



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

05 | 2009

06 | 2009

07 | 2009

08 | 2009

09 | 2009

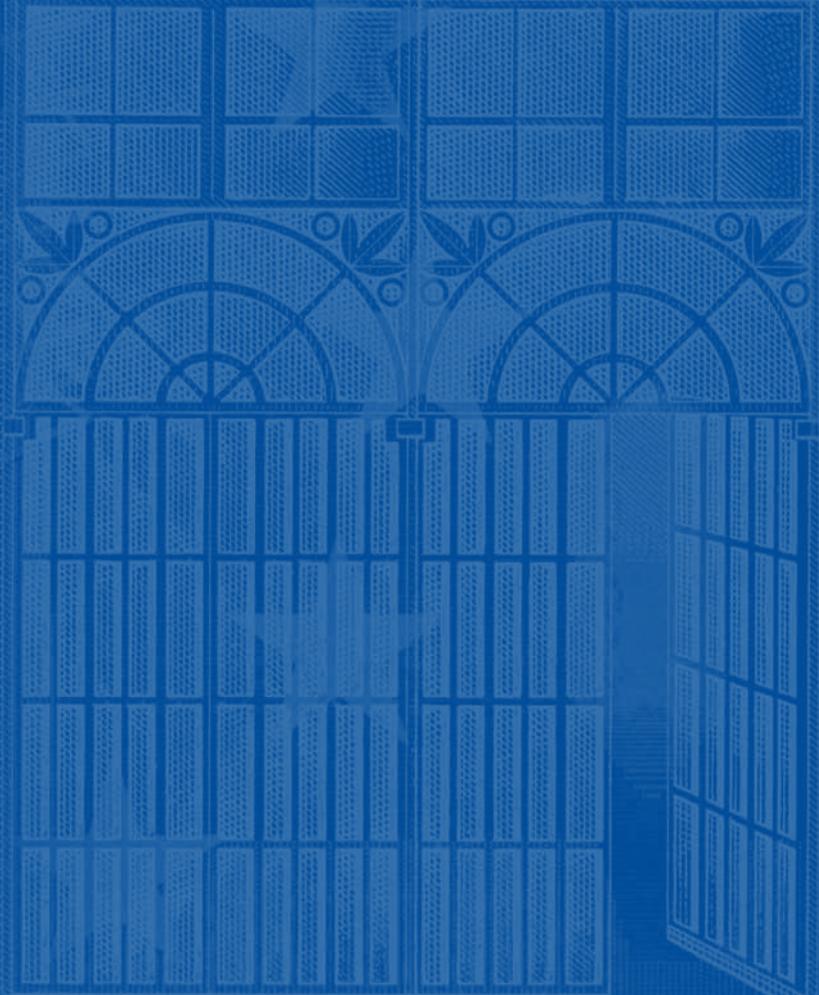
10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009

BOLETÍN MENSUAL
ENERO

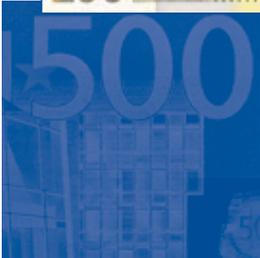
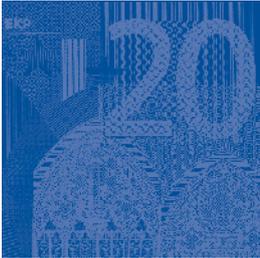
2009





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL ENERO 2009

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

*Traducción provisional realizada por el Banco de España.
La publicación impresa definitiva del Boletín Mensual del
BCE en español puede diferenciarse ligeramente de esta
versión, al incluir modificaciones (por ejemplo, tipográfi-
cas y ortográficas) que, en cualquier caso, no afectarán al
contenido del documento.*

© Banco Central Europeo, 2009

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

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

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

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

*Este Boletín ha sido elaborado bajo la
responsabilidad del Comité Ejecutivo
del BCE. Su traducción y su publicación
corren a cargo de los bancos centrales
nacionales.*

*Todos los derechos reservados. Se permi-
te la reproducción para fines docentes o
sin ánimo de lucro, siempre que se cite
la fuente.*

*La recepción de información estadística
para elaborar este Boletín se ha cerrado
el 14 de enero de 2009.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9
Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	15
Precios y costes	39
Producto, demanda y mercado de trabajo	47
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	53
Recuadros	
1 Seguimiento de los extraordinarios desplazamientos de cartera hacia activos monetarios durante el período de turbulencias financieras	18
2 El diferencial entre los tipos de interés del crédito y de los depósitos en la zona del euro	34
3 ¿Por qué la inflación en los servicios es superior a la inflación en los bienes en la zona del euro?	41
4 La adopción del euro por parte de Eslovaquia	55
ARTÍCULOS	
Riqueza inmobiliaria y consumo privado en la zona del euro	61
Acumulación de activos exteriores por parte de las autoridades en los mercados emergentes	77
ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
ANEXOS	
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2008	V
Glosario	XI

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios del Total de la Economía
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 4	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 4)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo en la frontera del exportador
HWWI	Hamburg Institute of International Economics
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OCDE	Organización 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.

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 15 de enero, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema en otros 50 puntos básicos, con lo que el descenso total desde el 8 de octubre de 2008 es de 225 puntos básicos. El tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema se redujo al 2%, el tipo aplicable a la facilidad marginal de crédito se mantuvo en el 3%, y el tipo aplicable a la facilidad de depósito se fijó en el 1%. La decisión de recortar el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en otros 50 puntos básicos tiene en cuenta que las presiones inflacionistas han seguido disminuyendo, debido, en particular, al continuado debilitamiento de las perspectivas económicas. Respecto al futuro, el Consejo de Gobierno sigue confiando en que las tasas de inflación de la zona del euro sean compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, apoyando por tanto el poder adquisitivo de rentas y ahorros. Tras esta decisión, el Consejo de Gobierno estima que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo están, en general, equilibrados. Esta opinión tiene en cuenta los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes, que aportan una clara evidencia adicional a la valoración de que la economía de la zona del euro está experimentando una notable desaceleración, relacionada fundamentalmente con los efectos de la intensificación y generalización de las turbulencias financieras. Es probable que la demanda mundial y la de la zona del euro se debiliten durante un período prolongado. La expansión monetaria ha seguido moderándose, lo que respalda la evaluación de que las presiones y riesgos inflacionistas continúan debilitándose. En conjunto, el nivel de incertidumbre sigue siendo excepcionalmente elevado. El Consejo de Gobierno seguirá manteniendo las expectativas de inflación firmemente ancladas en niveles compatibles con su objetivo a medio plazo de tasas inferiores, aunque próximas, al 2%. El cumplimiento de este objetivo apoya el crecimiento sostenible y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera. En consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

Por lo que respecta al análisis económico, desde septiembre del 2008 las turbulencias de los mercados financieros se han intensificado y generalizado. Las tensiones se han transmitido cada vez más del sector financiero a la economía real. Como resultado, la actividad económica mundial, incluida la zona del euro, ha seguido debilitándose. En particular, la demanda exterior de exportaciones de la zona del euro ha disminuido, y la actividad interna de la zona del euro se ha contraído ante la mayor debilidad de las perspectivas de demanda y las condiciones de financiación más restrictivas. Los datos de las encuestas y los indicadores mensuales para noviembre y diciembre publicados desde la última reunión del Consejo de Gobierno apuntan claramente a que la actividad económica ha continuado debilitándose hacia finales de año, lo que indica que los riesgos a la baja para la actividad identificados anteriormente se han materializado.

A más largo plazo, sobre la base de su actual análisis y valoración, el Consejo de Gobierno sigue considerando que la debilidad económica mundial y la fuerte atonía de la demanda interna persistirán durante los próximos trimestres en la medida en que las tensiones financieras continúan afectando a la actividad. Paralelamente, el Consejo de Gobierno espera que el descenso de los precios de las materias primas apoye la renta real disponible en los próximos meses. Asimismo, en este plazo, la zona del euro debe recoger los beneficios de los efectos de las medidas de política anunciadas durante las últimas semanas.

En opinión del Consejo de Gobierno, las perspectivas económicas siguen rodeadas de un grado excepcionalmente elevado de incertidumbre. En general, los riesgos para el crecimiento económico siguen apuntando claramente 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, así como con la preocupación por la aparición e intensificación de presiones proteccionistas y la posibilidad de una evolución adversa de la economía mundial derivada de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

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

ción sostenible. Para que ésta se concrete lo antes posible, es primordial mantener la disciplina y una perspectiva a medio plazo en la ejecución de las políticas macroeconómicas, adoptando un enfoque sostenible y orientado a la estabilidad. Ésta es la mejor forma de preservar y fomentar la confianza. Las importantes medidas que están aplicando los Gobiernos para hacer frente a las turbulencias financieras deben contribuir a reforzar la confianza en el sistema financiero y suavizar las restricciones en la oferta de crédito a las empresas y los hogares.

En cuanto a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IAPC se ha reducido significativamente desde mediados del 2008, cuando alcanzó un máximo del 4,0%. La inflación medida por el IAPC se situó en el 1,6% en diciembre, tras el 2,1% registrado en noviembre. Como se ha puesto de relieve en ocasiones precedentes, el considerable descenso de la inflación general en el segundo semestre del 2008 refleja principalmente la acusada caída de los precios mundiales de las materias primas durante los últimos meses.

Respecto al futuro, la disminución de los precios de las materias primas y el debilitamiento de la demanda confirman que las presiones inflacionistas en la zona del euro están atenuándose. Debido fundamentalmente a efectos de base derivados de la evolución anterior de los precios de la energía, se proyecta que las tasas de inflación general interanual sigan reduciéndose en los próximos meses, situándose posiblemente en niveles muy bajos a mediados del año. No obstante, debido también a efectos de base derivados de la evolución anterior de los precios de la energía, se espera que las tasas de inflación vuelvan a aumentar en el segundo semestre del año. Por tanto, es probable que las tasas de inflación medidas por el IAPC fluctúen de manera acusada durante el 2009. Sin embargo, dicha volatilidad a corto plazo no es relevante desde la perspectiva de la política monetaria. En el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio plazo apoyan esta valoración.

Los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo están, en general, equilibrados. Nuevos descensos inesperados de los precios de las materias primas o una desaceleración de la economía más intensa de lo previsto podrían ejercer una 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 disminución de los precios de las materias primas cambiase de signo o si las presiones internas sobre los precios resultaran más agudas 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, la evidencia más reciente confirma la moderación de la tasa de expansión monetaria en la zona del euro. Las tendencias monetarias apoyan, por tanto, la opinión de que las presiones y riesgos inflacionistas están disminuyendo.

Al analizar la evolución monetaria, debe reconocerse que la intensificación de las turbulencias de los mercados financieros desde mediados de septiembre del 2008 podría afectar significativamente a la evolución de los agregados monetarios. Los datos monetarios y crediticios recientes indican que dicha intensificación ha influido sustancialmente en el comportamiento de los participantes en el mercado. El agregado monetario amplio M3 y, en particular, sus componentes más estrechamente relacionados con las actuales tensiones financieras —como las participaciones en fondos del mercado monetario— han mostrado recientemente una volatilidad elevada en términos intermensuales. No obstante, en conjunto, haciendo abstracción en la medida de lo posible de esta volatilidad, la tasa de crecimiento del agregado monetario amplio ha seguido ralentizándose, en consonancia con la tendencia mostrada durante los últimos dieciocho meses, y la intensificación de las tensiones financieras desde septiembre se ha traducido, al menos hasta el momento, en una sustitución entre los componentes de M3, más que en variaciones acusadas de la evolución de dicho agregado.

Por lo que se refiere a la evolución de los préstamos bancarios, el endurecimiento de las condicio-

nes financieras resultante de la intensificación de las tensiones financieras ha contribuido en los últimos meses a una desaceleración del flujo de los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias al sector privado no financiero. Se necesitan más datos y un análisis más detallado para formarse una opinión más fundamentada acerca de la intensidad y el alcance de las restricciones del crédito, así como de sus posibles implicaciones para la actividad económica.

En síntesis, la decisión de recortar el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema en otros 50 puntos básicos el 15 de enero de 2009 tiene en cuenta que las presiones inflacionistas han seguido disminuyendo, debido, en particular, al continuado debilitamiento de las perspectivas económicas. Asimismo, el Consejo de Gobierno señala su decisión operacional, adoptada el 18 de diciembre de 2008, de volver a ampliar, a partir del 21 de enero de 2009, la banda que forman los tipos de interés de las facilidades permanentes del Eurosistema. Respecto al futuro, el Consejo de Gobierno espera que las tasas de inflación de la zona del euro sean compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, apoyando por tanto el poder adquisitivo de rentas y ahorros. El Consejo de Gobierno estima que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo están, en general, equilibrados. Esta opinión tiene en cuenta los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes, que aportan una clara evidencia adicional a la valoración de que la economía de la zona del euro está experimentando una notable desaceleración, relacionada fundamentalmente con los efectos de la intensificación y generalización de las turbulencias financieras. Es probable que la demanda mundial y la de la zona del euro se debiliten durante un período prolongado. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario corrobora esta valoración. La expansión monetaria ha seguido moderándose, lo que respalda la evaluación de que las presiones y riesgos inflacionistas continúan debilitándose. En conjunto, el nivel de incertidumbre sigue siendo excepcionalmente elevado. El Consejo de Gobierno seguirá manteniendo las expectativas de inflación firmemente ancladas en niveles compa-

tibles con su objetivo a medio plazo de tasas inferiores, aunque próximas, al 2%. El cumplimiento de este objetivo apoya el crecimiento sostenible y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera. En consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En lo que se refiere a las políticas fiscales, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción la confirmación del Consejo Europeo de su compromiso pleno con la consecución del saneamiento de las finanzas públicas. A este respecto, la actual situación económica reclama un particular grado de prudencia en relación con la adopción de amplias medidas de estímulo fiscal, teniendo en cuenta la situación presupuestaria de cada país. El funcionamiento de los estabilizadores automáticos constituirá un impulso relativamente amplio e intenso contra el debilitamiento de la economía, al igual que las medidas expansionistas de política presupuestaria anunciadas y el respaldo ofrecido por los gobiernos al sector bancario. En conjunto, las medidas adicionales adoptadas hasta el momento suponen una carga considerable para las finanzas públicas de un gran número de países de la zona del euro y, de no revertirse a su debido tiempo, podrían tener un efecto negativo, en especial en las generaciones nuevas y futuras. Por tanto, es esencial retomar un compromiso creíble con los objetivos presupuestarios a medio plazo tan pronto como sea posible. La significativa flexibilización de las condiciones impositivas y sus efectos al alza sobre la deuda pública no debería en ningún caso socavar la confianza de los ciudadanos en la sostenibilidad de las finanzas públicas, lo que restaría efectividad a las medidas de estímulo fiscal.

