
2008 I	69,4	-44,4	-40,9	0,1	-3,5	-0,6	39,2	29,8	3,4	9,4	0,5	74,6	59,2	7,1	15,3	0,1		
II	137,6	30,8	-5,1	0,1	36,0	0,8	96,0	37,0	8,3	59,0	1,6	10,8	18,3	20,9	-7,5	0,1		
III	-49,6	-27,8	-11,7	0,1	-16,1	-	7,3	-3,0	0,0	10,2	-	-29,1	-26,7	0,1	-2,4	-		
2008 May	70,3	16,0	3,5	0,1	12,5	-	46,0	12,0	3,2	34,0	-	8,3	10,3	7,0	-2,1	-		
Jun	20,7	8,1	-9,3	0,0	17,4	-	15,7	11,1	2,3	4,6	-	-3,1	-3,0	6,9	-0,1	-		
Jul	19,2	6,0	3,7	0,1	2,3	-	1,3	-5,6	0,2	6,9	-	11,9	15,2	0,1	-3,4	-		
Ago	17,9	-7,1	-4,0	0,0	-3,1	-	12,6	8,6	0,3	4,0	-	12,4	11,4	-0,1	1,0	-		
Sep	-86,7	-26,7	-11,5	0,0	-15,2	-	-6,7	-6,0	-0,5	-0,6	-	-53,4	-53,3	0,1	-0,1	-		
	Tasas de crecimiento																	
2006	14,0	9,0	17,5	0,9	8,4	22,1	17,4	24,3	26,1	12,9	9,4	21,6	22,5	1.019,8	20,4	-27,3		
2007	10,1	4,1	29,2	-13,1	2,4	14,0	13,8	17,9	32,5	10,8	15,9	20,5	22,2	251,2	12,8	173,4		
2008 I	8,0	0,6	-18,0	-4,8	1,8	9,8	11,1	14,6	48,5	8,6	12,5	27,7	32,8	173,5	7,5	-90,0		
II	7,8	1,4	-27,0	0,6	3,7	8,0	10,7	11,4	83,6	10,1	20,7	21,8	29,8	236,0	-7,8	-93,6		
III	5,7	-1,1	-29,3	6,2	1,2	-	9,4	10,3	73,2	8,9	-	17,5	24,9	163,9	-10,1	-		

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	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2006	5.864,9	2.910,7	657,5	2.253,2	2.655,3	955,2	1.702,4	1.015,4	298,9	125,8	173,3	138,0	138,0
2007	6.339,5	3.103,1	754,7	2.348,4	2.916,8	1.129,5	1.787,2	1.109,3	319,6	153,3	166,2	142,5	142,5
2008 I	6.078,9	2.776,1	733,2	2.042,9	2.937,6	1.115,7	1.821,8	1.153,6	365,2	178,2	187,0	164,2	164,2
II	6.072,1	2.690,7	737,2	1.953,5	3.003,8	1.136,2	1.867,6	1.153,0	377,6	173,6	204,0	172,5	172,5
Operaciones													
2006	824,2	299,9	94,5	205,4	521,6	212,7	308,8	137,3	2,7	21,4	-18,7	-19,6	-19,6
2007	578,3	96,0	76,1	19,6	446,4	232,6	213,8	152,0	35,9	37,6	-1,8	3,2	3,2
2008 I	143,2	46,1	73,1	-27,0	78,3	23,1	55,2	65,2	18,8	4,4	14,4	27,6	27,6
II	172,0	-20,7	17,1	-37,8	171,8	66,9	104,9	46,4	20,8	-0,1	21,0	11,1	11,1
III	-19,6	-90,0	-36,1	-53,9	65,2	22,4	42,8	-	5,1	-38,3	43,4	-	-
2008 May	80,5	13,7	-	-	80,9	-	-	-	-14,1	-	-	-	-
Jun	61,7	-6,0	-	-	48,4	-	-	-	19,3	-	-	-	-
Jul	10,4	5,2	-	-	1,1	-	-	-	4,1	-	-	-	-
Ago	-0,3	-8,9	-	-	30,3	-	-	-	-21,8	-	-	-	-
Sep	-29,7	-86,3	-	-	33,8	-	-	-	22,8	-	-	-	-
Tasas de crecimiento													
2006	16,3	12,2	17,3	10,8	23,1	25,9	21,4	15,1	0,9	18,7	-9,6	-12,1	-12,1
2007	9,8	3,3	11,3	0,9	16,9	24,6	12,6	15,0	11,8	30,5	0,3	3,8	3,8
2008 I	7,6	2,2	11,9	-1,0	12,9	16,7	10,8	17,4	13,5	31,5	2,8	8,8	8,8
II	7,0	0,0	11,4	-3,6	14,1	16,0	13,0	16,5	7,8	19,8	1,7	3,2	3,2
III	5,2	-3,6	2,4	-5,6	14,0	13,4	14,3	-	6,8	-6,9	19,0	-	-

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones 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	4.451,8	13,4	12,6	0,7	2.941,2	2.878,3	62,8	119,6	14,2	57,8	15,4	1.377,7	187,6	1.062,7	395,8
2007	5.241,2	38,2	37,6	0,7	3.350,5	3.279,1	71,4	106,7	12,7	47,7	13,5	1.745,7	190,8	1.388,4	441,9
2008 I	5.402,8	46,4	46,1	0,3	3.463,3	3.393,8	69,6	99,3	12,5	41,5	11,2	1.793,8	192,5	1.417,8	453,7
II	5.285,4	36,7	36,4	0,3	3.363,4	3.287,2	76,2	105,6	12,4	47,4	17,0	1.779,7	200,3	1.388,3	407,8
Operaciones															
2006	739,1	-8,7	-8,7	0,0	521,9	516,1	5,8	-7,2	-5,2	-2,7	3,1	233,1	6,3	211,5	30,9
2007	918,3	21,9	22,0	0,0	555,0	547,6	7,4	-7,6	-1,4	-7,1	-2,0	348,9	13,5	293,5	37,5
2008 I	290,8	9,3	9,3	0,0	218,5	214,4	4,1	-4,9	-0,3	-4,9	-1,3	67,9	6,4	34,5	12,8
II	-112,1	-9,4	-9,4	0,0	-105,2	-106,1	0,9	6,2	-0,4	5,9	5,6	-3,7	11,0	-22,0	-47,8
III	75,8	-1,9	-	-	82,2	-	-	-8,5	-	-	-8,5	4,0	-	-	-2,6
2008 May	-26,8	-2,1	-	-	-32,9	-	-	3,6	-	-	3,5	4,6	-	-	-9,5
Jun	-132,4	-2,5	-	-	-124,1	-	-	1,0	-	-	0,8	-6,8	-	-	-19,9
Jul	10,9	-0,6	-	-	7,1	-	-	-8,9	-	-	-9,3	13,3	-	-	4,9
Ago	-7,2	-1,2	-	-	1,6	-	-	-1,2	-	-	-0,2	-6,4	-	-	-3,1
Sep	72,1	-0,1	-	-	73,4	-	-	1,6	-	-	1,0	-2,9	-	-	-4,4
Tasas de crecimiento															
2006	19,5	-39,4	-40,8	3,1	21,1	21,3	10,5	-5,6	-26,1	-4,6	24,4	20,0	3,4	24,5	8,6
2007	20,7	165,6	174,8	-3,4	19,0	19,1	11,7	-6,4	-9,8	-12,4	-13,1	25,2	7,3	27,4	9,5
2008 I	17,2	113,1	116,8	-4,8	15,6	15,5	18,3	-4,5	-10,3	-9,7	17,7	20,8	7,8	21,8	2,0
II	9,8	29,0	30,0	-4,1	7,5	7,5	6,2	-12,1	-10,0	-23,1	-34,1	16,2	12,5	16,1	-9,3
III	6,8	4,5	-	-	7,6	-	-	-5,7	-	-	-33,2	6,2	-	-	-11,4

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	4.706,8	115,9	115,6	0,2	3.483,9	3.429,5	54,4	50,7	0,0	46,6	4,1	1.056,2	146,1	818,3	91,8
2007	5.480,5	201,2	201,0	0,2	3.938,2	3.871,1	67,1	50,9	0,0	45,7	5,2	1.290,2	157,6	1.023,2	109,4
2008 I	5.683,3	217,3	216,9	0,4	4.101,6	4.032,5	69,0	49,8	0,0	46,5	3,2	1.314,6	157,4	1.043,9	113,3
II	5.699,6	258,9	258,6	0,3	4.082,1	4.010,3	71,9	48,6	0,0	45,6	3,1	1.310,0	166,3	1.035,4	108,3
Operaciones															
2006	741,0	20,4	20,4	0,0	497,0	490,6	6,4	1,9	0,0	2,1	-0,1	221,7	12,7	197,2	11,8
2007	959,3	91,4	91,4	0,0	635,8	631,0	4,8	-1,2	0,0	-2,0	0,8	233,4	9,7	227,5	-3,9
2008 I	345,8	21,3	21,2	0,2	283,7	281,1	2,7	-1,0	0,0	0,9	-1,9	41,7	3,3	34,9	3,6
II	-1,0	41,3	41,5	-0,1	-25,3	-23,2	-2,1	-0,6	0,0	-1,4	0,7	-16,4	6,3	-15,8	-6,9
III	57,7	106,2	-	-	-29,9	-	-	2,9	-	-	-	-21,5	-	-	-
2008 May	20,7	18,9	-	-	1,6	-	-	-1,3	-	-	-	1,5	-	-	-
Jun	-144,1	6,2	-	-	-145,4	-	-	0,3	-	-	-	-5,2	-	-	-
Jul	25,9	-1,2	-	-	15,1	-	-	2,6	-	-	-	9,4	-	-	-
Ago	-5,3	2,0	-	-	1,8	-	-	-1,7	-	-	-	-7,4	-	-	-
Sep	37,1	105,5	-	-	-46,9	-	-	2,0	-	-	-	-23,5	-	-	-
Tasas de crecimiento															
2006	18,4	22,7	22,7	5,7	16,2	16,2	13,3	4,0	-24,1	4,7	-3,2	26,9	9,5	31,6	17,5
2007	20,4	79,6	79,8	-6,9	18,4	18,5	8,8	-2,3	29,4	-4,2	16,4	21,6	6,7	27,9	-2,3
2008 I	20,4	70,9	71,1	15,6	17,8	17,9	10,8	-6,3	21,2	-5,7	-15,3	24,2	10,3	31,0	-4,8
II	14,7	72,6	72,7	-6,3	11,8	11,9	3,1	-8,7	26,7	-7,0	-24,5	18,1	10,4	23,1	-8,8
III	9,1	126,6	-	-	7,1	-	-	-8,6	-	-	-	0,8	-	-	-