En cuanto a las políticas estructurales, el actual período de debilidad de la actividad económica y de alta incertidumbre en relación con las perspectivas económicas impone la necesidad de reforzar la capacidad de recuperación y la flexibilidad de la economía de la zona del euro. Las reformas del mercado de productos deberían fomentar la competencia y acelerar una reestructuración efectiva. Las reformas del mercado de trabajo deberían contribuir a mejorar el proceso de fijación de salarios, además de la movilidad geográfica y sectorial. En conse-

cuencia, la actual situación debe considerarse como un catalizador para promover la aplicación de las reformas internas necesarias conforme al principio de una economía de mercado abierta con libre competencia.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se examina la evidencia teórica y empírica existente acerca del efecto de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo, mostrando que este efecto es relativamente limitado en la zona del euro, en comparación con Estados Unidos y Reino Unido. En el segundo se explican las razones de la considerable acumulación de activos exteriores por autoridades en economías emergentes durante la última década y de la aparición de fondos soberanos de riqueza asociada.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Los indicadores recientes confirman que la economía mundial está sufriendo una grave y sincronizada desaceleración. Las tensiones que afectan al sistema bancario se han traducido en unas condiciones de concesión de créditos más restrictivas, un rápido deterioro de la confianza y una caída de los mercados bursátiles. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas a escala internacional se están moderando aún más, debido al acusado descenso de los precios de las materias primas y a la desaceleración sincronizada de la economía mundial. Las perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial siguen siendo muy inciertas, como consecuencia de la volatilidad de los mercados financieros, y los riesgos se sitúan a la baja.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Los indicadores recientes confirman que la economía mundial está sufriendo una grave y sincronizada desaceleración. Las tensiones que afectan al sistema bancario se han traducido en unas condiciones de concesión de créditos más restrictivas, un rápido deterioro de la confianza y una caída de los mercados bursátiles. En diciembre, el índice general de directores de compras, que abarca la producción de todos los sectores se mantuvo en valores próximos al nivel más bajo registrado desde que se inició la encuesta en 1998. El nuevo empeoramiento de la situación económica mundial en diciembre se debió, principalmente, a la evolución del sector manufacturero, que registró una rápida caída de la producción. Sin embargo, en el sector servicios la situación no experimentó un mayor deterioro, pero siguió siendo históricamente precaria.

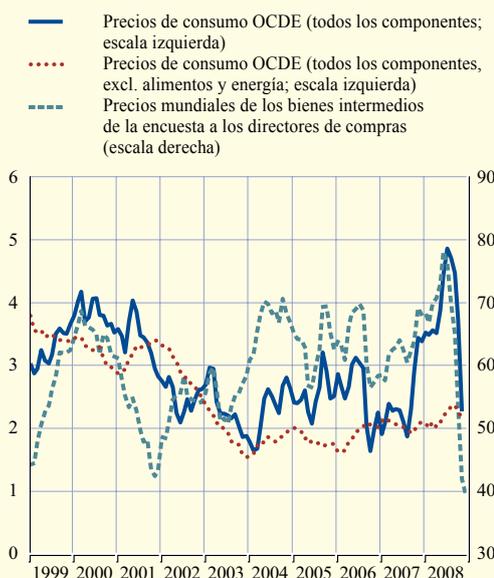
Las presiones inflacionistas a escala internacional se están moderando aún más, debido al acusado descenso de los precios de las materias primas y a la desaceleración sincronizada de la economía mundial. En los países de la OCDE, los precios de consumo se incrementaron un 2,3% en el año transcurrido hasta noviembre del 2008, en comparación con el 3,7% registrado en el mes anterior. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación medida por los precios de consumo se elevó un 2,2% en el año transcurrido hasta noviembre, frente al 2,3% en el año transcurrido hasta octubre. El índice general de precios de los bienes intermedios, de la encuesta a los directores de compras, se redujo de nuevo en diciembre, como consecuencia del debilitamiento de los mercados de trabajo y de una nueva caída de los precios del petróleo, de los metales y de los costes del transporte (véase gráfico 1).

ESTADOS UNIDOS

La actividad económica en Estados Unidos siguió siendo muy débil; el 1 de diciembre de 2008, la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER en sus siglas en inglés) anunciaba que el país se encontraba en recesión desde diciembre del 2007. De acuerdo con las últimas estimaciones, el PIB real experimentó una contracción del 0,5%, en tasa anualizada, en el tercer trimestre del 2008, frente a la expansión

Gráfico 1 Evolución de los precios internacionales

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



Fuentes: OCDE y Markit.

del 2,8% registrada en el trimestre anterior. Es probable que la recesión se haya agudizado en el cuarto trimestre del 2008, al haber empeorado la situación del mercado de trabajo y haberse tornado más restrictivas las condiciones de concesión de créditos en un clima de intensificación de las tensiones en los mercados financieros. El aumento del desempleo, el deterioro de la confianza de los consumidores y la caída de la riqueza de los hogares continúan afectando al consumo privado. La contracción en curso del mercado de la vivienda y la desaceleración de la demanda exterior plantean riesgos adicionales para las perspectivas económicas. El déficit presupuestario del gobierno federal está aumentando rápidamente, dado que los ingresos tributarios han disminuido y se están incrementando los desembolsos, como consecuencia de las medidas fiscales encaminadas a sostener el sistema financiero y la economía.

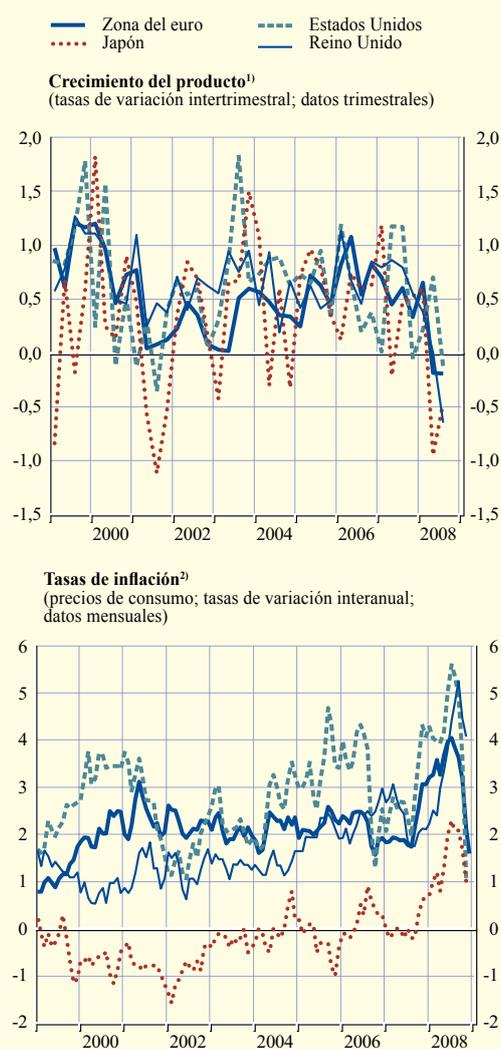
Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se redujo de nuevo hasta el 1,1% en noviembre del 2008 y se sitúa actualmente muy por debajo de la media del 4,2% contabilizada para el año (véase gráfico 2). Esta desaceleración refleja los rápidos descensos de los costes de la energía y un mayor margen no utilizado de la capacidad productiva, así como efectos de base. La tasa de inflación interanual, excluidos los alimentos y la energía, se redujo hasta el 2% en noviembre, desde el 2,2% registrado en el mes anterior.

El 16 de diciembre de 2008, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió bajar el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales desde el 1% hasta una banda del 0% al 0,25%. Con la eficacia del tipo de interés de los fondos federales como instrumento de política monetaria aproximándose al límite —por hallarse tan cerca de cero— el Comité emitió la señal de que se prestaría cada vez más atención a las medidas no convencionales para apoyar el funcionamiento de los mercados financieros y estimular la economía.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha seguido deteriorándose, mientras que la inflación sigue una trayectoria descendente. La encuesta Tankan del Banco de Japón correspondiente a diciembre del 2008 registró la mayor caída, en cifras intertrimestrales, observada desde 1975, señal de un debilitamiento sustancial del clima empresarial, tanto en el sector manufacturero como en otros sectores. El deterioro de la

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.

situación económica en Japón se refleja también en la notable revisión a la baja de las cifras del PIB correspondientes al tercer trimestre del 2008; la segunda estimación provisional indica un descenso del 0,5% en tasa intertrimestral frente al descenso del 0,1% registrado en la primera estimación publicada a finales de noviembre.

La inflación, medida por los precios de consumo, siguió descendiendo en noviembre (véase gráfico 2). Arrastrada por la moderación de los precios de la energía y el debilitamiento de la actividad económica, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 1% en noviembre, en comparación con el 1,7% registrado en octubre. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación interanual medida por el IPC bajó ligeramente hasta el 0%, desde el 0,2% de octubre.

En su reunión de 19 de diciembre de 2008, el Banco de Japón decidió bajar el objetivo del tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía en 20 puntos básicos, hasta el 0,1%.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el PIB real se redujo un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del 2008, mientras que la inflación cayó desde unos niveles relativamente altos. El descenso del PIB real fue generalizado, pero reflejó, en particular, una contracción de la demanda interna. Los indicadores de confianza sugieren que el producto podría experimentar nuevas caídas en los próximos trimestres. La corrección en el mercado de la vivienda ha continuado, como se aprecia en el Índice Halifax de precios de la vivienda, que se redujo un 14,9%, en cifras interanuales, en noviembre. Las caídas en curso en las aprobaciones de hipotecas sugieren que esta corrección de los precios de la vivienda continuará probablemente en el corto plazo. La inflación interanual, medida por el IAPC, se redujo de nuevo hasta el 4,1% en noviembre (desde el 4,5% observado en octubre) y es probable que se haya reducido de forma más acusada a partir de diciembre del 2008, debido a una bajada transitoria del tipo estándar del IVA (del 17,5% al 15% durante 13 meses).

El 4 de diciembre de 2008, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió reducir su principal tipo de interés oficial en 100 puntos básicos, hasta el 2%, y, el 8 de enero de 2009, realizó un nuevo recorte de 50 puntos básicos, situando dicho tipo en un mínimo histórico del 1,5%.

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 vinieron acompañadas de un descenso de la inflación. En Suecia, el PIB se redujo, en tasa intertrimestral, un 0,1% en el tercer trimestre del 2008 por segundo trimestre consecutivo, debido a las condiciones financieras más restrictivas, al debilitamiento de la demanda exterior y a una mayor cautela por parte de los hogares. Estos factores también están atenuando la actividad económica en Dinamarca, en donde se registró una contracción del producto del 0,4% durante el tercer trimestre, tras un incremento del 0,4% en el segundo. Los indicadores de actividad a corto plazo apuntan a un nuevo debilitamiento de la actividad económica en ambos países. Tras alcanzar un máximo a finales del verano, la inflación medida por el IAPC continuó reduciéndose en los dos países, cayendo hasta el 2,4% en Suecia y hasta el 2,8% en Dinamarca en noviembre. Se prevé que la inflación se moderará aún más en estos países, en consonancia con el debilitamiento de la actividad económica. El 4 de diciembre de 2008, el Danmarks Nationalbank redujo su principal tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 4,25%, y también lo redujo el Sveriges Riksbank, en 175 puntos básicos, hasta el 2%.

También comenzaron a observarse señales de debilitamiento de la actividad económica en los países más grandes de la UE de Europa central y oriental, en los que el crecimiento ha sido estable en el primer



semestre del 2008. Los datos sobre el PIB de Hungría, correspondientes al tercer trimestre, muestran una contracción de la economía del 0,1%. El crecimiento del PIB real experimentó una ligera desaceleración en el tercer trimestre en la República Checa y Polonia, hasta el 0,9% y el 1,2%, respectivamente, y los indicadores de corto plazo sugieren que se producirá una nueva desaceleración en ambos países. En Rumanía, el crecimiento del PIB real todavía fue sólido en el tercer trimestre (como consecuencia, en parte, de una buena cosecha en el sector agrícola), pero los indicadores de corto plazo apuntan a una acusada desaceleración en los últimos meses. Las perspectivas macroeconómicas se han deteriorado notablemente en los últimos meses en estos cuatro países como resultado del aumento de la aversión al riesgo en la región, del endurecimiento de las condiciones de financiación y del debilitamiento del comercio exterior. En los últimos meses, las tasas de inflación se han reducido en los cuatro países, situándose en el 6,8% en Rumanía, en el 4,1% en la República Checa y Hungría y en el 3,6% en Polonia en noviembre del 2008. La moderación de la inflación medida por el IAPC refleja, principalmente, la progresiva desaparición de los efectos de las anteriores subidas de los precios de los alimentos y la energía, así como un debilitamiento de la actividad económica. Los días 8 y 22 de diciembre, el Magyar Nemzeti Bank redujo, en dos etapas, su principal tipo de interés oficial por un total de 100 puntos básicos, hasta el 10%. El 23 de diciembre, el Narodowy Bank Polski decidió bajar su principal tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 5%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

La actividad económica ha seguido ralentizándose en la región. Concretamente, las exportaciones de la mayoría de los países han experimentado un descenso en la demanda del exterior, lo que ha contribuido a una caída de la producción industrial. La demanda interna también se está debilitando en casi todos los países de la región. Además, la inflación medida por los precios de consumo siguió moderándose como consecuencia de la caída de los precios del petróleo y otras materias primas, lo que ha permitido a varios bancos centrales adoptar una política monetaria aún menos restrictiva.