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

7. Activos de reserva

	Activos de reserva													Pro memoria		
														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)															
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	56,6	37,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
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 IV	347,4	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,5	0,0	44,1	-38,5
2008 I	356,3	208,4	353,060	4,3	3,4	140,1	6,6	26,8	105,9	0,5	89,8	15,6	0,9	0,1	36,7	-37,3
II	353,9	207,9	352,314	4,3	4,0	137,7	7,4	24,1	105,6	0,5	89,9	15,2	0,6	0,0	59,4	-59,2
2008 Ago	350,7	198,4	350,916	4,5	3,9	143,9	6,7	25,8	112,2	-	-	-	-0,8	0,0	62,0	-61,9
Sep	370,9	216,8	350,634	4,6	4,0	145,4	11,6	18,1	117,8	-	-	-	-2,1	0,0	188,9	-185,3
Oct	368,0	200,5	350,021	5,0	4,3	158,3	9,9	18,3	137,5	-	-	-	-7,4	0,0	253,7	-250,1
	Operaciones															
2005	-17,7	-3,9	-	0,2	-8,6	-5,4	-0,2	-6,8	1,6	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-
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 I	5,1	-0,6	-	-0,3	0,0	5,9	-0,7	5,7	0,9	0,1	6,1	-5,3	0,1	0,1	-	-
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	-2,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Tasas 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 I	2,6	-1,8	-	0,4	-3,3	8,5	33,2	9,3	7,3	406,6	18,3	-33,3	-43,6	-	-	-
II	1,4	-1,4	-	-2,4	2,7	5,3	27,2	-3,6	6,4	165,8	17,3	-33,7	-45,0	-	-	-
III	-0,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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	457,7	-77,0	-3,7	-32,7	-277,5	237,2	-0,3	23,7	27,1	-10,8	113,1	-66,7	-37,3	-0,2	485,7
En el exterior	3.542,2	1.302,0	37,1	82,5	916,1	266,2	0,0	91,6	30,7	69,1	350,1	684,4	391,6	0,0	622,6
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.858,8	1.027,4	32,3	55,2	709,9	230,0	0,0	67,8	24,1	57,8	292,5	525,9	366,1	0,0	497,3
Otro capital	683,4	274,7	4,9	27,3	206,2	36,3	0,0	23,8	6,6	11,4	57,6	158,6	25,5	0,0	125,3
En la zona del euro	3.084,5	1.379,0	40,8	115,2	1.193,6	29,0	0,3	67,9	3,7	79,9	236,9	751,1	428,8	0,2	136,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.338,4	1.124,2	33,4	93,6	987,8	9,2	0,2	56,6	0,9	65,7	181,3	552,1	267,6	0,0	90,0
Otro capital	746,1	254,8	7,4	21,6	205,8	19,9	0,1	11,3	2,7	14,3	55,6	199,0	161,2	0,2	46,9
Inversiones de cartera	4.653,3	1.374,6	68,2	139,3	995,2	101,4	70,5	82,5	42,0	241,9	132,3	1.489,3	630,2	26,8	633,8
Acc. y participaciones	1.984,2	415,2	11,4	45,9	335,3	22,0	0,5	20,2	39,5	141,6	115,7	634,9	285,3	0,9	330,9
Valores distintos de acciones	2.669,0	959,4	56,8	93,4	659,9	79,4	70,0	62,3	2,5	100,2	16,6	854,4	344,9	25,9	302,8
Bonos y obligaciones	2.232,5	784,2	52,7	78,2	505,4	78,5	69,4	58,6	2,2	63,5	12,9	710,7	303,1	24,8	272,5
Instrum. mercado monetario	436,6	175,2	4,0	15,1	154,5	0,8	0,7	3,6	0,3	36,7	3,8	143,8	41,8	1,1	30,4
Otras inversiones	-239,3	-152,6	-155,4	-8,7	121,7	54,4	-164,6	-66,0	-45,2	-31,5	-54,7	-73,1	-91,2	-23,3	298,3
Activos	5.241,2	2.581,4	104,4	72,2	2.241,7	152,3	10,8	23,5	35,0	81,3	266,1	838,0	516,8	57,5	841,7
AAPP	106,7	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	40,4
IFM	3.388,7	1.924,7	86,7	52,1	1.663,2	121,9	0,8	15,0	15,3	45,0	157,5	409,6	353,5	18,7	449,4
Otros sectores	1.745,7	635,2	16,9	20,0	568,2	29,2	0,9	8,5	17,9	36,1	108,5	425,3	161,9	0,5	351,9
Pasivos	5.480,5	2.734,0	259,8	80,9	2.120,0	97,9	175,5	89,5	80,2	112,8	320,7	911,0	608,0	80,8	543,4
AAPP	50,9	28,4	0,0	0,3	2,4	0,0	25,6	0,0	0,0	0,5	0,8	6,3	0,3	11,5	3,1
IFM	4.139,4	2.142,0	249,6	58,3	1.659,9	72,4	101,8	81,5	62,2	89,0	247,6	525,1	523,7	66,7	401,7
Otros sectores	1.290,2	563,6	10,2	22,3	457,7	25,5	48,0	8,0	18,0	23,3	72,3	379,7	84,0	2,6	138,6
III 2007 a II 2008	Operaciones acumuladas														
Inversiones directas	165,4	25,6	2,8	-3,1	7,2	18,7	0,0	-7,2	5,0	6,4	34,3	-18,3	54,9	0,0	64,8
En el exterior	389,6	61,2	3,0	-2,2	34,3	26,1	0,0	-3,4	4,6	13,4	43,7	70,3	100,8	0,0	99,1
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	282,5	33,2	1,9	-2,9	18,3	15,9	0,0	-4,4	2,6	5,1	25,6	61,5	92,2	0,0	66,7
Otro capital	107,2	28,0	1,2	0,6	16,0	10,2	0,0	1,0	1,9	8,4	18,1	8,8	8,6	0,0	32,4
En la zona del euro	224,2	35,6	0,2	0,8	27,2	7,3	0,0	3,9	-0,4	7,1	9,4	88,6	45,9	0,0	34,3
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	135,9	32,9	-0,8	-1,6	34,6	0,7	0,0	1,4	0,1	9,3	4,7	46,1	28,4	0,0	13,0
Otro capital	88,3	2,7	1,0	2,5	-7,4	6,6	0,0	2,5	-0,5	-2,2	4,7	42,5	17,4	0,0	21,3
Inversiones de cartera: activos	345,1	116,1	-0,6	1,7	102,4	8,8	3,7	11,8	-0,4	21,2	-18,8	86,6	17,2	1,1	110,3
Acc. y participaciones	24,5	-3,4	-1,2	-3,9	0,3	1,1	0,1	4,0	-1,4	-23,3	-18,9	7,6	32,6	-0,2	27,4
Valores distintos de acciones	320,6	119,5	0,6	5,6	102,1	7,7	3,6	7,8	0,9	44,5	0,1	79,0	-15,4	1,3	82,9
Bonos y obligaciones	227,9	69,8	0,8	1,0	58,5	7,1	2,4	8,5	0,4	6,8	1,3	59,2	-5,9	1,3	86,5
Instrum. mercado monetario	92,7	49,8	-0,2	4,6	43,6	0,6	1,2	-0,7	0,5	37,7	-1,2	19,8	-9,5	0,0	-3,6
Otras inversiones	-267,4	-252,0	55,1	3,9	-358,2	50,7	-3,4	0,5	20,3	0,4	-62,8	-165,0	60,6	30,4	100,1
Activos	491,9	24,7	26,4	4,7	-78,6	66,0	6,2	5,0	5,2	14,8	-42,8	189,2	132,9	9,7	153,2
AAPP	-15,7	-12,0	-1,4	0,1	-11,4	-0,5	1,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,8	-4,4
IFM	256,6	4,5	27,1	4,9	-95,0	62,6	4,9	4,6	1,3	17,0	-45,8	50,5	102,1	8,9	113,4
Otros sectores	251,1	32,1	0,6	-0,3	27,8	3,8	0,1	0,6	3,9	-2,2	3,0	138,6	30,8	0,0	44,1
Pasivos	759,3	276,6	-28,7	0,8	279,6	15,3	9,6	4,5	-15,1	14,4	20,0	354,2	72,2	-20,7	53,2
AAPP	-4,7	-2,7	0,0	0,0	-1,9	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,6	0,1	-1,1	-0,5
IFM	558,9	259,9	-29,4	-1,6	274,9	9,9	6,1	5,1	-15,8	16,1	9,8	213,9	58,2	-19,6	31,4
Otros sectores	205,0	19,4	0,7	2,4	6,7	5,4	4,3	-0,5	0,8	-1,7	10,2	140,8	14,0	0,0	22,2

Fuente: BCE.