En China, la economía ha experimentado una clara desaceleración en los últimos meses. El descenso de la demanda exterior y la ralentización del mercado inmobiliario provocaron una significativa caída, en tasa interanual, del crecimiento de la producción industrial, hasta el 5,4% en noviembre. Además, las exportaciones se redujeron en noviembre y diciembre, en comparación con los períodos correspondientes del pasado año. En noviembre del 2008, la inflación interanual medida por el IPC descendió rápidamente hasta el 2,4%, desde el 4% observado en octubre. El Banco Central de la República Popular China siguió relajando su política monetaria y, en diciembre, bajó sus tipos de interés oficiales por quinta vez desde septiembre del 2008. El tipo de interés de referencia de los préstamos a un año se redujo desde el 7,47% en septiembre hasta el 5,31%, y el de los depósitos a un año bajó desde el 4,14% en septiembre hasta el 2,25%. Durante el mismo período, se ha reducido el coeficiente de reservas mínimas obligatorias desde el 17,5% hasta el 15,5%.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, se han venido observando algunas señales de desaceleración de la actividad económica, mientras que las presiones inflacionistas han seguido siendo relativamente elevadas en comparación con otras regiones. En Brasil, la producción industrial registró una contracción del 6,2%, en tasa interanual, en noviembre del 2008, habiendo aumentado sólo un 1,1% en octubre, tras el excepcional incremento del 9,7% en septiembre. La inflación interanual, medida por el IPC, se situó en noviembre en el 6,4%, el mismo nivel que en el mes anterior. En Argentina, la actividad económica experimentó un deterioro en noviembre: tras aumentar un 2,6% en octubre y un 5,8% en septiembre, en tasa interanual, la producción industrial no experimentó variación en cifras interanuales. La inflación medida

por el IPC se mantuvo en niveles elevados, a pesar de haberse reducido desde el 9% hasta el 7,2% en los cuatro meses transcurridos entre agosto y noviembre. En México, la actividad económica siguió siendo caracterizándose por la atonía: el crecimiento interanual de la producción industrial registró una nueva contracción, pasando de -1,6% en agosto a -2,7% en octubre. La inflación interanual aumentó desde el 5,5% en septiembre hasta el 6,2 en noviembre. Para hacer frente al aumento de las tensiones financieras, varios bancos centrales de la región han adoptado una serie de medidas encaminadas, principalmente, a mejorar la situación de liquidez en sus respectivos países.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo siguieron bajando durante el mes de diciembre, situándose, al final del mes, en 39,5 dólares estadounidenses el barril (véase gráfico 3), es decir, un 58% por debajo del nivel observado a comienzos del 2008 (en euros, el descenso es de alrededor del 54%). En la primera quincena de enero del 2009, los precios del petróleo se recuperaron inicialmente, pero después volvieron a bajar, al confirmarse el deterioro de las perspectivas de la demanda mundial. El 14 de enero de 2009, el precio del barril se situaba en 43,8 dólares estadounidenses. A medio plazo, los participantes en los mercados esperan que los precios sigan siendo elevados; actualmente, los precios de los futuros con entrega en diciembre del 2009 se sitúan en torno a 60 dólares estadounidenses.

Si se consideran las variables económicas fundamentales, la desaceleración de la economía mundial parece haber afectado gravemente a las perspectivas de la demanda, también en el caso de las economías emergentes, ya que los datos de comercio exterior de China muestran una caída de las importaciones de crudo. En este contexto, el 17 de diciembre de 2008, la OPEP anunció un nuevo recorte de la oferta de 2,2 millones de barriles al día. Dado el escepticismo generalizado respecto a la voluntad de compromiso de los países miembros de la OPEP en lo que se refiere a un recorte tan grande de la producción, el anuncio no sirvió para estimular una subida de los precios en el corto plazo. No obstante, los diferenciales entre las distintas calidades de crudo se han venido reduciendo de forma acusada, lo que es indicativo de tensiones en el mercado y de que la OPEP realmente está reduciendo su producción.

Los precios de las materias primas no energéticas también han fluctuado dentro de intervalos estrechos desde comienzos de diciembre. Los precios de los metales se han estabilizado tras una abrupta caída con respecto al máximo alcanzado en julio. No obstante, los precios de las materias primas alimenticias han aumentado, impulsados principalmente por el maíz y el trigo, que se han visto favorecidos por las condiciones meteorológicas en el hemisferio austral. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de diciembre, aproximadamente un 23% por debajo del nivel registrado el año anterior.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

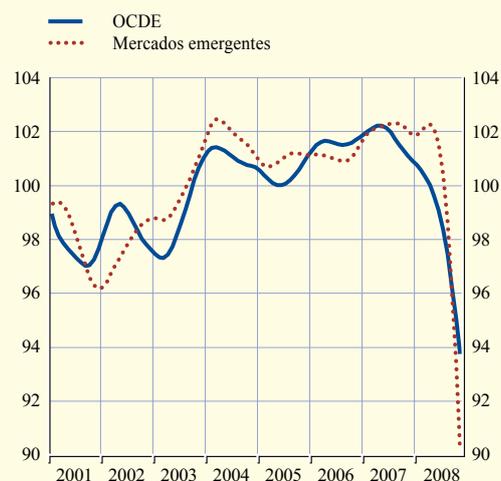
1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

La desaceleración de la economía mundial conlleva un deterioro de las perspectivas de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro. A medida que se han extendido las repercusiones de la crisis financiera, se ha producido recientemente una acusada caída de las transacciones comerciales internacionales. El indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a noviembre del 2008 también apunta a fuertes desaceleraciones en las principales economías industrializadas, así como en las economías más grandes no pertenecientes a la OCDE, especialmente China, India y Rusia.

La incertidumbre que rodea a las perspectivas de la economía mundial es excepcionalmente elevada. La volatilidad de los mercados financieros ha aumentado de forma notable, lo que significa que la evaluación de dichas perspectivas está sujeta actualmente a un grado de incertidumbre muy alto. En general, los riesgos para el crecimiento se sitúan 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 intensidad y la duración de la desaceleración económica mundial dependerán esencialmente de la rapidez 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 correspondientes a noviembre del 2008 confirman la moderación actual del crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito, reflejo del impacto de unas condiciones de financiación más restrictivas y de la ralentización del crecimiento económico. La intensificación de las tensiones en los mercados financieros desde mediados de septiembre continúa afectando a determinados componentes y contrapartidas de M3, como los valores distintos de acciones de las IFM que obran en poder del sector tenedor de dinero de la zona del euro y de no residentes. Sin embargo, otros componentes del balance de las IFM apuntan a un retorno a la situación observada en el período anterior a mediados de septiembre, es decir, antes de que se acentuaran las tensiones financieras. Por ejemplo, en noviembre se registraron adquisiciones netas de participaciones en fondos del mercado monetario por parte de residentes y de no residentes. En cuanto a la evolución del crédito, si los datos se ajustan del impacto de las operaciones de titulización fuera de balance o real, muestran un flujo continuado de préstamos bancarios al sector privado no financiero, particularmente a las sociedades no financieras. Esto es contrario al argumento que sostiene que se han producido fuertes restricciones en la disponibilidad de crédito bancario tras la intensificación de las tensiones financieras. No obstante, los préstamos han experimentado una moderación considerable con respecto al año anterior. Además, los persistentes flujos observados recientemente, en términos agregados, en los préstamos bancarios, no excluyen la posibilidad de que algunos segmentos de mercado estén afrontando restricciones de crédito.

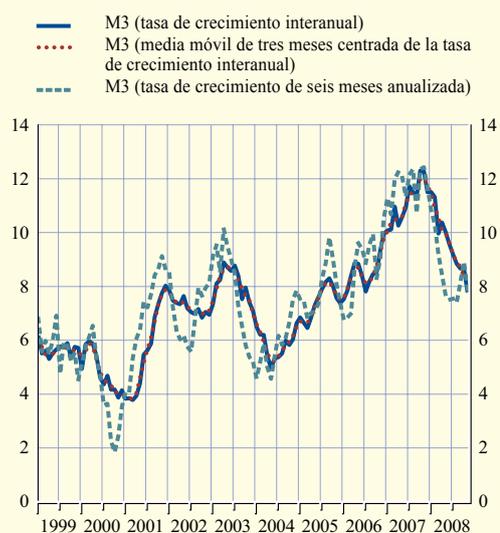
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo hasta el 7,8% en noviembre del 2008, desde el 8,7% del mes precedente (véase gráfico 5). Esta evolución refleja el estancamiento de M3 en noviembre, tras el acusado crecimiento intermensual (el 1,3%) registrado en octubre. Es necesaria cierta cautela al interpretar la evolución monetaria hacia el final del año, ya que el comportamiento podría verse influenciado por consideraciones contables, con el resultado de que su evolución podría verse sometida a una incertidumbre especial. Si se consideran conjuntamente, los datos de octubre y de noviembre muestran que la tasa de expansión monetaria todavía fue sostenida, como también quedó reflejado en las tasas de crecimiento de tres meses y de seis meses anualizadas, que continúan fluctuando en torno al 8%.

Los datos monetarios correspondientes a noviembre arrojan nueva luz sobre el aumento de las tensiones en el sistema financiero tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre. Estas tensiones siguen siendo visibles, por ejemplo, en la nueva reducción de las tenencias de valores distintos de acciones de las IFM por parte del sector tenedor de dinero de la zona del euro y de no residentes, y las entidades de crédito siguieron sin poder acceder a esta fuente de financiación. Al mismo tiempo, también hay algunas señales de que, en noviembre, la evolución monetaria retomó el patrón observado

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

antes de que se intensificaran las tensiones a mediados de septiembre. Por ejemplo, tanto los residentes como los no residentes adquirieron cantidades considerables de participaciones en fondos del mercado monetario de la zona, indicando un retorno al comportamiento inversor habitual.

Los datos monetarios más recientes también muestran un nuevo descenso de la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero. Sin embargo, al mismo tiempo, los datos no indican que la intensificación de las tensiones financieras haya provocado una interrupción brusca del flujo de crédito bancario. Esta conclusión se basa en un análisis más detallado de la información monetaria, que pone de manifiesto que el flujo de préstamos de las IFM al sector privado, muy reducido según las estadísticas de noviembre, reflejó, en gran parte, el impacto a la baja de la eliminación de préstamos de los balances bancarios en el contexto de operaciones de titulización a gran escala. Si se tiene en cuenta este impacto, los datos muestran que las entidades de crédito siguen originando préstamos, y aunque los volúmenes son inferiores a los observados durante el reciente período de fuerte expansión del crédito, son comparables a los registrados entre finales del 2002 y principios del 2004, el último período de debilidad económica prolongada en la zona del euro. Sin embargo, esto no permite extraer conclusiones firmes acerca del acceso del sector privado no financiero a la financiación externa en los próximos meses, y tampoco implica una valoración positiva de las motivaciones subyacentes al persistente endeudamiento, que puede reflejar problemas en algunas empresas.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La moderación observada en el crecimiento interanual de M3 en noviembre del 2008 estuvo impulsada por la caída de las contribuciones de M1 y de los instrumentos negociables. La mayor parte de este crecimiento tuvo su origen en la expansión de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista, que continuó siendo considerable.

La tasa de crecimiento interanual de M1 disminuyó hasta el 2,3% en noviembre, desde el 3,7% de octubre. Los subcomponentes de este agregado monetario presentaron una evolución dispar (véase cuadro 1).

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 Oct	2008 Nov
M1	42,3	5,9	3,8	2,3	0,6	3,7	2,3
Efectivo en circulación	7,5	8,0	7,8	7,8	7,5	13,0	13,5
Depósitos a la vista	34,8	5,5	3,0	1,2	-0,7	1,9	0,1
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	43,3	16,8	18,4	19,3	18,9	15,5	16,0
Depósitos a plazo hasta dos años	26,9	40,6	41,4	40,4	37,6	29,2	29,3
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	16,3	-3,9	-3,3	-2,3	-2,0	-1,3	-0,7
M2	85,5	10,7	10,3	10,0	9,1	9,3	8,8
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,5	19,6	16,3	10,3	8,9	5,3	2,3
M3	100,0	12,0	11,2	10,1	9,0	8,7	7,8
Crédito a residentes en la zona del euro		9,2	10,0	9,6	9,1	7,3	7,2
Crédito a las Administraciones Públicas		-4,1	-2,5	-1,2	0,6	0,7	2,5
Préstamos a las Administraciones Públicas		-1,8	-0,9	0,8	2,1	3,3	3,1
Crédito al sector privado		12,2	12,7	11,9	10,8	8,7	8,2
Préstamos al sector privado		11,1	11,1	10,5	9,1	7,8	7,1
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		8,5	6,8	4,5	3,3	0,8	0,8

Fuente: BCE.

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

Por un lado, las salidas que se produjeron ese mes hicieron que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se redujera hasta el 0,1%, desde el 1,9% de octubre. Estas salidas provocaron una inversión de la evolución observada en octubre, mes en que se registraron entradas pronunciadas, y representan un retorno a los patrones observados antes de septiembre, con desplazamientos desde los depósitos a la vista, con una remuneración reducida, hacia los depósitos a plazo. Esto sugiere que las consideraciones relativas a la remuneración han recobrado prioridad frente a las relacionadas con la liquidez que determinaron la evolución de los depósitos a la vista inmediatamente después de la quiebra de Lehman Brothers, así como la preocupación asociada sobre la seguridad del sistema bancario.

Por otro lado, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se incrementó hasta el 13,5% en noviembre, desde el 13% del mes precedente. Por lo tanto, la intensa demanda adicional de efectivo observada en septiembre y octubre continuó en noviembre, aunque los flujos retornaron a su volumen habitual. Se dispone de información anecdótica que indica que gran parte de esta demanda adicional de efectivo registrada en noviembre puede haber procedido de no residentes.

En vista de las tensiones actuales en los mercados financieros, la evolución del crecimiento interanual de M1 en los tres últimos meses hace que sea necesario interpretar este agregado con cautela a la hora de buscar alguna indicación de que se ha producido un punto de inflexión en la actividad económica real.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó ligeramente en noviembre, hasta el 16%, desde el 15,5% de octubre, debido al incremento de sus dos subcomponentes. Los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a corto plazo), continuaron creciendo a una tasa interanual muy elevada en noviembre, del 29,3%, prácticamente sin variaciones con respecto al 29,2% observado en octubre. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) fue del -0,7% en noviembre, aunque se situó en niveles menos negativos que en octubre, mes en que se situó en el -1,3%. Los datos de noviembre no proporcionan evidencia de que los depositantes sean reacios a encomendar fondos a los bancos por períodos que no sean a muy corto plazo, especialmente porque las garantías aportadas por los Gobiernos para los depósitos bancarios están contribuyendo positivamente a la normalización del comportamiento de los depositantes en la asignación de carteras. La remuneración de los depósitos a plazo sigue siendo favorable, debido a los esfuerzos adicionales de las entidades por captar depósitos, y parece que continúa provocando retiradas de fondos desde otros instrumentos tanto de corto como de largo plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3-M2) disminuyó de nuevo en noviembre, hasta el 2,3%, desde el 5,3% de octubre, como consecuencia de la caída de las tasas de crecimiento interanual de las cesiones temporales y de los valores distintos de acciones a corto plazo (esto es, valores distintos de acciones hasta dos años). Aunque la emisión bruta de valores, distintos de acciones a corto plazo por parte de las IFM fue ligeramente positiva en noviembre, si bien se benefició de las garantías aportadas por los Gobiernos, el sector tenedor de dinero de la zona del euro no incrementó sus tenencias de este tipo de valores.

Las numerosas retiradas observadas en los fondos del mercado monetario de la zona del euro en septiembre y, en menor medida, en octubre, no continuaron en noviembre. La evolución de las participaciones en estos fondos se mantuvo tranquila, y la inversión de 69 mm de euros del sector tenedor de dinero de la zona en estos fondos representa una corrección parcial de las salidas observadas en septiembre. Al mismo tiempo, las tenencias de no residentes de fondos del mercado monetario de la zona del euro que, no obstante, no forman parte de M3, también han aumentado, y en noviembre se invirtieron 21 mm de euros.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos incluidos en M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle por sectores, se redujo en noviembre hasta el 9,1%, desde el 9,6% de octubre. Esta reducción fue algo menos pronunciada que la observada en el crecimiento de M3 en su conjunto. Los hogares continuaron siendo el sector que más contribuyó al crecimiento interanual de los depósitos incluidos en este agregado monetario, con una tasa que se incrementó hasta el 10%, desde el 9,7% del mes precedente. En cambio, las tasas de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras y de los intermediarios financieros no monetarios volvieron a disminuir y se situaron en el 2,9% y el 14%, respectivamente, en noviembre, desde el 4,5% y el 16,3% de octubre.

La evolución observada en la composición sectorial de las tenencias de depósitos confirma la valoración de que las sociedades no financieras y los intermediarios financieros no monetarios están utilizando de manera creciente sus reservas de liquidez a medida que la actividad económica se ralentiza. Al mismo tiempo, los hogares han aumentado sus tenencias de depósitos en las entidades de crédito, tal y como se esperaba si se tienen en cuenta las garantías aportadas recientemente por los Gobiernos y el deseo de disponer de activos líquidos en una época de considerable volatilidad en los mercados financieros (véase el recuadro 1 a continuación).

Recuadro 1

SEGUIMIENTO DE LOS EXTRAORDINARIOS DESPLAZAMIENTOS DE CARTERA HACIA ACTIVOS MONETARIOS DURANTE EL PERÍODO DE TURBULENCIAS FINANCIERAS

Las turbulencias observadas en los mercados financieros desde agosto del 2007, y su intensificación a mediados de septiembre del 2008, han aumentado la incertidumbre relativa a la evolución económica y financiera futura. Ello se refleja, por ejemplo, en la prolongada y acusada caída registrada en la confianza de los consumidores, que ha disminuido hasta situarse en niveles sin precedentes (véase gráfico A). En el período 2001-2003, otro período caracterizado por el incremento de la incertidumbre y la reducción de la confianza, los residentes en la zona del euro mostraron una fuerte preferencia por activos seguros y líquidos, preferencia que se puso de manifiesto en los extraordinarios desplazamientos de cartera hacia el agregado M3¹. Desde una perspectiva de política económica, el seguimiento de los desplazamientos mencionados es importante, pues pueden considerarse perturbaciones positivas sobre la demanda de dinero que no están relacionadas directamente con riesgos para la estabilidad de precios. En este contexto, en este recuadro se considera si el actual período de turbulencias financieras ha dado lugar a desplazamientos similares.

1 Para una evaluación detallada de este período, véase el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

Gráfico A Confianza de los consumidores

(saldos netos centrados en la media; datos mensuales)



Fuente: Comisión Europea.

El período entre mediados del 2007 y el tercer trimestre del 2008

Un posible indicio de los extraordinarios desplazamientos de cartera lo constituye un significativo aumento registrado en el porcentaje de activos monetarios en los saldos vivos del total de los activos financieros del sector tenedor de dinero (véase gráfico B). En el período 2001-2003, el incremento observado en este porcentaje reflejó sobre todo la venta de tenencias de valores de renta variable extranjeros y la repatriación de fondos tras el estallido de la burbuja de la nueva economía, que produjo un cambio en las preferencias de riesgo de los inversores y dio lugar a desplazamientos hacia activos más seguros. Por el contrario, el incremento de este porcentaje entre mediados del 2007 y mediados del 2008 es atribuible a una reasignación de carteras, que supuso desplazamientos desde activos a largo plazo hacia activos monetarios basados en consideraciones de rentabilidad en el contexto de una curva de rendimientos plana². En concreto, los depósitos a corto plazo ofrecían niveles de rentabilidad relativamente atractivos, que mejoraron al continuar las turbulencias financieras, debido a que las IFM trataron de fortalecer de forma explícita su financiación a través de depósitos.

La valoración, en tiempo real, de los diversos factores que favorecieron los desplazamientos hacia activos monetarios se apoya en detallados análisis institucionales de cantidades y precios. Considerando la evolución pasada, este análisis se complementa con una descomposición estructural del crecimiento interanual de M3 basada en un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico con fricciones financieras y un sector bancario explícito³. Este modelo tiene por objeto medir de forma simplificada las causas fundamentales de la evolución monetaria. Mide, entre otros, factores que tienen una incidencia indirecta en el dinero a través de su efecto sobre variables macroeconómicas que, como la renta, el consumo y la inflación, son importantes determinantes de la demanda de dinero. Los *shocks* de productividad o cambios en la preferencia de los tenedores de dinero por la liquidez constituyen un buen ejemplo. Por último, un modelo de este tipo necesita suponer una respuesta de política monetaria a la evolución económica y monetaria en forma de una sencilla función de reacción estimada que vincula los tipos de interés a corto plazo con una serie de variables endógenas.

Si bien cualquier modelo como este es, inevitablemente, demasiado sencillo para capturar todos los elementos de un análisis monetario amplio, la descomposición del crecimiento anterior de M3 está

Gráfico B Tenencias de M3 en porcentaje de los saldos vivos de los activos financieros totales del sector tenedor de dinero

(en porcentaje; sin desestacionalizar; datos trimestrales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

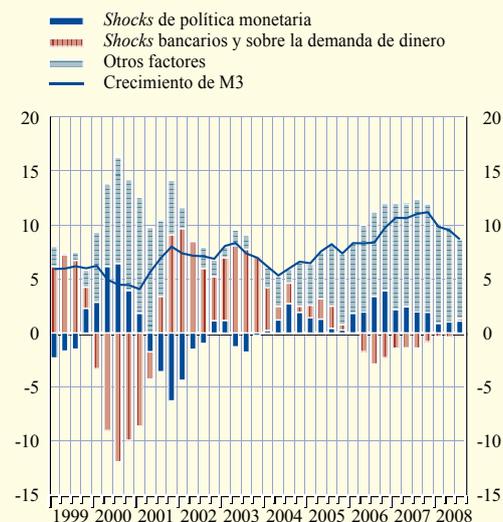
2 Véase el recuadro 2, titulado «Recientes desplazamientos entre distintas categorías de activos financieros de los hogares», en el Boletín Mensual de junio del 2008. Véase también el recuadro 1, titulado «La evolución monetaria subyacente: Concepto e ilustración cuantitativa», en el Boletín Mensual de mayo del 2008.

3 Este modelo es similar al presentado en el recuadro 2 del artículo titulado «Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del 2004» en el Boletín Mensual de julio del 2007. El modelo se describe en Christiano L., R. Motto y M. Rostagno (2003), «The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis», *Journal of Money, Credit and Banking* 35(6), diciembre. Se presenta un análisis reciente en Christiano L., R. Motto y M. Rostagno (2008), «Shocks, structures or policies? The Euro Area and US after 2001», *Journal of Economic Dynamics and Control*, agosto, 32 (8), pp. 2467-2506.

actualmente en consonancia con la valoración amplia efectuada en tiempo real para el período en cuestión. En este sentido, la descomposición de los datos hasta el tercer trimestre del 2008 indica que el fuerte crecimiento de M3 observado entre finales del 2007 y el tercer trimestre del 2008 se vio influida, en gran medida, por «*shocks* de política monetaria», que aplanaron la curva de rendimientos, provocando el reequilibrio de las carteras de activos por medio del desplazamiento desde activos no incluidos en M3 hacia instrumentos incluidos en M3–M1 (véase gráfico C). Al mismo tiempo, las contribuciones de los *shocks* bancarios y sobre la demanda de dinero (que deberían capturar, entre otras cosas, los flujos hacia activos monetarios) siguieron siendo negativas a finales del 2007 y a comienzos del 2008. Las contribuciones se tornaron marginalmente positivas en el tercer trimestre del 2008. En definitiva, esto sugiere que hasta el tercer trimestre del 2008, la dinámica monetaria se vio impulsada por la reasignación de carteras debida a los efectos de la curva de rendimientos más que a los extraordinarios desplazamientos de cartera provocados por una mayor preferencia por la liquidez. Ello supone un contraste absoluto con la situación existente durante el período 2001-2003.

Gráfico C Descomposición del crecimiento interanual de M3

(tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Notas: Para una desagregación de los otros factores, véase el recuadro 2 del artículo titulado «Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del 2004», en el Boletín Mensual del julio del 2007.

El período comprendido entre mediados de septiembre y noviembre del 2008

Tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008, la incertidumbre económica y financiera se incrementó enormemente, lo que pudo dar lugar a que los desplazamientos hacia activos más seguros determinaran la evolución monetaria. La valoración en tiempo real de esta cuestión se basa en un análisis detallado de los componentes y contrapartidas de M3, dado que la descomposición del crecimiento de M3 basada en el modelo descrito anteriormente no puede utilizarse, sobre todo debido a la falta de datos publicados a tiempo.

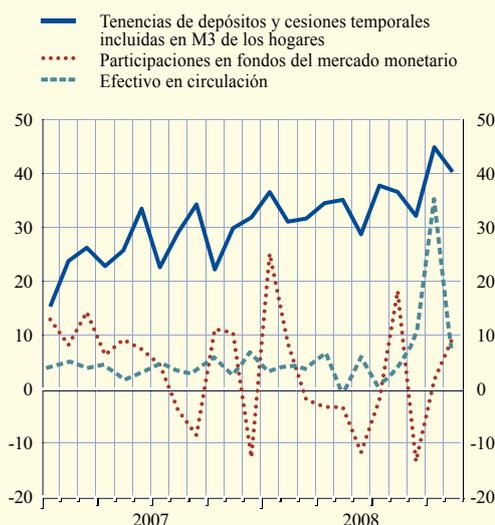
Los extraordinarios desplazamientos de cartera pueden ponerse de manifiesto en los desplazamientos hacia activos más seguros efectuados por los hogares, especialmente a la luz de las nuevas garantías públicas anunciadas en octubre para los depósitos de las IFM. El subcomponente más amplio de M3 que permite el seguimiento de la asignación de carteras de los hogares es el de depósitos a corto plazo y cesiones temporales. Los flujos mensuales desestacionalizados observados para este subcomponente en octubre y noviembre fueron, efectivamente, algo mayores que en los meses anteriores, aunque ni las pruebas estadísticas ni la simple observación sugieren que la diferencia fuera extraordinaria. No obstante, dos componentes de M3 que son, posiblemente, importantes receptores de los desplazamientos hacia activos más seguros de los hogares —participaciones en fondos del mercado monetario y efectivo en circulación— no están incluidos en este subcomponente sectorial.

Debido al coste relativamente reducido de pasar de participaciones en fondos de inversión a participaciones en fondos del mercado monetario, los desplazamientos hacia participaciones en fondos del mercado monetario desempeñaron un papel significativo en los flujos hacia activos más seguros registrados durante el período 2001-2003. Este hecho no se ha observado durante las actuales turbulencias financieras, y la evolución relativamente volátil de las participaciones en fondos del mercado monetario ha reflejado, en su lugar, la percepción de los inversores con respecto a los riesgos asociados a este instrumento, así como el comportamiento en la asignación de carteras (véase gráfico D). En cuanto al efectivo en circulación, el flujo mensual de este componente se incrementó significativamente (en torno a 35 mm de euros) en octubre, lo que a primera vista avala la opinión de que los hogares efectuaron importantes desplazamientos hacia activos más seguros. No obstante, existe información que apunta a una demanda significativa de billetes en euros por parte de no residentes en la zona del euro en los meses de octubre y noviembre, lo que supone que los mencionados incrementos de efectivo reflejan, en gran medida, el hecho de que el efectivo de residentes y no residentes no puede registrarse por separado, y no los desplazamientos de cartera efectuados por los hogares de la zona del euro.

En conclusión, existen ciertos indicios iniciales relativos a que la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros observadas desde la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre provocó un desplazamiento hacia activos monetarios en octubre y noviembre de 2008. Si bien es demasiado pronto para efectuar estimaciones cuantitativas, conviene realizar un seguimiento de este tema en los meses próximos. No obstante, como el porcentaje de activos monetarios en el total de activos financieros es ya considerablemente mayor que el existente al comienzo de anteriores períodos caracterizados por desplazamientos de cartera, en igualdad de condiciones, ello podría limitar en cierta medida la magnitud de los desplazamientos futuros.