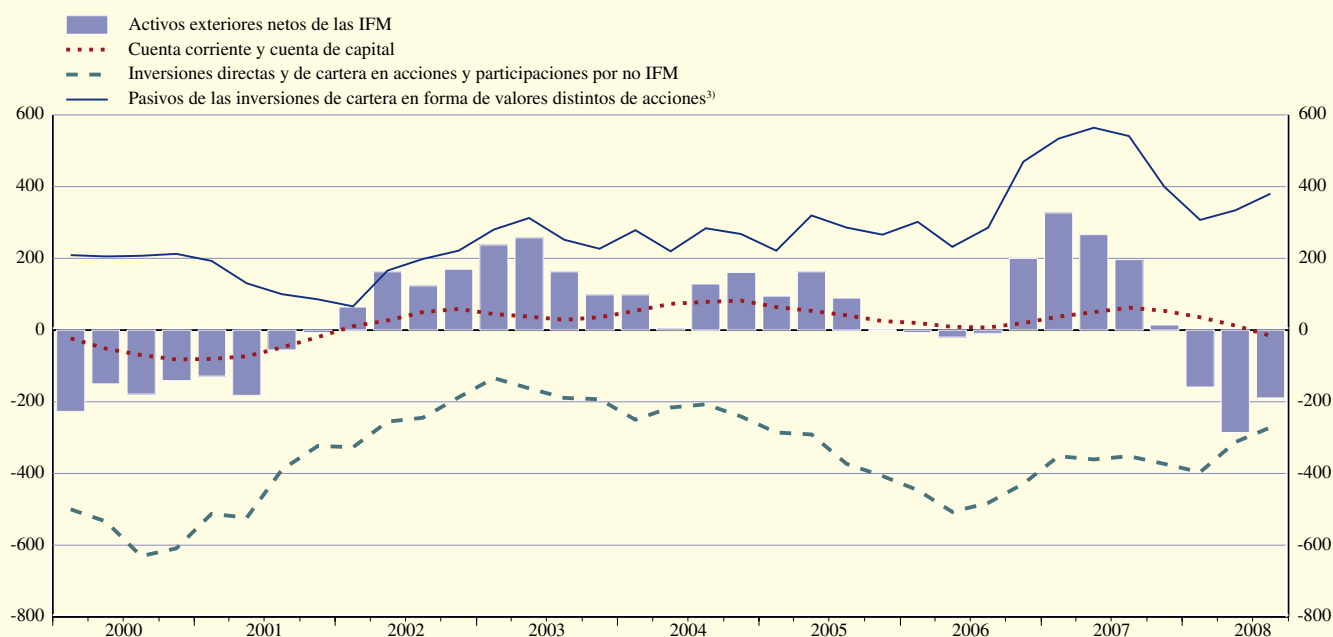
7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y partici- paciones ²⁾	Valores distintos de acciones ³⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	24,7	-344,2	153,6	-266,4	212,6	265,4	-155,8	151,0	-17,3	-30,4	-6,7	-0,1
2006	19,8	-381,6	264,2	-286,6	239,7	469,7	-225,9	223,7	3,2	-150,5	175,6	200,3
2007	53,2	-428,5	363,4	-184,1	50,3	399,5	-341,3	232,3	-54,1	-77,6	13,2	14,1
2007 III	18,8	-94,6	78,1	-51,2	1,7	58,8	-130,7	176,2	-15,4	-118,8	-77,1	-67,2
IV	17,3	-107,6	126,1	-19,4	-40,8	33,2	-39,2	0,4	-19,2	61,9	12,7	-6,6
2008 I	-2,4	-139,2	44,3	-21,3	4,8	75,3	-63,0	40,7	-21,0	6,8	-75,0	-84,7
II	-21,4	-17,9	-25,3	-87,5	-36,8	166,1	-2,4	-17,0	-9,1	-65,7	-117,0	-126,9
III	-8,9	-79,3	30,1	8,3	-86,0	105,9	4,4	-18,6	1,6	33,7	-8,8	28,4
2007 Sep	7,9	-39,6	18,0	-14,6	3,4	12,2	-152,1	139,0	-3,1	-1,3	-30,2	-24,4
Oct	5,9	-43,1	63,4	-12,5	-24,8	7,7	-26,2	3,6	-2,7	42,4	13,8	11,9
Nov	3,9	-41,3	49,0	-1,2	-7,9	55,5	-15,9	3,4	-11,2	-0,9	33,5	28,6
Dic	7,4	-23,2	13,7	-5,6	-8,1	-30,1	2,9	-6,6	-5,3	20,4	-34,6	-47,1
2008 Ene	-12,4	-86,5	28,3	6,4	-9,7	52,8	0,2	26,6	-26,9	7,0	-14,2	-18,1
Feb	12,2	-34,1	15,8	-4,6	18,9	4,2	-36,1	-9,3	2,5	13,1	-17,4	-18,3
Mar	-2,2	-18,6	0,2	-23,0	-4,4	18,3	-27,0	23,4	3,4	-13,3	-43,4	-48,2
Abr	-4,3	21,8	-40,1	-21,1	-43,1	53,3	-0,1	-12,3	-2,8	-25,5	-74,2	-72,2
May	-20,0	-11,3	4,5	-44,5	-1,1	48,1	-8,2	0,2	-9,9	-23,7	-65,6	-70,1
Jun	2,8	-28,4	10,4	-21,9	7,4	64,7	5,8	-4,9	3,5	-16,6	22,7	15,4
Jul	2,0	-38,2	12,4	-5,8	-9,5	5,5	-4,4	12,1	2,0	3,7	-20,1	-1,3
Ago	-5,5	-9,7	1,2	-1,9	-26,6	7,3	7,6	-9,1	-5,9	35,1	-7,6	-6,7
Sep	-5,4	-31,4	16,5	16,0	-49,9	93,1	1,2	-21,5	5,4	-5,1	18,9	36,4
	operaciones acumuladas de 12 meses											
2008 Sep	-15,5	-344,0	175,2	-119,8	-158,8	380,4	-100,2	5,5	-47,7	36,7	-188,1	-189,8

C34 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

2) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

3) Excluidos valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona del euro.

7.5 Comercio exterior de bienes

1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- ta- ciones	Impor- ta- ciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)												
2005	7,8	13,4	1.237,7	604,5	271,1	328,6	1.068,3	1.226,9	723,6	210,4	272,9	846,1	187,0
2006	11,7	13,7	1.384,7	687,0	296,4	365,0	1.183,0	1.397,8	856,8	216,5	304,4	943,4	224,6
2007	8,6	6,4	1.504,4	740,6	327,1	395,8	1.277,0	1.484,0	904,4	232,0	326,1	1.016,1	225,4
2007 IV	5,6	7,8	382,0	188,1	82,8	100,3	321,7	381,7	235,2	57,5	82,7	252,1	65,1
2008 I	6,5	8,4	394,7	194,1	84,0	104,0	331,4	396,3	246,8	57,3	81,6	255,8	70,1
II	7,4	10,4	395,5	195,7	83,6	102,5	330,9	400,6	254,6	54,3	80,8	252,7	75,2
III	5,1	12,1	400,4	.	.	.	329,5	418,2	.	.	.	259,2	.
2008 Abr	16,3	15,0	135,9	67,5	28,7	35,7	112,7	135,0	84,7	18,6	27,4	84,4	24,0
May	2,6	6,3	129,4	63,8	27,2	33,3	108,2	131,3	83,8	17,8	26,6	83,4	24,3
Jun	3,9	10,1	130,3	64,4	27,7	33,5	110,0	134,2	86,1	17,9	26,8	84,9	26,9
Jul	8,9	14,4	134,4	67,2	28,4	34,2	110,3	140,8	90,4	19,3	27,5	86,4	30,6
Ago	-3,3	5,5	131,5	65,7	26,5	32,8	110,2	137,2	88,2	18,2	27,0	86,9	28,0
Sep	9,1	16,2	134,4	.	.	.	108,9	140,2	.	.	.	85,9	.
	En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)												
2005	4,7	4,9	123,5	122,7	130,8	121,7	124,6	114,0	110,3	124,8	121,8	117,0	110,6
2006	7,9	6,0	133,5	133,7	140,3	131,2	134,4	121,0	117,9	128,4	131,2	126,1	110,0
2007	6,3	4,9	141,8	139,6	152,7	140,5	142,3	126,7	120,7	141,6	139,6	134,7	108,4
2007 IV	3,5	2,1	143,7	141,5	154,8	142,4	143,9	126,8	119,9	141,1	141,2	134,5	108,4
2008 I	3,6	-1,8	146,0	142,7	154,3	146,0	146,9	126,1	119,4	139,0	137,4	134,4	109,5
II	4,9	-1,8	145,3	141,7	154,3	143,6	146,7	123,1	116,3	133,4	138,5	133,3	102,9
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 Abr	13,9	4,5	150,6	147,7	158,8	150,2	149,9	127,8	120,7	137,5	141,1	134,1	107,2
May	0,8	-5,6	143,3	139,0	151,2	141,4	144,8	121,5	115,3	131,9	137,6	132,6	100,3
Jun	0,5	-4,1	142,0	138,3	152,8	139,2	145,3	120,0	112,9	131,0	137,0	133,4	101,3
Jul	4,7	-2,3	145,3	142,0	155,1	142,4	144,5	121,5	113,7	142,1	137,8	133,5	107,9
Ago	-6,9	-10,3	143,0	139,1	146,3	137,9	144,9	118,9	111,9	133,0	134,7	133,1	105,6
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Precios²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (f.o.b.) ³⁾							Precios industriales de importación (c.i.f.)						
	Total (índice 2005 = 100)	Total				Pro memoria: Ind. manufacturera		Total (índice 2005 = 100)	Total				Pro memoria: Ind. manufacturera	
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía				Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía		
% del total	100,0	100,0	32,2	44,2	20,4	3,2	99,5	100,0	100,0	28,4	27,6	23,7	20,4	81,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2006	102,1	2,1	3,9	0,1	1,1	17,4	2,0	107,3	7,3	7,2	-1,3	1,4	21,0	2,7
2007	103,6	1,4	2,8	1,3	1,3	2,8	1,5	108,4	1,0	2,5	-2,5	0,4	2,2	0,4
2008 I	105,0	2,0	1,3	0,5	2,3	32,8	1,8	113,9	8,7	0,8	-2,7	1,1	39,1	0,9
II	106,1	2,4	1,7	0,2	2,8	30,6	2,3	119,7	11,1	0,6	-2,8	1,0	46,8	1,0
III	107,3	3,3	3,1	0,6	2,7	33,5	3,1	121,6	11,3	3,1	-2,7	1,5	41,8	1,8
2008 May	106,2	2,5	1,6	0,5	2,7	29,4	2,4	120,0	11,6	0,4	-2,7	1,0	49,5	1,0
Jun	106,7	2,8	2,2	-0,2	2,7	35,2	2,6	122,9	13,3	1,3	-2,5	1,0	52,9	1,6
Jul	107,5	3,5	3,0	0,6	2,7	38,1	3,2	123,9	13,2	2,0	-2,7	1,1	50,9	1,8
Ago	107,1	3,2	2,9	0,4	2,9	34,6	2,9	121,8	12,1	3,3	-2,9	1,5	46,3	1,8
Sép	107,2	3,3	3,3	0,9	2,5	27,8	3,1	119,0	8,5	4,1	-2,3	1,9	28,6	1,9
Oct	106,7	2,9	3,2	1,4	3,2	8,4	2,7	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en la sección 5.1 del cuadro 3, debido a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las operaciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		Africa	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE						China	Japón			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Exportaciones (f.o.b.)														
2004	1,144.2	25.8	42.1	204.4	133.9	35.9	66.6	31.8	172.7	225.7	40.4	33.3	64.5	40.7	100.1
2005	1,237.7	29.0	45.2	203.3	153.2	43.5	70.7	34.7	185.1	244.2	43.3	34.2	73.4	46.9	108.4
2006	1,384.7	31.7	49.9	216.8	189.9	55.2	77.3	38.8	199.8	271.7	53.7	34.6	77.7	54.4	121.5
2007	1,504.4	33.8	55.2	229.0	221.4	67.1	82.1	41.0	195.0	296.2	60.3	34.2	87.5	61.6	134.5
2007 II	371.2	8.4	13.8	55.8	54.2	16.7	20.0	9.9	48.8	73.1	14.8	8.8	21.5	15.5	33.5
III	382.9	8.5	14.2	58.8	56.8	17.3	20.7	10.4	49.4	75.3	15.6	8.5	22.2	15.6	33.7
IV	382.0	8.5	13.7	57.7	57.5	17.5	20.8	10.5	47.3	75.9	15.7	8.2	22.3	15.6	34.6
2008 I	394.7	8.8	13.9	57.4	60.2	19.2	20.8	11.8	48.4	78.3	16.7	8.5	23.8	16.0	35.9
II	395.5	8.9	14.1	57.5	61.1	19.4	21.8	11.0	46.5	77.3	16.8	8.4	24.6	16.2	37.2
III	400.4	.	.	.	.	20.1	21.6	10.7	45.9	76.5	15.9	8.3	26.5	17.9	.
2008 Abr	135.9	2.9	4.6	20.2	20.8	6.5	7.3	3.9	16.4	26.1	5.8	2.8	8.1	5.3	13.8
May	129.4	3.0	4.7	18.6	20.0	6.4	7.2	3.6	14.8	25.6	5.4	2.8	8.1	5.4	12.1
Jun	130.3	3.0	4.7	18.8	20.3	6.5	7.3	3.6	15.3	25.6	5.5	2.8	8.4	5.5	11.4
Jul	134.4	3.0	4.7	19.1	20.8	6.7	7.2	3.7	15.0	25.6	5.6	2.8	8.7	5.9	14.0
Ago	131.5	3.0	4.6	18.6	20.6	6.6	7.2	3.5	15.3	25.3	5.2	2.7	8.8	5.8	12.4
Sep	134.4	.	.	.	.	6.8	7.3	3.5	15.7	25.6	5.2	2.8	9.0	6.2	.
	en porcentaje del total de exportaciones														
2007	100.0	2.2	3.7	15.2	14.7	4.5	5.5	2.7	13.0	19.7	4.0	2.3	5.8	4.1	8.9
	Importaciones (c.i.f.)														
2004	1,075.7	25.4	39.8	144.8	115.5	56.6	53.3	23.2	113.4	309.1	92.4	54.1	72.9	45.2	76.3
2005	1,226.9	26.5	42.3	153.2	127.8	76.2	58.1	25.5	119.8	363.4	118.1	53.2	96.0	53.8	84.1
2006	1,397.8	28.6	47.9	167.2	152.3	95.6	62.3	29.4	125.9	418.6	144.5	57.0	110.5	66.3	93.3
2007	1,484.0	28.5	52.0	168.6	174.8	97.9	67.2	32.4	131.5	450.4	171.2	58.7	114.2	75.0	91.6
2007 II	363.6	7.2	12.9	42.1	42.8	24.0	16.5	7.9	32.3	109.5	40.5	14.5	27.5	18.4	22.6
III	376.5	7.4	13.0	43.0	45.0	23.7	17.2	8.2	33.3	114.8	44.5	14.9	28.3	18.9	23.8
IV	381.7	6.9	13.3	42.7	45.2	27.4	16.5	8.3	32.4	113.9	43.4	14.5	31.4	19.5	24.2
2008 I	396.3	7.2	13.8	43.6	47.6	28.0	16.9	8.3	34.0	116.6	43.5	14.6	33.9	19.6	26.8
II	400.6	7.7	13.2	41.5	48.4	29.1	17.1	8.3	33.3	116.1	43.8	14.0	36.5	20.5	28.9
III	418.2	.	.	.	.	32.0	17.7	8.1	34.6	121.8	47.3	14.0	37.7	21.0	.
2008 Abr	135.0	2.7	4.5	14.2	16.5	10.0	5.7	2.8	11.1	38.8	14.6	4.9	12.3	6.9	9.4
May	131.3	2.6	4.4	13.5	15.9	9.8	5.6	2.8	11.0	37.9	14.5	4.5	11.6	6.9	9.4
Jun	134.2	2.4	4.3	13.8	16.0	9.3	5.8	2.7	11.2	39.3	14.6	4.6	12.5	6.7	10.0
Jul	140.8	3.0	4.4	14.1	16.1	11.5	6.0	2.7	12.0	40.9	15.6	4.6	12.5	6.8	10.7
Ago	137.2	2.4	4.4	14.1	16.6	10.0	5.8	2.7	11.1	40.8	15.9	4.8	13.2	7.0	9.2
Sep	140.2	.	.	.	.	10.5	5.8	2.7	11.5	40.1	15.8	4.6	12.0	7.1	.
	en porcentaje del total de importaciones														
2007	100.0	1.9	3.5	11.4	11.8	6.6	4.5	2.2	8.9	30.4	11.5	4.0	7.7	5.1	6.2
	Saldo														
2004	68.5	0.3	2.3	59.6	18.4	-20.7	13.3	8.6	59.3	-83.4	-52.0	-20.8	-8.4	-4.5	23.7
2005	10.7	2.5	2.9	50.0	25.4	-32.7	12.7	9.2	65.2	-119.3	-74.8	-19.1	-22.6	-6.9	24.3
2006	-13.0	3.2	2.0	49.7	37.6	-40.4	15.0	9.4	73.9	-146.8	-90.8	-22.4	-32.7	-11.9	28.2
2007	20.4	5.3	3.2	60.4	46.7	-30.8	14.9	8.6	63.5	-154.2	-110.9	-24.5	-26.7	-13.3	42.8
2007 II	7.6	1.2	0.9	13.8	11.3	-7.3	3.5	2.0	16.5	-36.4	-25.7	-5.7	-6.0	-2.9	10.9
III	6.3	1.2	1.2	15.8	11.9	-6.4	3.5	2.1	16.1	-39.5	-28.9	-6.4	-6.1	-3.3	9.9
IV	0.3	1.7	0.5	15.0	12.3	-9.9	4.3	2.2	14.8	-38.0	-27.7	-6.3	-9.1	-3.9	10.4
2008 I	-1.6	1.6	0.1	13.8	12.6	-8.8	3.9	3.5	14.5	-38.3	-26.8	-6.1	-10.1	-3.6	9.1
II	-5.0	1.2	0.8	16.0	12.7	-9.7	4.6	2.7	13.2	-38.8	-27.0	-5.6	-11.9	-4.2	8.4
III	-17.8	.	.	.	.	-12.0	3.9	2.6	11.4	-45.3	-31.3	-5.8	-11.2	-3.1	.
2008 Abr	0.8	0.2	0.1	6.0	4.3	-3.5	1.5	1.0	5.2	-12.8	-8.8	-2.1	-4.2	-1.5	4.4
May	-1.9	0.4	0.3	5.1	4.1	-3.3	1.7	0.8	3.8	-12.4	-9.1	-1.7	-3.6	-1.5	2.7
Jun	-3.9	0.6	0.4	4.9	4.3	-2.8	1.4	0.8	4.1	-13.7	-9.1	-1.8	-4.1	-1.2	1.3
Jul	-6.4	0.0	0.3	5.0	4.7	-4.8	1.1	1.0	3.0	-15.4	-10.0	-1.9	-3.8	-0.9	3.3
Ago	-5.7	0.6	0.2	4.5	4.0	-3.4	1.4	0.8	4.2	-15.4	-10.7	-2.0	-4.4	-1.3	3.2
Sep	-5.7	.	.	.	.	-3.7	1.4	0.8	4.2	-14.5	-10.6	-1.9	-3.0	-0.9	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-22						TCE-42	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	103,3	104,2	102,5	102,2	102,8	101,1	109,7	103,7
2006	103,6	104,6	103,0	102,1	102,5	100,7	110,0	103,4
2007	107,7	108,3	106,9	106,0	105,3	103,9	114,2	106,6
2007 III	107,6	108,2	106,8	106,1	105,2	104,0	114,1	106,4
IV	110,5	111,2	109,7	108,6	107,6	106,5	117,0	109,0
2008 I	112,7	113,1	111,3	110,9	110,7	108,8	119,4	110,8
II	115,7	115,7	113,2	113,9	114,8	112,3	122,6	113,2
III	113,7	113,3	110,2	-	-	-	120,4	110,7
2007 Nov	111,0	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,6
Dic	111,2	111,7	110,1	-	-	-	117,6	109,4
2008 Ene	112,0	112,3	110,5	-	-	-	118,3	109,9
Feb	111,8	111,9	110,5	-	-	-	118,2	109,5
Mar	114,6	115,0	112,9	-	-	-	121,5	112,8
Abr	116,0	116,1	114,0	-	-	-	123,1	113,8
May	115,5	115,5	113,0	-	-	-	122,4	113,0
Jun	115,4	115,4	112,4	-	-	-	122,4	112,9
Jul	115,8	115,5	112,4	-	-	-	122,8	113,0
Ago	113,5	113,2	110,1	-	-	-	120,0	110,3
Sep	111,6	111,2	108,0	-	-	-	118,3	108,6
Oct	107,6	107,4	103,7	-	-	-	115,1	105,7
Nov	106,8	106,6	102,3	-	-	-	114,2	104,9
% variación sobre mes anterior								
2008 Nov	-0,8	-0,8	-1,4	-	-	-	-0,7	-0,8
% variación sobre año anterior								
2008 Nov	-3,8	-4,6	-7,1	-	-	-	-2,9	-4,3