Gráfico D Flujos mensuales hacia algunos componentes de M3

(mm de euros, desestacionalizados, datos mensuales)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento del crédito total otorgado por las IFM a residentes en la zona del euro se situó en el 7,2% en noviembre, prácticamente sin modificaciones con respecto al 7,3% de octubre (véase cuadro 1). Esta estabilidad oculta un cambio en la composición de esta contrapartida, en la que se observa un desplazamiento del sector privado al sector público. Ciertamente, la tasa de crecimiento del crédito a las Administraciones Públicas se incrementó hasta el 2,5% en noviembre, desde el 0,7% del mes precedente. Aunque los préstamos concedidos por las IFM al sector público se redujeron, estas instituciones adquirieron grandes cantidades de valores emitidos por este sector. El aumento observado en noviembre en las tenencias de valores del sector público por parte de las IFM compensó en gran medida las salidas observadas en el período comprendido entre agosto y octubre.

Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado disminuyó de nuevo en noviembre, hasta el 8,2%, desde el 8,7% de octubre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos, el principal componente del crédito al sector privado, siguió descendiendo, hasta el 7,1%, desde el 7,8% observado el mes precedente. El crecimiento de estos préstamos puede verse moderado por la baja de préstamos del balance en el contexto de las operaciones de titulización fuera de balance. De igual modo, en la medida en que los valores resultantes son retenidos por las entidades de crédito que han originado estos préstamos, el aumento de las tenencias de valores quedará reflejado en el crecimiento del crédito otorgado por las IFM al sector privado que, por tanto, no se verá afectado por estas operaciones. Los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares fueron los que más contribuyeron al descenso del crecimiento, aunque las respectivas tasas de crecimiento se situaron en niveles muy diferentes (véase cuadro 2). Los principales factores determinantes de la desaceleración en el crecimiento de los préstamos son unas condiciones de financiación más restrictivas y el deterioro de las perspectivas relativas a la actividad económica.

Al mismo tiempo, los datos monetarios de noviembre continúan sin proporcionar indicaciones de que la intensificación de las tensiones financieras haya provocado un agotamiento inmediato de la disponibilidad de crédito al sector privado. El hecho de que los flujos de préstamos de las IFM a este sector fueran prácticamente inexistentes en noviembre refleja fundamentalmente el impacto estadístico a la baja de la eliminación de préstamos del balance de las entidades en un contexto de operaciones de titulización fuera de balance. En consecuencia, la evolución del crecimiento de los préstamos a hogares y sociedades no financieras, especialmente en el corto plazo, debe interpretarse con cautela, ya que resulta afectada por los distintos grados de baja de préstamos del balance de las entidades en el tiempo. Si se tiene en cuenta este impacto, el flujo de préstamos al sector privado alcanzó un total de 29 mm de euros en noviembre. Por tanto, las entidades de crédito todavía están originando préstamos, aunque en volúmenes inferiores a los observados durante el reciente período de fuerte expansión del crédito, pero comparables a los registrados entre finales del 2002 y principios del 2004, el último período de debilidad económica prolongada en la zona del euro. Esta evolución disipa algunos de los temores de que la originación de préstamos bancarios se haya paralizado totalmente desde mediados de septiembre.

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 Oct	2008 Nov
Sociedades no financieras	44,5	14,0	14,6	14,5	12,8	11,9	11,1
Hasta un año	28,6	11,9	12,9	12,9	10,9	10,4	8,8
De uno a cinco años	20,1	21,0	22,6	20,9	18,7	16,2	15,6
Más de cinco años	51,2	12,7	12,8	13,0	11,8	11,1	10,6
Hogares²⁾	45,3	6,6	5,9	5,0	4,0	3,3	2,5
Crédito al consumo ³⁾	12,8	5,3	5,3	5,1	4,3	3,4	2,8
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,5	7,6	6,7	5,6	4,2	3,5	2,5
Otras finalidades	15,6	3,1	2,7	2,2	2,5	2,3	1,9
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	22,0	6,5	-1,6	-7,8	-9,5	-6,9
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,3	23,4	24,7	24,9	22,3	15,0	13,9

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

En noviembre, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras volvió a disminuir ligeramente, hasta el 11,1%, desde el 11,9% de octubre. La tasa de crecimiento de tres meses anualizada (un indicador de la evolución a más corto plazo) experimentó un descenso más acusado. Si se considera el detalle por plazos correspondiente a noviembre, la moderación observada en la evolución de los préstamos a las sociedades no financieras fue prácticamente generalizada en todos los plazos de vencimiento. En términos de flujos mensuales, los préstamos a plazos más largos (es decir, a más de cinco años) representaron más de la mitad del total de flujos, lo que indica que las sociedades no financieras siguieron obteniendo financiación a plazos de vencimiento relativamente largos.

Los flujos positivos observados en noviembre en los préstamos a las sociedades no financieras sugieren que las empresas obtuvieron préstamos de las IFM, si bien no permiten extraer conclusiones firmes acerca del acceso del sector privado no financiero a la financiación externa en los próximos meses, y tampoco implican una valoración positiva de las motivaciones subyacentes al persistente endeudamiento. A este respecto, para finales de noviembre, el deterioro de las perspectivas relativas a la actividad económica en la zona del euro hizo que la financiación adicional con fines de inversión se redujera considerablemente. En este contexto, las empresas recurrirán a sus reservas de liquidez, como puede verse en los flujos de salida mensuales observados en las tenencias de depósitos de M3.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se redujo de nuevo en noviembre, hasta el 2,5%, desde el 3,3% de octubre, en consonancia con el deterioro de las perspectivas económicas y las relativas al mercado de la vivienda, y con el endurecimiento de las condiciones de financiación. La evolución a más corto plazo, medida por la tasa de crecimiento de tres meses anualizada, experimentó una pronunciada desaceleración. No obstante, esta evolución debe interpretarse con cautela, ya que refleja, en gran medida, el impacto de la baja de préstamos del balance como consecuencia de las operaciones de titulización fuera de balance. La moderación observada en el crecimiento interanual de los préstamos en noviembre estuvo determinada tanto por los préstamos para adquisición de vivienda como por el crédito al consumo (cuyas tasas de crecimiento interanual se redujeron hasta el 2,5% y el 2,8%, respectivamente, desde el 3,5% y el 3,4% de octubre).

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se situó en el 0,8% en noviembre, sin variaciones con respecto al mes anterior, mientras que la tasa de crecimiento intermensual fue nula, tras dos meses de crecimiento negativo. Esta evolución oculta un nuevo descenso de las tenencias de valores distintos de acciones a más de dos años de las IFM, que se vio compensado por el aumento de los depósitos disponibles con preaviso superior a tres meses. Los datos mensuales sobre los valores distintos de acciones emitidos por las IFM confirman que las entidades de crédito no han logrado obtener financiación mediante este tipo de valores fuera del sector de IFM.

La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas se incrementó hasta el 12% en noviembre, desde el 10,7% de octubre. Parte de estas elevadas entradas mensuales (que ascendieron a un total de 32 mm de euros) puede explicarse por el capital adicional captado mediante colocaciones entre inversores y por las inyecciones de capital de los Gobiernos con el fin de reforzar el balance de las entidades de crédito.

Si se considera la evolución de los activos exteriores y los pasivos del sector de las IFM se observan cuantiosas salidas en ambos lados del balance. Estas salidas confirman la valoración de que las actividades de negocio de las IFM con no residentes en la zona del euro están disminuyendo, y con ello están contribuyendo a la reducción del endeudamiento de las entidades de crédito. En noviembre, el hecho de

que los pasivos cayeran con mayor intensidad que los activos se tradujo en unas entradas netas por importe de 11 mm de euros en la oposición acreedora neta frente al exterior de las IFM. No obstante, en el período de doce meses transcurrido hasta noviembre, las IFM aumentaron sus activos exteriores en 21 mm de euros, en comparación con un incremento de 179 mm de euros en sus pasivos frente a no residentes en la zona del euro. Por tanto, la oposición acreedora neta frente al exterior de las IFM se redujo en 158 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta noviembre, frente a un descenso de 146 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta octubre.

En resumen, aunque los datos de noviembre proporcionan nueva evidencia de que la reciente intensificación de las tensiones en los mercados financieros ha causado un impacto sobre determinadas contrapartidas de M3, no existen indicaciones de que se haya producido una interrupción que conllevaría, por ejemplo, una paralización inmediata del crédito al sector privado no financiero. No obstante, esto no permite extraer conclusiones firmes acerca del acceso del sector privado no financiero a la financiación externa en los próximos meses, y tampoco implican una valoración positiva de las motivaciones subyacentes al persistente endeudamiento. Al mismo tiempo, la evidencia de la reducción de los niveles de endeudamiento de las entidades de crédito es patente en la disminución de sus actividades de negocio con no residentes en la zona del euro.

2.2 EMISIONES DE VALORES

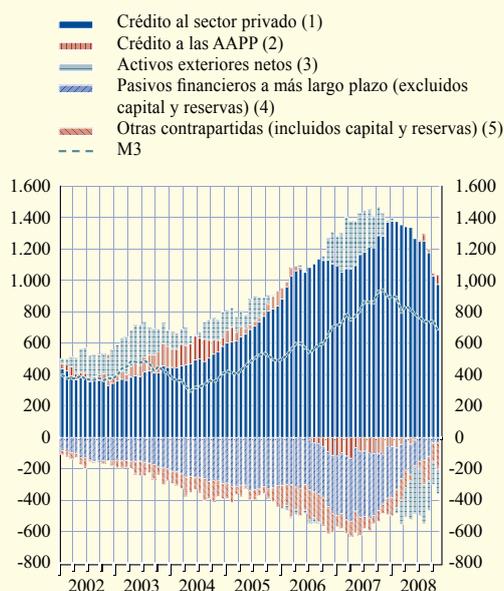
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro prácticamente no experimentó variaciones en octubre del 2008. Aunque las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM, otras instituciones financieras y sociedades no financieras se redujo ligeramente, la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas aumentó considerablemente. La tasa de crecimiento de la emisión de acciones cotizadas se mantuvo prácticamente invariable en octubre del 2008.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro prácticamente no se modificó en octubre del 2008 y se situó en el 7%, en comparación con el 7,1% del mes precedente (véase cuadro 3). En cuanto a la estructura de vencimientos de la emisión de este tipo de valores, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo se incremen-

Gráfico 6 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

tó 2,1 puntos porcentuales, hasta el 20,4%, en octubre del 2008, mientras que la de los valores a largo plazo experimentó una reducción moderada, de 0,4 puntos porcentuales, situándose en el 5,3%. La emisión de valores a más largo plazo puede descomponerse en valores a tipo de interés variable y a tipo de interés fijo. Como consecuencia de factores de demanda, los tipos de interés variables tienden a verse favorecidos frente a los fijos en períodos caracterizados por una curva de rendimientos plana. Esto explica, en parte, el hecho de que, pese a que la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a tipo de interés variable se redujo ligeramente en octubre del 2008 (al igual que en meses precedentes), fue considerablemente superior (del 11,8%) a la tasa de crecimiento de la emisión de valores a tipo de interés fijo, que ese mes fue del 2,8%.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras disminuyó hasta el 3,9% en octubre del 2008, desde el 5,6% de septiembre, posiblemente reflejando la situación particularmente difícil imperante en los mercados de capitales tras la quiebra de Lehman Brothers, el banco de inversión estadounidense, a mediados de septiembre del 2008. Desde una perspectiva a más largo plazo, aunque la actual actividad emisora de las sociedades no financieras se ha mantenido sólida pese a la intensificación de la crisis financiera, es notablemente más reducida que en el período inmediatamente anterior al estallido de la crisis, a mediados del 2007, cuando la emisión de este tipo de valores por parte de las sociedades no financieras alcanzó una tasa de crecimiento interanual de alrededor del 10%. En cuanto a la estructura de vencimientos de las emisiones, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por el citado sector experimentó un descenso de 0,8 puntos porcentuales, hasta el 3,2%, en octubre del 2008, mientras que la de las emisiones a corto plazo cayó de manera pronunciada, hasta el 7,6%, desde aproximadamente el 15% del mes precedente.

Si se consideran datos desestacionalizados (que son más adecuados para evaluar las tendencias a corto plazo), la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de la emisión de valores distintos de acciones aumentó 0,7 puntos porcentuales en octubre del 2008, hasta el 8,9%, impulsada, en gran parte, por el incremento de las emisiones de la Administración Central. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2008 Oct	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 Sep	2008 Oct
Valores distintos de acciones:	12.887	8,9	8,1	6,9	7,3	7,1	7,0
IFM	5.314	10,8	9,3	7,7	8,1	6,9	5,4
Instituciones financieras no monetarias	1.732	26,6	24,9	21,8	23,6	24,6	21,7
Sociedades no financieras	694	7,9	8,6	5,7	3,9	5,6	3,9
Administraciones Públicas	5.147	3,0	2,7	2,2	2,4	2,6	4,8
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.818	2,8	2,7	2,3	2,4	2,6	4,9
Otras Administraciones Públicas	330	5,2	2,7	1,3	3,0	2,3	2,8
Acciones cotizadas:	3.734	1,3	1,2	0,9	0,6	0,7	0,7
IFM	450	1,3	0,8	1,5	2,8	3,7	4,2
Instituciones financieras no monetarias	280	2,8	2,6	2,4	2,5	2,6	2,8
Sociedades no financieras	3.004	1,2	1,2	0,6	0,0	0,0	-0,1

Fuente: BCE.

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

redujo ligeramente ese mes, hasta el 3,4%, desde el 4,9% de septiembre del 2008 (véase gráfico 7). No obstante, los datos desestacionalizados indican que las emisiones de valores distintos de acciones a corto plazo por parte de las sociedades no financieras continuaron siendo elevadas.

En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se redujo hasta el 5,4% en octubre del 2008, desde el 6,9% de septiembre del 2008. Este descenso quedó reflejado, en particular, en un acusado descenso de la emisión de valores a corto plazo, con una tasa de crecimiento interanual del 10,9% en octubre del 2008, en comparación con tasas superiores al 20% durante los tres primeros trimestres del 2008. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo por parte de las IFM experimentó una disminución moderada en octubre, hasta el 4,4%. Es posible que la fuerte caída de la emisión de valores a corto plazo por el citado sector se deba al aumento de la incertidumbre en relación con el sector bancario tras la quiebra de Lehman Brothers.

La magnitud de este efecto puede valorarse con mayor precisión si se examinan los datos desestacionalizados. Ciertamente, los datos de seis meses desestacionalizados indican que la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo y a largo plazo emitidos por las IFM se redujo 3,2 puntos porcentuales (hasta el 9%) y 1,3 puntos porcentuales (hasta el 6,1%), respectivamente, en octubre del 2008.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias experimentó un ligero descenso en octubre del 2008, hasta el 21,7%, frente al 24,6% del mes precedente, confirmando con ello la intensa actividad emisora de este sector. Gran parte de esta actividad está relacionada con las diversas operaciones de titulización realizadas por sociedades instrumentales (entidades, generalmente patrocinadas por entidades de crédito, creadas para cumplir objetivos temporales). No obstante, la evolución a corto plazo que muestra la tasa de crecimiento de seis meses anualizada apunta a una ralentización considerable de la actividad emisora de este sector, con una tasa de crecimiento del 24,5% en octubre del 2008, en comparación con el 30% de mediados del 2007, lo que posiblemente esté relacionado con las dificultades que actualmente están atravesando los mercados de titulización.

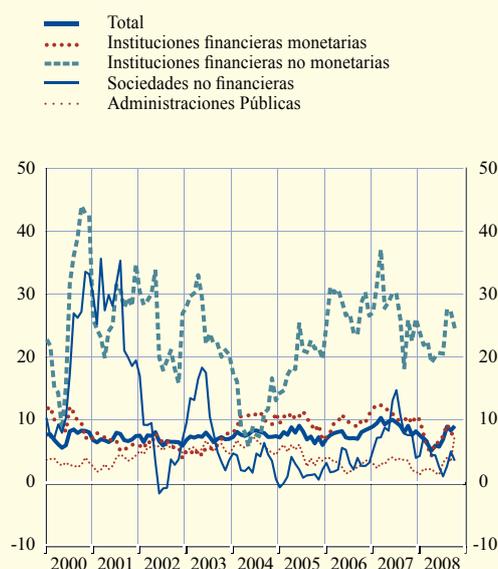
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas aumentó considerablemente en octubre del 2008, hasta el 4,8%, el nivel más alto observado en tres años, desde el 2,6% de septiembre del 2008. Esta evolución se debió, en líneas generales, al aumento de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central y las Administraciones Locales.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro fue del 0,7% en octubre del 2008, sin variaciones con respecto al mes anterior (véase cuadro 3).

Gráfico 7 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento de seis meses anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

Esta estabilidad es atribuible, en líneas generales, al estancamiento de la tasa de crecimiento de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que se situó en el $-0,1\%$, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión por parte de las instituciones financieras no monetarias aumentó ligeramente, desde el $2,6\%$ hasta el $2,8\%$. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM registró un nuevo incremento y alcanzó el $4,2\%$ en octubre del 2008, reflejando los esfuerzos de las entidades de crédito de la zona del euro por reponer sus reservas de capital para hacer frente a las fuertes reducciones del valor de sus valores observadas el año pasado (véase gráfico 8).

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

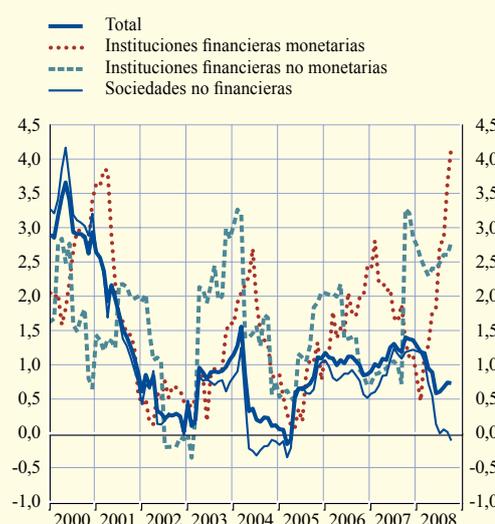
Los tipos de interés del mercado monetario con garantías experimentaron un acusado descenso en diciembre, una evolución acorde con la revisión a la baja de las expectativas de los mercados en relación con la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE y reflejo de la considerable reducción de estos tipos a principios del mes de diciembre. Los tipos de interés sin garantías también disminuyeron, pero en mayor medida, lo que se tradujo en un estrechamiento del diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías. Con todo, este diferencial se mantiene en niveles elevados. Aunque los efectos de fin de año influyeron en los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, su impacto fue más moderado que en años anteriores, debido principalmente a la política de gestión de la liquidez adoptada por el Euro-sistema en octubre.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un acusado descenso entre el 5 de diciembre de 2008 y el 14 de enero de 2009, fecha en que los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el $2,28\%$, el $2,57\%$, el $2,63\%$ y el $2,70\%$, respectivamente, es decir, 95, 99, 99 y 100 puntos básicos por debajo de los niveles del 5 de diciembre (véase gráfico 9). Esta reducción se produjo a un ritmo relativamente constante para todos los plazos, con el resultado de que el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes se situaba en 42 puntos básicos el 14 de enero, prácticamente sin variación con respecto al 5 de diciembre (véase gráfico 9).

Los tipos *swap* del EONIA también disminuyeron durante el mes, pero a un ritmo más moderado. Esta caída refleja el recorte de 75 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE anunciado el 4 de diciembre y las expectativas de los mercados de nuevas reducciones en los próximos meses. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR sin garantías y el índice del EONIA *swap* se redujo hasta situarse en niveles observados por última vez a finales de septiembre, antes de alcanzar el máximo registrado a principios de octubre. Entre el 5 de diciembre y el 14 de enero, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses

Gráfico 8 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)



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

y el índice del EONIA *swap* al mismo plazo se redujo de 151 puntos básicos a 108 puntos básicos.

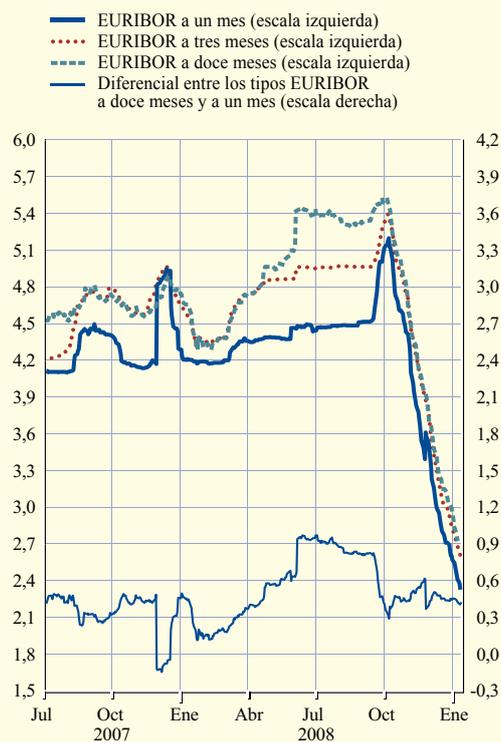
El 14 de enero, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre del 2009 se situaban en el 1,975%, el 1,770% y el 1,765%, respectivamente, lo que constituye una caída de 70, 67 y 68,5 puntos básicos, con respecto a los niveles del 5 de diciembre. Estas pronunciadas caídas de los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses reflejan, en parte, una fuerte disminución de las expectativas en cuanto a la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE, así como de una nueva reducción del diferencial previsto entre los tipos con garantías y sin garantías.

El 4 de diciembre, el Consejo de Gobierno acordó reducir 75 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE, lo que hizo que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema se situara en el 2,50%. Además, el 18 de diciembre, el BCE anunció que las OPF del Eurosistema continuarían realizándose mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena con posterioridad al período de mantenimiento que finalizó el 20 de enero de 2009, y al menos hasta el final del tercer período de mantenimiento del 2009. Se anunció asimismo que la banda de las facilidades permanentes del Eurosistema se ampliará simétricamente a partir del 21 de enero, por lo que el tipo de interés de la facilidad de depósito se reduciría 50 puntos básicos con respecto al tipo de interés de la OPF, y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se incrementaría en 50 puntos básicos.

A principios del duodécimo período de mantenimiento del 2008 (que finalizó el 20 de enero de 2009), el EONIA experimentó un acusado descenso, en consonancia con el recorte de los tipos de interés oficiales (véase gráfico 10). El EONIA continuó cayendo durante el período mantenimiento, aunque con aumentos repentinos al final de año señalando los habituales efectos estacionales. Sin embargo, el pico de fin de año fue relativamente limitado este año, ya que la abundante liquidez proporcionada por el Eurosistema en el contexto de las subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena suavizó la transición al nuevo año. Tras situarse en torno al 2,9% hacia el final del período de mantenimiento anterior, el EONIA descendió hasta el 2,225%, antes de aumentar ligeramente y situarse en el 2,352% al final del año, y luego retroceder inmediatamente hasta el 2,115% el 14 de enero. Durante ese período de mantenimiento, el EONIA se mantuvo constantemente por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, situándose, en promedio, 27 puntos básicos por debajo de dicho tipo, y registró un mínimo de 14,8 puntos básicos al final del año y un máximo de 38,5 puntos básicos el 14 de enero. Este comportamiento es acorde con la provisión de abundantes volúmenes de liquidez en el

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

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



Fuentes: BCE y Reuters.

contexto de la política de adjudicación plena a tipo de interés fijo.

Como consecuencia de la política del Eurosistema de utilizar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las OPF, el volumen de liquidez proporcionado al mercado estuvo determinado únicamente por las pujas presentadas por las entidades en las subastas. En las OPF de los días 9, 16, 22 y 30 de diciembre, y 5 y 13 de enero, las entidades de contrapartida presentaron pujas por importe de 22,4 mm de euros, 296,2 mm de euros, 335,2 mm de euros, 363,6 mm de euros, 373,1 mm de euros y 331,8 mm de euros por encima de las respectivas adjudicaciones de referencia, obteniendo con ello más liquidez de la que hubiera sido necesaria para cumplir las exigencias de reservas.

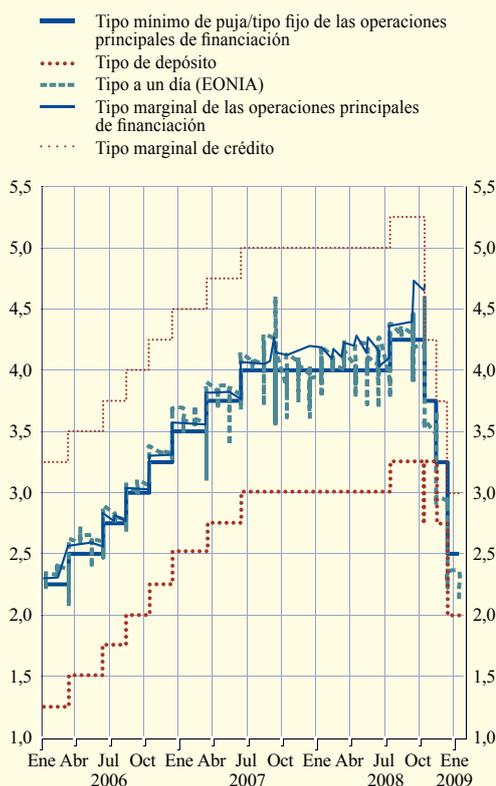
El recurso a la facilidad de depósito aumentó considerablemente durante este período de mantenimiento. Como consecuencia de la situación de liquidez holgada y de que no se realizaron operaciones de ajuste, el recurso medio diario a esta facilidad fue de unos 231 mm de euros durante ese período, con una clara tendencia al alza. Al mismo tiempo, el recurso diario a la facilidad marginal de crédito se redujo de unos 7 mm de euros, el 10 de diciembre, a alrededor de 1,7 mm de euros el 14 de enero, con un aumento reseñable en torno a final del año. El recurso medio a esta facilidad fue de alrededor de 2,3 mm de euros durante el período en su conjunto.

Además, haciendo uso de los acuerdos recíprocos de divisas (líneas *swap*) con la Reserva Federal, el Eurosistema continuó proporcionando financiación en dólares estadounidenses, respaldada por activos de garantía admitidos por el Eurosistema, en operaciones con vencimiento a una semana realizadas los días 10 y 17 de diciembre y 7 y 14 de enero, una operación con vencimiento a dos semanas el 23 de diciembre, operaciones con vencimiento a un mes el 16 de diciembre y el 13 de enero, y una operación con vencimiento a tres meses el 30 de diciembre. El BCE también proporcionó a las entidades de contrapartida del Eurosistema financiación en dólares estadounidenses y en francos suizos a cambio de euros a través de operaciones de *swap* de divisas.

En las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias del Eurosistema realizadas los días 10 de diciembre y 7 de enero (con adjudicación plena y un tipo de interés fijo equivalente al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema), el BCE proporcionó 7,5 mm de euros y 38,1 mm de euros, respectivamente, con vencimiento a tres meses, y 9,4 mm de euros y 55,9 mm de euros, respectivamente, con vencimiento a seis meses. En la operación de financiación a plazo más largo del 17 de diciembre (que también se llevó a cabo con adjudicación plena y a un tipo fijo del 2,50%, así como vencimiento a tres meses), el importe adjudicado ascendió a 50,7 mm de euros.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En diciembre del 2008 y a comienzos de enero del 2009, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió moderadamente en la zona del euro y de forma acusada en Estados Unidos. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro repuntaron, debido, en gran medida, a la normalización de las anteriores fluctuaciones atípicas de los precios de los bonos indicados con la inflación. Los mercados de renta fija siguieron registrando una elevada volatilidad implícita a ambos lados del Atlántico.

En relación con los niveles de finales de noviembre, el rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó en la zona del euro y en Estados Unidos, en torno a 10 y 75 puntos básicos, hasta situarse en el 3,6% y el 2,2%, respectivamente, el 14 de enero (véase gráfico 11). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se amplió, hasta situarse alrededor de -140 puntos básicos al final del período considerado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se redujo en 15 puntos básicos, situándose en el 1,3% a principios de enero. En diciembre y a primeros de enero, pese a quedar a ambos lados del Atlántico muy por debajo de los máximos alcanzados a mediados de noviembre, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija siguió manteniéndose en niveles elevados.