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

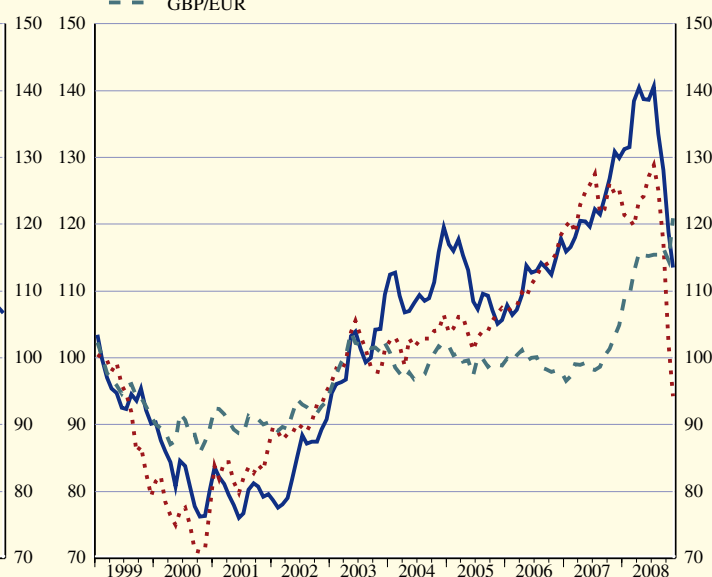
C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— TCE-22 nominal
 TCE-22 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
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
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 I	7,4534	9,3996	0,75698	1,4976	157,80	1,6014	1.430,84	11,6737	2,1107	1,5022	7,9583	1,6533
II	7,4599	9,3517	0,79286	1,5622	163,35	1,6114	1.590,82	12,1845	2,1346	1,5769	7,9401	1,6559
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 May	7,4609	9,3106	0,79209	1,5557	162,31	1,6247	1.613,18	12,1341	2,1259	1,5530	7,8648	1,6382
Jun	7,4586	9,3739	0,79152	1,5553	166,26	1,6139	1.604,95	12,1425	2,1278	1,5803	7,9915	1,6343
Jul	7,4599	9,4566	0,79308	1,5770	168,45	1,6193	1.604,58	12,3004	2,1438	1,5974	8,0487	1,6386
Ago	7,4595	9,3984	0,79279	1,4975	163,63	1,6212	1.566,23	11,6932	2,1024	1,5765	7,9723	1,6961
Sep	7,4583	9,5637	0,79924	1,4370	153,20	1,5942	1.630,26	11,1905	2,0549	1,5201	8,1566	1,7543
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
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
	% variación sobre mes anterior											
2008 Nov	-0,1	2,8	5,6	-4,4	-7,7	-0,2	1,4	-4,5	-2,5	-0,9	2,5	0,2
	% variación sobre año anterior											
2008 Nov	-0,1	9,0	17,2	-13,3	-24,3	-8,0	32,2	-13,6	-9,7	9,5	10,8	18,4
	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2005	29,782	15,6466	0,6962	3,4528	248,05	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	7,4008	1,6771	
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090	
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	33,775	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865	
2008 I	25,564	15,6466	0,6973	3,4528	259,30	3,5759	33,069	1,9558	3,6887	7,2852	1,8036	
II	24,830	15,6466	0,6997	3,4528	248,04	3,4070	31,403	1,9558	3,6521	7,2556	1,9717	
III	24,093	15,6466	0,7045	3,4528	236,07	3,3081	30,312	1,9558	3,5768	7,1827	1,8235	
2008 May	25,100	15,6466	0,6987	3,4528	247,69	3,4038	31,466	1,9558	3,6583	7,2539	1,9408	
Jun	24,316	15,6466	0,7032	3,4528	242,42	3,3736	30,322	1,9558	3,6556	7,2469	1,9206	
Jul	23,528	15,6466	0,7035	3,4528	231,82	3,2591	30,319	1,9558	3,5764	7,2297	1,9128	
Ago	24,287	15,6466	0,7039	3,4528	235,88	3,2920	30,334	1,9558	3,5271	7,1947	1,7669	
Sep	24,497	15,6466	0,7060	3,4528	240,68	3,3747	30,283	1,9558	3,6248	7,1223	1,7843	
Oct	24,768	15,6466	0,7093	3,4528	260,15	3,5767	30,459	1,9558	3,7479	7,1639	1,9612	
Nov	25,193	15,6466	0,7092	3,4528	265,32	3,7326	30,385	1,9558	3,7838	7,1366	2,0342	
	% variación sobre mes anterior											
2008 Nov	1,7	0,0	0,0	0,0	2,0	4,4	-0,2	0,0	1,0	-0,4	3,7	
	% variación sobre año anterior											
2008 Nov	-5,8	0,0	1,2	0,0	4,2	2,1	-8,6	0,0	8,9	-2,7	16,3	
	Real brasileño ¹⁾	Yuan renminbi chino	Corona islandesa	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano ¹⁾	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2005	3,0360	10,1955	78,23	12.072,83	4,7119	13,5643	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	
2006	2,7333	10,0096	87,76	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	
2007	2,6594	10,4178	87,63	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214	
2008 I	2,6012	10,7268	101,09	13.861,78	4,8325	16,1862	1,8960	61,211	36,3097	11,2736	46,461	
II	2,5882	10,8687	119,09	14.460,45	5,0183	16,2919	2,0129	67,174	36,9108	12,1648	50,437	
III	2,4986	10,2969	125,69	13.868,99	5,0209	15,5214	2,1094	68,422	36,4917	11,7055	50,959	
2008 May	2,5824	10,8462	117,46	14.436,99	5,0081	16,2402	2,0011	66,895	36,9042	11,8696	49,942	
Jun	2,5185	10,7287	123,28	14.445,41	5,0666	16,0617	2,0424	68,903	36,7723	12,3467	51,649	
Jul	2,5097	10,7809	123,61	14.442,77	5,1258	16,1119	2,0900	70,694	36,8261	12,0328	52,821	
Ago	2,4103	10,2609	122,07	13.700,21	4,9843	15,1269	2,1097	67,307	36,2502	11,4680	50,697	
Sep	2,5712	9,8252	131,33	13.430,23	4,9461	15,2805	2,1293	67,113	36,3727	11,5899	49,264	
Oct	2,9112	9,1071	274,64	13.283,63	4,6895	16,8177	2,1891	63,882	35,2144	12,9341	45,872	
Nov	2,8967	8,6950	242,95	14.984,85	4,5682	16,6735	2,2554	62,496	34,7964	12,8785	44,677	
	% variación sobre mes anterior											
2008 Nov	-0,5	-4,5	-11,5	12,8	-2,6	-0,9	3,0	-2,2	-1,2	-0,4	-2,6	
	% variación sobre año anterior											
2008 Nov	11,8	-20,2	171,9	10,1	-7,3	4,4	17,3	-1,2	-3,1	30,7	-3,1	

Fuente: BCE.

1) Desde el 1 de enero del 2008, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. 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	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
IAPC												
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	6,6	3,8	4,0	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,9	1,7	2,3
2008 I	12,4	7,6	3,2	11,3	16,3	10,8	6,9	4,5	8,0	3,4	3,1	2,4
II	14,0	6,7	3,7	11,5	17,5	12,3	6,8	4,3	8,6	4,0	3,6	3,4
III	12,5	6,5	4,6	11,0	15,6	12,0	6,3	4,4	8,2	4,5	4,0	4,8
2008 Jun	14,7	6,6	4,2	11,5	17,5	12,7	6,6	4,3	8,7	4,3	4,0	3,8
Jul	14,4	6,8	4,4	11,2	16,5	12,4	7,0	4,5	9,1	4,4	3,8	4,4
Ago	11,8	6,2	4,8	11,1	15,6	12,2	6,4	4,4	8,1	4,4	4,1	4,7
Sep	11,4	6,4	4,5	10,8	14,7	11,3	5,6	4,1	7,3	4,5	4,2	5,2
Oct	11,2	5,7	3,8	10,1	13,7	10,7	5,1	4,0	7,4	4,2	3,4	4,5
Déficit (-) superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB												
2005	1,9	-3,6	5,2	1,5	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,2	-2,8	2,4	-3,4
2006	3,0	-2,7	5,1	2,9	-0,2	-0,4	-9,3	-3,8	-2,2	-3,5	2,3	-2,7
2007	0,1	-1,0	4,9	2,7	0,1	-1,2	-5,0	-2,0	-2,6	-1,9	3,6	-2,8
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB												
2005	29,2	29,8	36,4	4,5	12,4	18,4	61,7	47,1	15,8	34,2	50,9	42,3
2006	22,7	29,6	30,5	4,3	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	30,4	45,9	43,4
2007	18,2	28,9	26,2	3,5	9,5	17,0	65,8	44,9	12,9	29,4	40,4	44,2
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período												
2008 May	4,95	4,84	4,42	-	5,93	4,80	8,08	6,10	7,26	4,52	4,18	4,84
Jun	5,17	5,13	4,82	-	6,25	5,33	8,50	6,42	7,15	4,94	4,43	5,16
Jul	5,17	4,90	4,78	-	6,57	5,49	8,11	6,45	7,28	5,06	4,37	5,00
Ago	5,17	4,47	4,49	-	6,60	5,47	7,77	6,11	8,20	4,95	4,11	4,67
Sep	5,17	4,42	4,37	-	6,60	5,45	7,99	5,89	8,32	4,98	3,90	4,58
Oct	5,17	4,53	4,43	-	6,60	5,40	9,57	6,35	8,27	4,95	3,57	4,52
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período												
2008 May	6,88	4,14	5,14	6,39	5,74	5,17	8,40	6,41	10,87	4,32	4,96	5,83
Jun	7,02	4,21	5,32	6,41	6,15	5,45	8,87	6,58	11,29	4,34	5,02	5,93
Jul	7,19	4,11	5,38	6,37	6,23	5,77	8,99	6,62	11,41	4,33	5,09	5,83
Ago	7,31	3,81	5,38	6,35	6,26	5,75	8,33	6,52	12,11	4,31	5,12	5,77
Sep	7,32	3,81	5,42	6,34	6,35	5,80	8,62	6,56	13,00	4,25	5,33	5,91
Oct	7,69	4,19	5,99	6,69	10,03	7,00	8,95	6,80	18,21	4,21	5,27	6,13
PIB real												
2006	6,3	6,8	3,3	10,4	12,2	7,8	4,1	6,2	7,9	8,5	4,2	2,8
2007	6,2	6,6	1,6	6,3	10,3	8,9	1,1	6,7	6,0	10,4	2,5	3,0
2008 I	7,0	5,4	-0,8	0,2	3,3	6,9	1,1	6,1	8,2	9,3	1,7	2,3
II	7,1	4,6	0,6	-1,1	0,1	5,2	1,6	5,8	9,3	7,9	0,7	1,5
III	.	4,7	-1,4	-3,3	.	2,9	1,0	5,6	9,1	7,0	0,3	.
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB												
2006	-17,1	-2,3	2,9	-14,6	-21,3	-9,5	-7,1	-2,1	-10,5	-7,1	7,8	-3,3
2007	-20,6	-1,2	0,7	-16,9	-21,8	-12,8	-5,1	-3,6	-13,1	-4,7	8,4	-3,6
2008 I	-25,1	4,0	-1,9	-11,2	-17,2	-15,2	-3,2	-3,6	-13,5	-0,5	10,1	-1,3
II	-27,0	-5,0	3,5	-9,3	-12,5	-15,1	-6,1	-3,4	-14,7	-7,6	5,0	-3,2
III	.	.	3,7	.	.	-6,1	.	-4,1	-10,3	-3,7	8,1	.
Costes laborales unitarios												
2006	4,4	1,2	2,2	8,7	15,6	10,2	1,3	0,1	4,8	1,5	-0,4	2,2
2007	14,2	3,1	4,2	19,8	25,0	10,6	4,9	3,1	14,8	0,6	4,7	1,3
2008 I	16,8	5,2	7,1	19,4	23,5	10,9	-	-	-	4,4	2,2	1,3
II	17,7	3,7	3,8	13,8	20,4	11,4	-	-	-	5,3	0,8	2,2
III	.	.	.	.	.	.	-	-	-	5,4	2,2	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)												
2006	9,0	7,2	3,9	5,9	6,8	5,6	7,5	13,9	7,3	13,3	7,0	5,4
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	11,2	6,1	5,3
2008 I	6,3	4,5	3,2	4,6	6,3	4,5	7,7	7,8	5,8	10,4	5,9	5,2
II	5,9	4,4	3,2	4,5	6,2	4,7	7,8	7,3	5,9	10,2	5,8	5,3
III	5,6	4,4	3,0	6,2	6,6	4,9	7,8	6,7	.	10,1	6,1	.
2008 Jun	5,8	4,4	3,1	4,7	6,2	4,8	7,8	7,1	5,9	10,1	5,8	5,5
Jul	5,7	4,4	3,0	5,6	6,3	5,0	7,7	6,9	.	10,1	5,8	5,6
Ago	5,6	4,3	2,9	6,2	6,6	5,0	7,8	6,7	.	10,1	6,1	5,7
Sep	5,6	4,4	3,0	6,8	6,9	4,6	7,9	6,5	.	10,0	6,3	.
Oct	5,6	4,4	3,2	7,5	7,2	4,7	8,1	6,4	.	10,0	6,6	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

9.2 En Estados Unidos y Japón

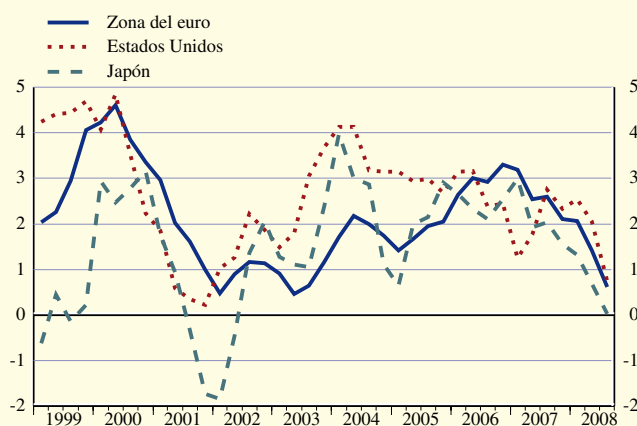
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ (cupón cero), fin de período	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2004	2,7	0,8	3,6	3,1	5,5	4,7	1,62	4,80	1,2439	-4,4	48,9
2005	3,4	2,2	2,9	4,2	5,1	4,3	3,56	5,05	1,2441	-3,3	49,1
2006	3,2	2,8	2,8	2,8	4,6	5,0	5,19	5,26	1,2556	-2,2	48,5
2007	2,9	2,7	2,0	1,8	4,6	5,7	5,30	4,81	1,3705	-2,9	49,3
2007 III	2,4	2,0	2,8	2,2	4,7	6,0	5,45	5,34	1,3738	-3,0	48,8
2007 IV	4,0	0,9	2,3	2,5	4,8	5,7	5,02	4,81	1,4486	-3,2	49,3
2008 I	4,1	0,0	2,5	2,0	4,9	6,3	3,26	4,24	1,4976	-4,0	50,4
2008 II	4,4	0,7	2,1	-0,2	5,3	6,2	2,75	4,81	1,5622	-5,7	49,6
2008 III	5,3	2,3	0,7	-3,2	6,0	5,9	2,91	4,58	1,5050	.	.
2008 Jul	5,6	-	-	-1,5	5,7	6,2	2,79	4,80	1,5770	-	-
2008 Ago	5,4	-	-	-2,1	6,1	5,3	2,81	4,63	1,4975	-	-
2008 Sep	4,9	-	-	-6,2	6,1	6,2	3,12	4,58	1,4370	-	-
2008 Oct	3,7	-	-	-5,2	6,5	7,4	4,06	4,61	1,3322	-	-
2008 Nov	.	-	-	.	.	.	2,28	3,23	1,2732	-	-
Japón											
2004	0,0	-3,2	2,7	4,8	4,7	.	0,05	1,53	134,44	-6,2	156,8
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,66	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-0,6	2,4	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,4	159,5
2007	0,1	-1,6	2,1	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	.	.
2007 III	-0,1	-1,4	2,0	2,6	3,8	1,9	0,89	1,88	161,90	.	.
2007 IV	0,5	-1,4	1,6	3,4	3,8	2,0	0,96	1,70	163,83	.	.
2008 I	1,0	0,0	1,3	2,3	3,9	2,2	0,92	1,48	157,80	.	.
2008 II	1,4	-0,3	0,7	1,0	4,0	2,0	0,92	1,88	163,35	.	.
2008 III	2,2	.	0,0	-1,3	4,1	2,2	0,90	1,72	161,83	.	.
2008 Jul	2,3	-	-	2,4	4,0	2,1	0,92	1,77	168,45	-	-
2008 Ago	2,1	-	-	-6,9	4,2	2,4	0,89	1,70	163,63	-	-
2008 Sep	2,1	-	-	0,2	4,0	2,2	0,91	1,72	153,20	-	-
2008 Oct	1,7	-	-	-7,0	.	1,8	1,04	1,59	133,52	-	-
2008 Nov	.	-	-	.	.	.	0,91	1,45	123,28	-	-

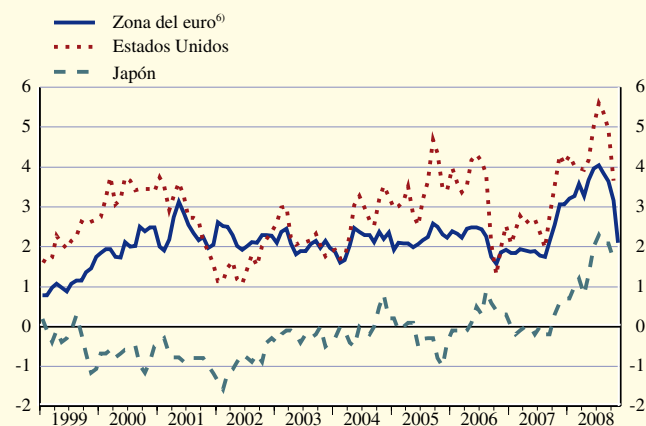
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón), datos de la zona del euro en el gráfico]; Reuters (columnas 7 y 8); cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C9	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C11	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C13	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C14	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C15	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C21	Nuevos depósitos a plazo	S43
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
C26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C30	Cuenta corriente	S60
C31	Bienes	S61
C32	Servicios	S61
C33	Inversiones netas directas y de cartera	S64
C34	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S69
C35	Tipos de cambio efectivos	S72
C36	Tipos de cambio bilaterales	S72
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C38	Índices de precios de consumo	S75



NOTAS TÉCNICAS

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 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», Banco de España, Documento de Trabajo n.º 9628, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

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 patri-

monio (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 VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos 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:

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

4 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

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 servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

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.



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 3 de diciembre de 2008.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2008 se refieren al Euro-15 (la zona del euro que incluye Chipre y Malta) 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 2001, el 2007 y el 2008, calculadas tomando como base los años 2000, 2006 y 2007, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de Grecia, Eslovenia y Chipre y Malta, respectivamente, a la zona del euro. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Chipre y Malta 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 y a partir del 2008 los datos se refieren al Euro-15, es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta.

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, Eslovaquia, 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 financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez

(columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (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 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 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 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

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

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) cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo

contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas cuentas no financieras de la zona del euro [es decir, cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, 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 socieda-

des 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-15 (es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta) (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 emi-

tidos 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 accio-

nes 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 meto-

dología 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) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo⁴. 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, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n° 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001⁵. 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 apro-

3 Véase Svensson, L. E., 1994, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n.º 1051.

4 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 86, de 27.3.2001, p. 11.

piado 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) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁶, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁷. 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 las reparaciones. 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.

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) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁸, que modifica el 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 paí-

6 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

7 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

ses 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 Públicas⁹. 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 FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)¹⁰, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹¹. 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 descargar-

se 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 BCE/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 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 superávit 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

8 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

9 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

10 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

11 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

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 extraterritoriales 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 posición de inversión internacional (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 sobre 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 siguen la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponden 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 indus-

triales de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 los introdujo el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2006, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones C a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio c.i.f. (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones C a E de la NACE. 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 586/2001 de la Comisión (DO L 86, 27.3.2001, p. 11). 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-22 está integrado por los 12 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-42 incluye, además de los del TCE-22, 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.

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



12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

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 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

2 DE MARZO DE 2006

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 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. 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 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

6 DE ABRIL Y 4 DE MAYO DE 2006

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 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

8 DE JUNIO DE 2006

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 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de junio de 2006. 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 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 15 de junio de 2006.