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos continuó mostrando la tendencia descendente iniciada a comienzos de noviembre. En la semana de diciembre en la que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció que el tipo de referencia de los fondos federales se situaría entre el 0,0% y el 0,25%, el rendimiento de los bonos a diez años cayó unos 50 puntos básicos. Parte de este fuerte descenso puede deberse a que el citado Comité anunciara también que mantendría probablemente el tipo de referencia en un nivel reducido durante un largo período de tiempo.

En la zona del euro, los desplazamientos de fondos hacia activos de mayor calidad disminuyeron ligeramente, en comparación con el mes de noviembre, lo que atemperó en alguna medida la presión sobre el rendimiento de la deuda a largo plazo. En el contexto del anticipado recorte de 75 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro sólo experimentó un moderado descenso. Los diferenciales de rendimiento entre los bonos a diez años de los distintos países de la zona del euro y los de Alemania volvieron a ampliarse en general, alcanzando nuevos máximos a finales de diciembre y principios de enero. Los elevados niveles de los diferenciales de deuda soberana entre los países de la zona del euro parecen seguir siendo resultado de una mayor aversión al riesgo por parte de los inversores en renta fija, unida a un nivel de liquidez in-

Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

usualmente bajo en algunos mercados de deuda soberana y a la preocupación por la carga fiscal de los planes de rescate¹.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo iniciada con la inflación de la zona del euro disminuyó de forma significativa en diciembre y a comienzos de enero. Tras los pronunciados aumentos registrados en septiembre y octubre, reflejo de la presión vendedora derivada del desapalancamiento llevado a cabo por varias instituciones financieras, el rendimiento real ha evolucionado más en línea con las debilitadas perspectivas macroeconómicas. Esta normalización se tradujo en una reducción de 115 y 85 puntos básicos del rendimiento real *spot* a cinco y diez años, respectivamente (véase gráfico 12).

Unida al ligero descenso del rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo, esta normalización indujo un marcado repunte de las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y diez años, que se elevaron unos 75 puntos básicos, en ambos casos, situándose, a primeros de enero, en el 1,3% y el 1,8%, respectivamente. En consecuencia, los tipos *forward* a cinco años, dentro de cinco años, aumentaron unos 70 puntos básicos, hasta situarse en torno al 2,4%. En cierta medida, estas fluctuaciones pueden considerarse como reflejo de la corrección, impulsada por factores técnicos, que se produjo en los mercados de bonos iniciados con la inflación. Sin embargo, existe todavía una considerable incertidumbre respecto a la medida en que las actuales tensiones en los mercados financieros están distorsionando la fijación de los precios relativos de los bonos nominales convencionales en relación con los bonos iniciados con la inflación, que se caracterizan por una menor liquidez. Así pues, estos factores técnicos siguen dificultando la interpretación de las tasas de inflación implícitas como reflejo de las expectativas de inflación de los participantes en el mercado y de las correspondientes primas de riesgo.

La evolución de la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo de la zona del euro

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

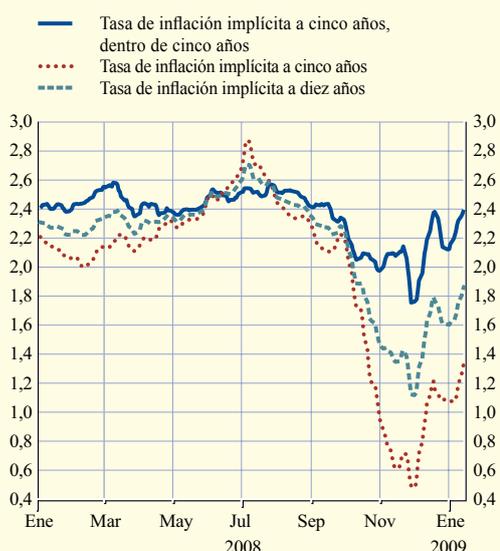
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 13 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

¹ 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.

muestra que el comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona puede desagregarse entre los cambios de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) para distintos plazos (véase gráfico 14). El nivel prácticamente estable del rendimiento de la deuda pública a largo plazo, en comparación con el observado a finales de noviembre, es resultado de una revisión a la baja de las expectativas de tipos de interés a corto plazo para horizontes más próximos, que se vio compensada con las expectativas de elevación de los tipos de interés y un probable aumento de las primas de riesgo para horizontes más dilatados.

Los diferenciales de renta fija privada permanecieron en niveles muy altos en diciembre y a principios de enero. A finales de diciembre, los diferenciales de los bonos con calificación BBB de las sociedades no financieras alcanzaron un nuevo máximo (en relación con el período transcurrido desde 1999). Sin embargo, en comparación con finales de noviembre, los diferenciales entre el rendimiento de los bonos de las sociedades no financieras y el rendimiento de la deuda pública han disminuido ligeramente en todas las calificaciones crediticias. Los diferenciales de los bonos de las instituciones financieras con calificaciones más altas se redujeron también, mientras que los de los bonos de las instituciones con calificaciones más bajas volvieron a aumentar. En general, el nivel todavía elevado de los diferenciales de renta fija privada refleja la persistente preocupación de los inversores respecto a la solvencia de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras.

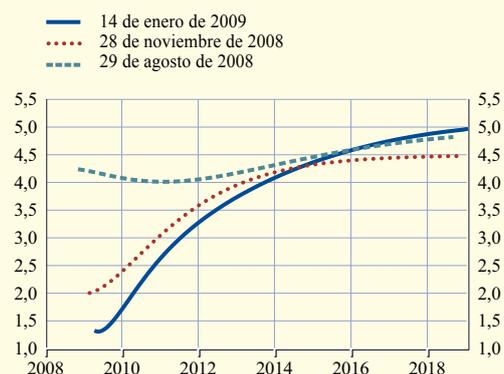
2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En noviembre del 2008, casi todos los tipos de interés a corto y a largo plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a hogares y a sociedades no financieras se redujeron considerablemente. De igual modo, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por este sector a los nuevos depósitos disminuyeron de modo significativo en noviembre del 2008, tras los pronunciados aumentos de los meses anteriores.

En noviembre del 2008, con la excepción de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM al crédito al consumo, que se incrementaron ligeramente, todos los tipos a corto plazo aplicados por este sector a los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras disminuyeron considerablemente, poniendo fin a la tendencia al alza observada en los meses precedentes (véase gráfico 15). De igual modo, en noviembre del 2008, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo (esto es, depósitos a plazo hasta un año) de las sociedades no financieras y de los hogares experimentaron un descenso significativo. Es muy probable que esta evolución estuviera impulsada por las caídas paralelas y

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

(en porcentaje; datos diarios)



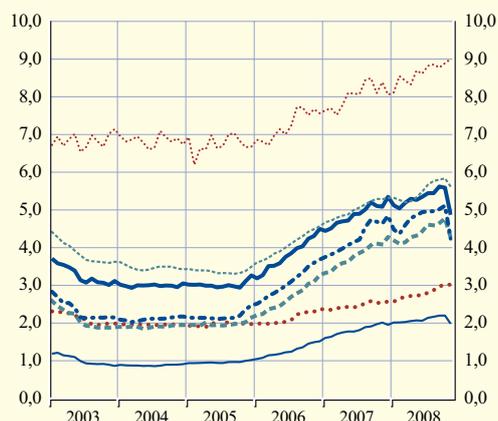
Fuentes: BCE, EuroMTS (datos) y Fitch Rating (calificaciones crediticias).

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

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

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

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

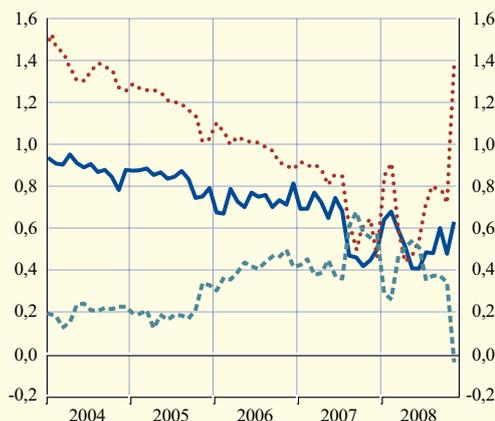


Fuente: BCE.

Gráfico 16 Diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y el tipo a tres meses del mercado monetario

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

- Diferenciales entre los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año y el tipo a tres meses del mercado monetario
- Diferenciales entre los préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año y el tipo a tres meses del mercado monetario
- - - Diferenciales entre los depósitos hasta un año de los hogares y el tipo a tres meses del mercado monetario



Fuente: BCE.

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

más pronunciadas de los tipos de mercado con períodos similares de fijación del tipo de interés. Como consecuencia de las reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE y de un leve alivio de las tensiones en los mercados monetarios, el EURIBOR a tres meses disminuyó acusadamente en noviembre y diciembre del 2008². Esto se tradujo en una ampliación entre los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y los tipos a corto plazo del mercado monetario, mientras que el diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario y los tipos a corto plazo de los depósitos de las IFM se redujo a cero en noviembre del 2008 (véase gráfico 16). Es probable que estos movimientos reflejen la lentitud habitual de la transmisión de las variaciones en los tipos de interés de mercado a los tipos aplicados por las entidades a su clientela, el endurecimiento de los criterios aplicados en la concesión de préstamos y, en cuanto al estrechamiento del diferencial de los depósitos, a la persistente e intensa competencia entre entidades por captar financiación a través de este tipo de instrumentos.

Los tipos de interés a más largo plazo aplicados por las IFM experimentaron una evolución similar. En consecuencia, todos los tipos de interés aplicados por este sector a los préstamos con período ini-

2 Para un análisis de la transmisión de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela ante las tensiones observadas en el mercado monetario de la zona del euro, véase el recuadro titulado «Consecuencias de las tensiones observadas en el mercado monetario en el proceso de transmisión de los tipos de interés aplicados por las IFM», en el Boletín Mensual de diciembre del 2008.

cial de fijación del tipo de más de un año disminuyeron en noviembre del 2008 (véase gráfico 17). Estos descensos fueron especialmente pronunciados en el caso de los tipos a largo plazo aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras, interrumpiendo la tendencia al alza observada en los meses precedentes, mientras que la reducción de los tipos a largo plazo de los préstamos a los hogares fue algo más limitada. Es muy probable que esta evolución se deba al hecho de que las entidades de crédito comenzaron a ajustarse a los considerables descensos de los tipos de mercado registrados desde septiembre del 2008. Por ejemplo, entre agosto y noviembre del 2008, el tipo *swap* a cinco años de la zona del euro se redujo alrededor de 140 puntos básicos. En este contexto, las disminuciones observadas, en general, en los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos entre agosto y noviembre fueron más moderadas, posiblemente como consecuencia de la inercia habitual en el ajuste de los tipos de interés aplicados por las entidades a su clientela y de la preocupación acerca de las perspectivas en lo que respecta a la situación de los prestatarios bancarios. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo de los hogares continuaron incrementándose, probablemente como reflejo del hecho de que la competencia para obtener refinanciación mediante depósitos continuó aumentando en un entorno en el que el acceso a otras fuentes de financiación bancaria siguió planteando muchas dificultades. En el recuadro 2 se presentan algunas medidas de los diferenciales entre los tipos de interés del crédito y de los depósitos de las IFM, que constituyen una importante fuente de rentabilidad de las entidades de crédito, y se analiza la evolución a más largo plazo de estos márgenes.

Gráfico 17 Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a largo plazo

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



Fuente: BCE.

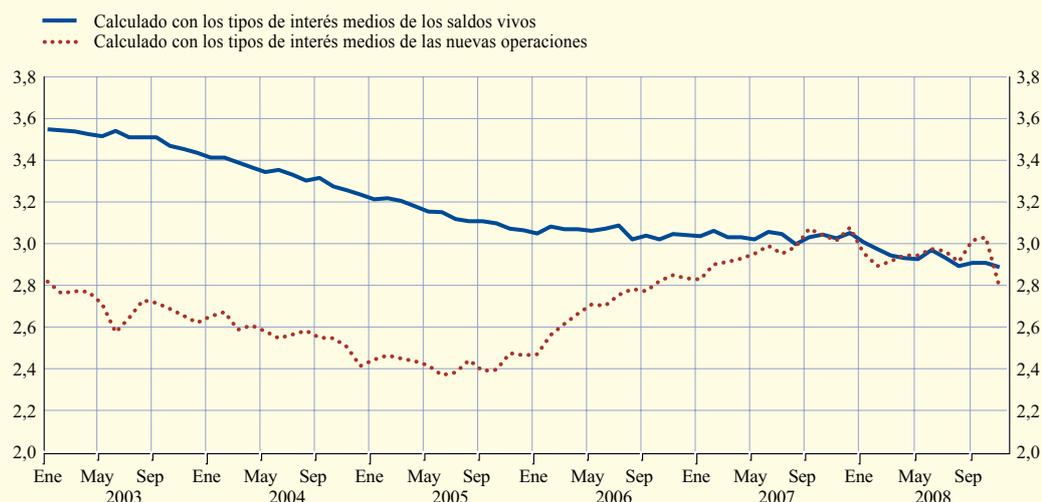
Recuadro 2

EL DIFERENCIAL ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO Y DE LOS DEPÓSITOS EN LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se analiza la evolución del diferencial entre los tipos de interés del crédito y de los depósitos de las IFM, definido como la diferencia entre la media de los tipos de interés aplicados a los préstamos y la correspondiente a los tipos de los depósitos. Dicho diferencial proporciona información sobre la capacidad de las entidades de crédito de la zona del euro para generar ingresos por intereses. En las dos últimas décadas, la importancia de los ingresos netos por intereses (o margen de intermediación) ha disminuido con respecto a otras fuentes de ingresos (es decir, los ingresos no procedentes de intereses), a medida que las entidades han pasado a basar su modelo de negocio, de manera creciente, en actividades que generan comisiones y otros ingresos de explotación, aunque

Diferencial entre los tipos de interés del crédito y de los depósitos

(en porcentaje anualizado)



Fuente: BCE.