6 DE JULIO DE 2006

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 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

3 DE AGOSTO DE 2006

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%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de agosto de 2006. 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% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de agosto de 2006.

31 DE AGOSTO DE 2006

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%, 4% y 2%, respectivamente.

5 DE OCTUBRE DE 2006

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 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de octubre de 2006. 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 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de octubre de 2006.

2 DE NOVIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de fi-

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2005 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

nanciación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

7 DE DICIEMBRE DE 2006

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 3,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de diciembre de 2006. 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 4,50% y el 2,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de diciembre de 2006.

21 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 40 mm de euros a 50 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2007. Al fijar este importe se han tomado en consideración los siguientes factores: las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro se han incrementado considerablemente en los últimos años, y se espera que vuelvan a aumentar en el año 2007. Por lo tanto, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2008.

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 3,50%, 4,50% y 2,50%, 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, 6 DE DICIEMBRE DE 2007, 10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 6 DE MARZO, 10 DE ABRIL, 8 DE MAYO Y 5 DE JUNIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4%, 5% y 3%, respectivamente.

3 DE JULIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de julio de 2008. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5,25% y el 3,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de julio de 2008.

7 DE AGOSTO, 4 DE SEPTIEMBRE Y 2 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.

8 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el 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 Eurosistema, 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.

EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)



FLUJOS DE PAGOS DE TARGET

En el tercer trimestre del 2008, TARGET procesó una media diaria de 349.559 pagos, por un importe medio total diario de 2.491 mm de euros. En comparación con el trimestre precedente, ello supuso una reducción del 7% en el número de órdenes y del 4% en su importe. En relación con el mismo período del año anterior, el número de operaciones procesadas disminuyó un 3% y el importe aumentó un 2%. La última vez que se observó un descenso interanual del número de operaciones procesadas fue entre los años 2003 y 2004. Sin embargo, la cuota total de mercado de TARGET se mantuvo estable en el 90%, en lo que respecta al importe de los pagos, y se situó en el 59%, en cuanto al número de órdenes procesadas. El día de máxima actividad de TARGET durante el trimestre fue el 30 de septiembre, el último día del trimestre, fecha en que se procesaron 453.937 pagos.

PAGOS INTRA-ESTADO MIEMBRO

TARGET procesó una media diaria de 250.028 pagos intra-Estado miembro, por un importe medio total diario de 1.688 mm de euros, en el tercer trimestre del 2008. Con respecto al trimestre precedente, estos resultados supusieron una disminución del 9% en el número de operaciones procesadas y del 4% en el importe. En relación con el mismo período del 2007, el número de órdenes de pago descendió un 11% y el importe aumentó un 10%. Los pagos intra-Estado miembro representaron el 72% del total de operaciones procesadas por TARGET y el 68% de su importe. El importe medio de estas operaciones se elevó a 6,7 millones de euros. Por tramos de importes, el 65% de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 10% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos intra-Estado miembro por un importe superior a mil millones de euros se situó en 163 operaciones. El día de máxima actividad del trimestre fue el 30 de septiembre, fecha en que se procesó un total de 320.608 pagos.

PAGOS ENTRE ESTADOS MIEMBROS

En cuanto a las operaciones entre Estados miembros, TARGET procesó una media diaria de 99.531 pagos, por un importe medio total diario de 802 mm de euros, en el tercer trimestre del 2008. En comparación con el trimestre anterior, esta cifra supuso una reducción del 2% en el número de pagos y del 6% en el importe. Con respecto al mismo período del 2007, el número de operaciones creció un 24%, y el importe disminuyó un 11%. La proporción de pagos interbancarios en relación con la media diaria de operaciones entre Estados miembros fue del 41% en lo que se refiere al número de operaciones y del 93% en cuanto al importe. El importe medio de un pago interbancario aumentó de 13,2 millones de euros a 22,3 millones de euros, y el de un pago de clientes descendió de 1,4 millones de euros a 1,1 millones de euros. Por tramos de importes, el 64% de los pagos entre Estados miembros se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 14% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos entre Estados miembros por un importe superior a mil millones de euros se situó en 72 operaciones. El día de máxima actividad del trimestre fue el 22 de septiembre, fecha en que se procesó un total de 134.065 pagos.

DISPONIBILIDAD DE TARGET Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el tercer trimestre del 2008, TARGET logró una disponibilidad general del 100%, en comparación con el 99,97% del trimestre anterior. En este trimestre, ninguna incidencia afectó a la disponibilidad del sistema. Las incidencias que se consideran para calcular la disponibilidad de TARGET son las que impiden que se procesen los pagos durante diez minutos o más. Como resultado de la plena disponibilidad de TARGET en el trimestre analizado, el 99,99% de los pagos entre Estados miembros se procesó en menos de cinco minutos, y el 0,01%, entre cinco y quince minutos.

Cuadro 1 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: número de operaciones

(número de pagos)	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	23.473.483	24.951.015	23.519.667	24.144.809	23.070.898
Media diaria	361.130	389.859	379.349	377.263	349.559
Pagos intra-Estado miembro					
Total	18.261.887	19.493.777	17.750.292	17.628.682	16.501.826
Media diaria	280.952	304.590	286.295	275.448	250.028
Pagos entre Estados miembros					
Total	5.211.596	5.457.238	5.799.637	6.516.127	6.569.072
Media diaria	80.178	85.269	93.543	101.814	99.531
Otros sistemas					
EURO1 (EBA)					
Total	13.210.577	14.856.086	15.718.422	16.594.531	16.162.525
Media diaria	203.240	232.126	253.523	259.290	244.887
Paris Net Settlement (PNS) ¹⁾					
Total	1.636.102	1.454.570	398.081		
Media diaria	25.171	22.728	12.063		
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	150.046	141.813	136.266	193.593	155.809
Media diaria	2.308	2.216	2.194	3.025	2.361

1) El sistema PNS dejó de funcionar el 15 de febrero de 2008.

Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: importe de las operaciones

(mm de euros)	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	158.305	164.686	163.420	166.793	164.384
Media diaria	2.436	2.573	2.636	2.606	2.491
Pagos intra-Estado miembro					
Total	99.826	105.905	108.340	112.221	111.429
Media diaria	1.536	1.655	1.747	1.753	1.688
Pagos entre Estados miembros					
Total	58.478	58.782	55.998	54.573	52.955
Media diaria	900	918	903	853	802
Otros sistemas					
EURO1 (EBA)					
Total	15.112	15.766	16.541	17.944	18.504
Media diaria	233	246	267	280	280
Paris Net Settlement (PNS) ¹⁾					
Total	4.571	3.352	746		
Media diaria	70	52	23		
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	111	114	108	107	109
Media diaria	2	2	2	2	2

1) El sistema PNS dejó de funcionar el 15 de febrero de 2008.



DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2007

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2007. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre septiembre y noviembre del 2008. 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 2006», abril 2007.

«Informe Anual 2007», abril 2008.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2007».

«Informe de Convergencia mayo 2007: Introducción, marco para el análisis y resúmenes de países».

«Convergence Report May 2008».

«Informe de Convergencia mayo 2008: Introducción, marco para el análisis, situación de la convergencia económica y resúmenes de países».

BOLETÍN MENSUAL, EDICIÓN ESPECIAL

«10º aniversario del BCE 1998-2008», mayo 2008.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«La UE ampliada y las economías de la zona del euro», enero 2007.

«Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», enero 2007.

«La expansión de la economía China en perspectiva», enero 2007.

«Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», febrero 2007.

«Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras», febrero 2007.

«Remesas de emigrantes a las regiones vecinas de la UE», febrero 2007.

«La comunicación de la política monetaria a los mercados financieros», abril 2007.

«Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones», abril 2007.

«Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública», abril 2007.

«Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», mayo 2007.

«Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», mayo 2007.

«Factores determinantes del crecimiento en los Estados miembros de la UE de Europa central y oriental», mayo 2007.

«Operaciones de recompra de acciones propias en la zona del euro», mayo 2007.

«Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», julio 2007.

«Países exportadores de petróleo: Principales características estructurales, evolución económica y reciclaje de los ingresos derivados del petróleo», julio 2007.

«Ajuste de los desequilibrios mundiales en un contexto de integración financiera internacional», agosto 2007.

«Financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro», agosto 2007.

«Operaciones apalancadas y estabilidad financiera», agosto 2007.

«Evolución a largo plazo de los préstamos de las IFM a los hogares en la zona del euro: Principales tendencias y determinantes», octubre 2007.

«Los sistemas de activos de garantía de la Reserva Federal, del Banco de Japón y del Eurosistema», octubre 2007.

«Circulación y suministro de billetes en euros y preparativos para la segunda serie de billetes», octubre 2007.

«Cambios estructurales y concentración de los mercados de valores: Implicaciones para la eficiencia del sistema financiero y para la política monetaria», noviembre 2007.

«Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», noviembre 2007.

«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.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 4 «Privileges and immunities of the European Central Bank», G. Gruber y M. Benisch, junio 2007.
- 5 «Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States», K. Drēviņa, K. Laurinavičius y A. Tupits, julio 2007.
- 6 «The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law», junio 2008.

- 7 «Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects», P. Athanassiou y N. Max-Guix, julio 2008.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 55 «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», U. Baumann y F. di Mauro, febrero 2007.
- 56 «Assessing fiscal soundness: theory and practice», N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother y J.-P. Vidal, marzo 2007.
- 57 «Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe», S. Herrmann y E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 «Long-term growth prospects for the Russian economy», R. Beck, A. Kamps y E. Mileva, marzo 2007.
- 59 «The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years' experience», C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen, abril 2007.
- 60 «Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa», U. Böwer, A. Geis y A. Winkler, abril 2007.
- 61 «Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach», O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini y T. Zumer, abril 2007.
- 62 «Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective», J. A. Garcia y A. Van Rixtel, junio 2007.
- 63 «Corporate finance in the euro area – including background material», un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2007.
- 64 «The use of portfolio credit risk models in central banks», un Grupo de Trabajo del Comité de Operaciones de Mercado del SEBC, julio 2007.
- 65 «The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations», F. Coppens, F. González y G. Winkler, julio 2007.
- 66 «Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature», N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert y G. Vitale, julio 2007.
- 67 «Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers», J.-M. Israël y C. Sánchez Muñoz, julio 2007.
- 68 «The securities custody industry», D. Chan, F. Fontan, S. Rosati y D. Russo, agosto 2007.
- 69 «Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy», M. Sturm y F. Gurtner, agosto 2007.
- 70 «The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF», M. Skala, C. Thimann y R. Wölflinger, agosto 2007.
- 71 «The economic impact of the Single Euro Payments Area», H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 «The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe», P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou y M. Lo Duca, septiembre 2007.
- 73 «Reserve accumulation: objective or by-product?», J. O. de Beaufort Wijnholds y L. Søndergaard, septiembre 2007.
- 74 «Analysis of revisions to general economic statistics», H. C. Dieden y A. Kanutin, octubre 2007.
- 75 «The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area», editado P. Moutot y coordinado por D. Gerdesmeier, A. Lojschová y J. von Landesberger, octubre 2007.
- 76 «Prudential and oversight requirements for securities settlement», D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou y S. Rosati, diciembre 2007.
- 77 «Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing», E. Mileva y N. Siegfried, diciembre 2007.

- 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», a Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, 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. Ruffer 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.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

«Research Bulletin», n.º 6, junio 2007.

«Research Bulletin», n.º 7, junio 2008.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 929 «Real convergence in central and eastern European EU Member States: which role for exchange rate volatility?», O. Arratibel, D. Furceri y R. Martín, septiembre 2008.
- 930 «Sticky information Phillips curves: European evidence», J. Döpke, J. Dovern, U. Fritsche y J. Slacalek, septiembre 2008.
- 931 «International stock return comovements», G. Bekaert, R. J. Hodrick y X. Zhang, septiembre 2008.
- 932 «How does competition affect efficiency and soundness in banking? New empirical evidence», K. Schaeck y M. Čihák, septiembre 2008.
- 933 «Import price dynamics in major advanced economies and heterogeneity in exchange rate pass-through», S. Dées, M. Burgert y N. Parent, septiembre 2008.
- 934 «Bank mergers and lending relationships», J. Montoriol-Garriga, septiembre 2008.
- 935 «Fiscal policies, the current account and Ricardian equivalence», C. Nickel e I. Vansteenkiste, septiembre 2008.
- 936 «Sparse and stable Markowitz portfolios», J. Brodie, I. Daubechies, C. De Mol, D. Giannone e I. Loris, septiembre 2008.
- 937 «Should quarterly government finance statistics be used for fiscal surveillance in Europe?», D. J. Pedregal y J. J. Pérez, septiembre 2008.
- 938 «Channels of international risk-sharing: capital gains versus income flows», T. Bracke y M. Schmitz, septiembre 2008.
- 939 «An application of index numbers theory to interest rates», J. Huerga y L. Steklacova, septiembre 2008.
- 940 «The effect of durable goods and ICT on euro area productivity growth?», J. Jalava e I. K. Kavonius, septiembre 2008.
- 941 «The euro's influence trade: Rose effect versus border effect», G. Cafiso, septiembre 2008.
- 942 «Towards a monetary policy evaluation framework», S. Adjemian, M. Darracq Pariès y S. Moyen, septiembre 2008.
- 943 «The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area», C. Martínez-Carrascal y A. Ferrando, septiembre 2008.
- 944 «The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis», K. Christoffel, G. Coenen y A. Warne, octubre 2008.
- 945 «Wage and price dynamics in Portugal», C. Robalo Marques, octubre 2008.
- 946 «Macroeconomic adjustment to Monetary Union», G. Fagan y V. Gaspar, octubre 2008.
- 947 «Foreign-currency bonds: currency choice and the role of uncovered and covered interest parity», M. M. Habib y M. Joy, octubre 2008.
- 948 «Clustering techniques applied to outlier detection of financial market series using a moving window filtering algorithm», J. M. Puigvert Gutiérrez y J. Fortiana Gregori, octubre 2008.
- 949 «Short-term forecasts of euro area GDP growth», E. Angelini, G. Camba-Méndez, D. Giannone, G. Rünstler y L. Reichlin, octubre 2008.
- 950 «Is forecasting with large models informative? Assessing the role of judgement in macroeconomic forecasts», R. Mestre y P. McAdam, octubre 2008.
- 951 «Exchange rate pass-through in the global economy: the role of emerging market economies», M. Bussière y T. A. Peltonen, octubre 2008.
- 952 «How successful is the G7 in managing exchange rates?», M. Fratzscher, octubre 2008.
- 953 «Estimating and forecasting the euro area monthly national accounts from a dynamic factor model», E. Angelini, M. Bańbura y G. Rünstler, octubre 2008.
- 954 «Fiscal policy responsiveness, persistence and discretion», A. Afonso, L. Agnello y D. Furceri, octubre 2008.

- 955 «Monetary policy and stock market boom-bust cycles», L. Christiano, C. Ilut, R. Motto y M. Rostagno, octubre 2008.
- 956 «The political economy under Monetary Union: has the euro made a difference?», M. Fratzscher y L. Stracca, noviembre 2008.
- 957 «Modelling autoregressive conditional skewness and kurtosis with multi-quantile CAViaR», H. White, T.-H. Kim y S. Manganelli, noviembre 2008.
- 958 «Oil exporters: in search of an external anchor», M. M. Habib y J. Stráský, noviembre 2008.
- 959 «What drives US current account fluctuations?», A. Barnett y R. Straub, noviembre 2008.
- 960 «On implications of micro price data for macro models», B. Maćkowiak y F. Smets, noviembre 2008.
- 961 «Budgetary and external imbalances relationship: a panel data diagnostic», A. Afonso y C. Rault, noviembre 2008.
- 962 «Optimal monetary policy and the transmission of oil-supply shocks to the euro area under rational expectations», S. Adjemian y M. Darracq Pariès, noviembre 2008.
- 963 «Public and private sector wages: co-movement and causality», A. Lamo, J. J. Pérez y L. Schuknecht, noviembre 2008.
- 964 «Do firms provide wage insurance against shocks? Evidence from Hungary», G. Kátay, noviembre 2008.
- 965 «IMF lending and geopolitics», J. Reynaud y J. Vauday, noviembre 2008.
- 966 «Large Bayesian VARs», M. Bańbura, D. Giannone y L. Reichlin, noviembre 2008.
- 967 «Central bank misperceptions and the role of money in interest rate rules», V. Wieland y G. W. Beck, noviembre 2008.
- 968 «A value at risk analysis of credit default swaps», B. Raunig y M. Scheicher, noviembre 2008.
- 969 «Comparing and evaluating Bayesian predictive distributions of asset returns», J. Geweke y G. Amisano, noviembre 2008.
- 970 «Responses to monetary policy shocks in the east and west of Europe», M. Jarociński, noviembre 2008.
- 971 «Interactions between private and public sector wages», A. Afonso y P. Gomes, noviembre 2008.
- 972 «Monetary policy and housing prices in an estimated DSGE for the United States and the euro area», M. Darracq Pariès y A. Notarpietro, noviembre 2008.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Government finance statistics guide», enero 2007.
- «Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», enero 2007.
- «Letter from the President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament», enero 2007.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2007.
- «List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2007 (sólo en Internet).
- «Financial statistics for a global economy - proceedings of the 3rd ECB conference on statistics», febrero 2007.
- «Euro Money Market Study 2006», febrero 2007 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», febrero 2007.
- «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual», marzo 2007.
- «Financial integration in Europe», marzo 2007.
- «TARGET2-Securities - The blueprint», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities - Technical feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Operational feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
«TARGET2-Securities - Legal feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
«TARGET2-Securities - Economic feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
«Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System», abril 2007.
«Cómo el euro se convirtió en nuestra moneda. Breve historia de los billetes y monedas en euros», abril 2007.
«Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU», abril 2007.
«TARGET Annual Report 2006», mayo 2007 (sólo en Internet).
«European Union balance of payments: international investment position statistical methods», mayo 2007.
«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Members States of the European Union: statistical tables», mayo 2007 (sólo en Internet).
«The euro bonds and derivatives markets», junio 2007 (sólo en Internet).
«Review of the international role of the euro», junio 2007.
«Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications», junio 2007.
«Financial Stability Review», junio 2007.
«Monetary policy: A journey from theory to practice», junio 2007.
«The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions», julio 2007 (sólo en Internet).
«Fifth SEPA progress report», julio 2007 (sólo en Internet).
«Potential impact of Solvency II on financial stability», julio 2007.
«The role of central counterparties-issues related to central counterparty clearing», ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, julio 2007.
«European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions», julio 2007.
«Payment and securities settlement in the European Union» (Blue Book), Vol. 1: euro area countries, Vol. 2 non-euro area countries, agosto 2007.
«EU banking structures», octubre 2007 (sólo en Internet).
«TARGET2-Securities progress report», octubre 2007 (sólo en Internet).
«Fifth progress report on TARGET2» con el anejo 1 «Information guide for TARGET2 users (version 1.0), el anejo 2 «User information guide to TARGET2 pricing» y el anejo 3 «TARGET2 compensation scheme, claim form», octubre 2007 (sólo en Internet).
«EU banking sector stability», noviembre 2007 (sólo en Internet).
«Euro money market survey», noviembre 2007 (sólo en Internet).
«Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution», noviembre 2007 (sólo en Internet).
«Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties», diciembre 2007.
«Financial Stability Review», diciembre 2007.
«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 Borghese, 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).

«Single Euro Payments Area – sixth progress report», noviembre 2008 (sólo en Internet).

«EU banks' liquidity stress-testing and contingency funding plans», noviembre 2008 (sólo en Internet).

FOLLETOS INFORMATIVOS

«A single currency – an integrated market infrastructure», septiembre 2007.

«The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», 2.^a edición, abril 2008.

«Price stability – why is it important for you?», junio 2008.

«A single currency – an integrated market infrastructure», septiembre 2008.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Activos exteriores netos de las IFM: activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): la diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Balance consolidado del sector de las IFM: obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Comercio exterior de bienes: exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB a precios constantes 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.

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.

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 con el mismo riesgo de crédito, 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 periodo. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

Deuda pública indexada 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. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

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.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida 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.

Instituciones financieras monetarias (IFM): 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.

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 a precios constantes, 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: 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.

Reservas internacionales: activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan 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. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-22, integrado por los 12 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-22 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 el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés 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.