Nota: El «diferencial basado en los tipos de interés medios de los saldos vivos» se calcula como la diferencia entre la media ponderada del tipo de interés aplicado a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares, y la media ponderada del tipo aplicado a los depósitos de estos dos sectores (utilizando los saldos vivos como ponderaciones). El «diferencial basado en los tipos de interés medios de las nuevas operaciones» se calcula obteniendo primero la media ponderada de los tipos de interés aplicados en las nuevas operaciones de préstamos y de depósitos (excluidos los tipos de interés de los descubiertos en cuenta, los depósitos a la vista y los depósitos disponibles con preaviso), utilizando los volúmenes de nuevas operaciones como ponderaciones. En una segunda fase, la media ponderada del tipo de interés aplicado a las nuevas operaciones de préstamos se combina con los tipos de interés de los descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras y los hogares (utilizando los saldos vivos como ponderaciones) y, de igual modo, la media ponderada del tipo de interés aplicado a las nuevas operaciones de depósitos se combina con los tipos de los depósitos a la vista y de los depósitos disponibles con preaviso (de nuevo utilizando los saldos vivos como ponderaciones). La diferencia entre los dos constituye el diferencial basado en los tipos de interés de las nuevas operaciones.

siguen siendo el principal componente de los ingresos totales de las entidades¹. Además, la caída de los ingresos netos por intereses también puede haber estado impulsada por la fuerte competencia y por el hecho de que la curva de rendimientos haya sido relativamente plana en los últimos años. Dado que la contribución de los ingresos netos por intereses a la rentabilidad de los bancos todavía es significativa, el diferencial entre los tipos de interés del crédito y de los depósitos de las IFM se analiza regularmente, conjuntamente con el análisis periódico de la evolución de los propios tipos de interés aplicados por las IFM.

Los ingresos netos por intereses a los que hace referencia este recuadro únicamente están relacionados con los préstamos y los depósitos de los sectores privados no financieros, según figuran en las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM. No obstante, dado que, en noviembre del 2008, los préstamos y los depósitos de los sectores privados no financieros representaban el 30% y el 21%, respectivamente, del total de activos y pasivos de las IFM, es probable que sean el origen de la mayor parte del margen de intermediación de las IFM de la zona del euro. Se calculan dos medidas sintéticas del citado diferencial: una basada en los tipos de interés medios de los saldos vivos (ponderados por el volumen de los saldos vivos de préstamos y depósitos) y otra basada en

1 Según el informe *Bank Profitability Statistics* de la OCDE, el margen de intermediación suponía un 60% de los ingresos totales de las entidades de crédito en el 2005, en comparación con alrededor del 80% a finales de la década de los ochenta; véase también BCE (2003), «Structural analysis of the EU banking sector», noviembre, y el artículo titulado «El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», en el Boletín Mensual de agosto del 2008.

los tipos de interés medios aplicados por estas instituciones en las nuevas operaciones de préstamo y de depósito (ponderados utilizando una combinación de volúmenes de nuevas operaciones y saldos vivos). Ambas medidas plantean algunos inconvenientes. Por un lado, dado que se basa en los saldos vivos y por ello sus ponderaciones se ven afectadas por evoluciones pasadas, es posible que el margen basado en los tipos de interés de los saldos vivos presente cierto sesgo cuando se producen cambios estructurales importantes en el proceso de fijación del precio de los préstamos y los depósitos bancarios. En consecuencia, el margen basado en las nuevas operaciones, que es menos inercial por definición, puede captar de manera más adecuada la evolución reciente de los ingresos por intereses de las entidades de crédito. Por otro lado, el margen basado en los tipos de interés de las nuevas operaciones puede verse afectado por el considerable volumen de operaciones de renovación periódica (*roll-over*) y, por tanto, presentar un sesgo hacia las operaciones de financiación a corto plazo.

El gráfico muestra la evolución de las dos medidas del diferencial entre los tipos de interés del crédito y de los depósitos de las IFM desde enero del 2003. En el 2008, ambas medidas fluctuaron en torno a un nivel del 3%. Aunque el diferencial basado en las nuevas operaciones, que refleja mejor la evolución contemporánea de los tipos de interés bancarios, fue inferior al basado en los saldos vivos en el período 2003-2007, la brecha entre las dos medidas se redujo hacia el final de este período, de forma paralela a las subidas de los tipos de interés a corto plazo.

Si se analiza con más detalle, el diferencial medido sobre los saldos vivos disminuyó ligeramente en el 2008, y en noviembre se situaba en el 2,9%. Esta reducción parece tener su origen en los aumentos de los tipos aplicados tanto a los préstamos como a los depósitos, aunque la media de los tipos de los depósitos ha experimentado un incremento relativamente mayor, debido, en parte, a desplazamientos desde los depósitos a la vista a los depósitos a plazo, cuyos tipos de interés son más sensibles a cambios en los tipos de mercado correspondientes. Desde una perspectiva a más largo plazo, el diferencial calculado sobre los saldos vivos se ha reducido ininterrumpidamente desde enero del 2003, descendiendo en total unos 60 puntos básicos hasta noviembre del 2008. La disminución registrada en la primera mitad del período transcurrido desde el año 2003 fue principalmente resultado de un descenso más acusado de los tipos aplicados a los préstamos que el de los tipos de los depósitos, lo que posiblemente fue reflejo del bajo nivel general de los tipos de interés y del estrechamiento de los diferenciales de crédito en este período.

El diferencial basado en los tipos de interés aplicados en las nuevas operaciones, que suele ser más volátil, se mantuvo estable, en líneas generales, en el 2008, reflejo del hecho de que las medias ponderadas de los tipos aplicados en las nuevas operaciones de préstamos y de depósitos aumentaron más o menos en paralelo durante este período. No obstante, los últimos datos disponibles, correspondientes a noviembre del 2008, mostraron un descenso de 20 puntos básicos en el citado diferencial, principalmente como consecuencia de la fuerte caída de los tipos de interés aplicados por las IFM en las nuevas operaciones de préstamos. Desde una perspectiva a más largo plazo, en la actualidad, este diferencial se sitúa ligeramente por encima del nivel observado a principios del 2003, aunque aproximadamente 40 puntos básicos por encima del registrado en el segundo semestre del 2005. El aumento del diferencial relativo a las nuevas operaciones de préstamo y de depósito observado entre el final del 2005 y el final del 2007 tuvo su origen, fundamentalmente, en un incremento más pronunciado del tipo de interés sintético de los préstamos que el correspondiente a los depósitos.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de noviembre y el 14 de enero, las cotizaciones bursátiles bajaron en la zona del euro y en Estados Unidos, un 5% y un 6%, respectivamente. Los beneficios de las empresas cotizadas sufrieron un nuevo e intenso deterioro en la zona del euro y en Estados Unidos, contribuyendo así a una mayor depreciación de las acciones. Aunque se situó en niveles considerablemente inferiores a los máximos alcanzados en octubre y noviembre, la volatilidad de los mercados de renta variable siguió siendo elevada tanto en los plazos más cortos como en los más largos, reflejo de la incertidumbre respecto a la profundidad y duración de las recesiones a ambos lados del Atlántico.

Entre finales de noviembre y el 14 de enero, las cotizaciones bursátiles volvieron a caer de forma significativa en los mercados internacionales. Tras experimentar inicialmente una calma relativa en diciembre, después de los acusados descensos y de las marcadas fluctuaciones que caracterizaron los meses anteriores, los precios de las acciones bajaron nuevamente en la segunda y tercera semanas de enero. Entre finales de noviembre y el 14 de enero, las cotizaciones de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio perdieron un 5%, las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard and Poor's 500, retrocedieron un 6%, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, bajaron un 1% (véase gráfico 18). Pese a descender por debajo de los máximos alcanzados en octubre y noviembre, la volatilidad implícita a corto plazo, obtenida de las opciones sobre acciones, siguió siendo históricamente alta (véase gráfico 19). Por otra parte, la volatilidad esperada del índice Dow Jones EURO STOXX 50 para horizontes temporales de uno y dos años sólo se redujo ligeramente, lo que sugiere que

Gráfico 18 Índices bursátiles

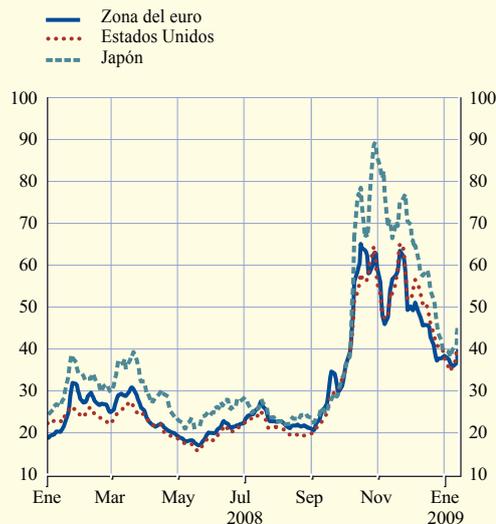
(índice: 1 de enero de 2008 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 19 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

los participantes en el mercado siguen albergando bastante incertidumbre respecto a la evolución de los mercados de renta variable, incluso más allá del muy corto plazo.

En el período analizado, el comportamiento de los mercados de renta variable estuvo básicamente determinado por los temores respecto a la duración y profundidad de la recesión a ambos lados del Atlántico. En Estados Unidos, la caída generalizada de los mercados bursátiles fue impulsada, en gran medida, por la situación del sector financiero, que registró un descenso del 14%, y especialmente por la de las entidades bancarias, cuyas acciones cayeron un 25%. Por lo que se refiere a los factores determinantes, los fuertes recortes de los tipos de interés, que en igualdad de condiciones deberían sostener los precios de las acciones, fueron contrarrestados por las todavía elevadas primas de riesgo exigidas por los inversores y por la persistente debilidad de las perspectivas macroeconómicas. Por ejemplo, las estadísticas de desempleo de Estados Unidos anunciadas el 9 de enero se situaron en un nivel que no se observaba desde hacía 16 años, poniendo de manifiesto la profundidad de la recesión en curso, que se refleja también en las cifras de beneficios, ya que las tasas de crecimiento de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Standard an Poor's 500 volvieron a bajar en diciembre, hasta situarse en el torno al -15%. También descendieron las tasas de crecimiento de los beneficios esperados de estas empresas, aunque, al situarse en torno al 10%, estas tasas apuntan, en alguna medida, a que se espera un repunte de los beneficios empresariales en un plazo de un año.

Asimismo, en la zona del euro las cotizaciones bursátiles bajaron tanto en el sector no financiero como en el financiero, un 3% y un 6%, respectivamente, entre finales de diciembre y el 14 de enero. Al final del período examinado, los precios de las acciones de las entidades bancarias habían caído un 10%. El principal factor favorable para los precios de las acciones fue el recorte de los tipos de interés. Aunque registraron al principio una evolución relativamente moderada, con ganancias en todos los sectores hasta los primeros días de enero, los mercados de renta variable de la zona del euro experimentaron posteriormente fuertes pérdidas, en el contexto de la publicación de datos negativos para el sector bancario y de evidencias de desaceleración de la actividad económica. Al mismo tiempo, los inversores siguieron exigiendo elevadas primas de riesgo para las acciones. A este respecto, la encuesta de Merrill Lynch a los gestores internacionales de fondos correspondiente al mes de diciembre del 2008 reveló un nuevo deterioro de la tolerancia al riesgo, tras la ligera recuperación observada en noviembre. En general, los mercados de renta variable de la zona del euro parecen haber estado notablemente influidos por el alto nivel de aversión al riesgo, en términos históricos, y por el bajo nivel de confianza de los inversores.

En lo que respecta a la evolución de los beneficios de las empresas cotizadas, el crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se situó en el -13% en diciembre, frente al -4% de noviembre. Aunque se espera todavía que las tasas de crecimiento futuras de los beneficios del índice Dow Jones EURO STOXX agregado sean positivas, han vuelto a descender: la tasa de crecimiento de los beneficios por acción prevista para los próximos doce meses cayó desde el 4% de noviembre hasta el 3% de diciembre.

En diciembre, la evolución de los beneficios por sectores mostró un marcado contraste entre el sector no financiero y el sector financiero. Mientras que el primero registró una tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción del -9%, el sector financiero registró una tasa de crecimiento del -38%. Sin embargo, se espera un repunte del 15% de los beneficios por acción del sector financiero en un horizonte temporal de un año. En el sector no financiero, la tasa esperada de crecimiento de los beneficios por acción se sitúa en el -3%, lo que apunta a unas perspectivas de escasa rentabilidad en el futuro.

3 PRECIOS Y COSTES

Tras el fuerte descenso, hasta el 2,1%, registrado en noviembre del 2008, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro volvió a disminuir, hasta el 1,6%, en diciembre. Al mismo tiempo, existen señales de que las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han atenuado notablemente en los últimos meses, en relación con los elevados niveles alcanzados a mediados de año. Por el contrario, el crecimiento de los costes laborales de la zona del euro se aceleró en el tercer trimestre del 2008. De cara al futuro, las pronunciadas caídas de los precios de las materias primas y el actual debilitamiento de la demanda sugieren que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC seguirá bajando en los próximos meses. Los acusados efectos de base de la anterior volatilidad de los precios de las materias primas contribuirán a originar un mayor descenso transitorio de la inflación medida por el IAPC hacia mediados del 2009. Haciendo abstracción de tal volatilidad, los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo están, en general, equilibrados. Si los precios de las materias primas vuelven a bajar de forma inesperada o si la economía experimenta una desaceleración mayor de lo previsto, podrían generarse presiones a la baja sobre la inflación, mientras que se materializarían riesgos al alza para la estabilidad de precios, especialmente si la reciente caída de los precios de las materias primas se invirtiera o si las presiones sobre los precios internos resultasen ser más fuertes de lo esperado.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro volvió a disminuir, hasta el 1,6%, en diciembre del 2008, tras el marcado descenso, hasta el 2,1%, registrado en noviembre (véase cuadro 4). El detalle del índice de diciembre indica que la intensa desaceleración de la inflación interanual medida por el IAPC observada en ese mes puede atribuirse, en gran medida, a un nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual del componente energético (véase gráfico 20), originado por una importante reducción de la tasa de variación intermensual de los precios de la energía, especialmente de los productos energéticos derivados del petróleo, como los combustibles para automóviles y el gasóleo para calefacción. Por el contrario, los precios del gas y de la energía calórica subieron en tasa intermensual en diciembre, posiblemente como reflejo de los efectos retardados de los anteriores aumentos de los precios del petróleo.

En el mes de diciembre, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos volvió a disminuir en la zona del euro, como consecuencia de la reducción de la correspondiente tasa de los precios de los

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

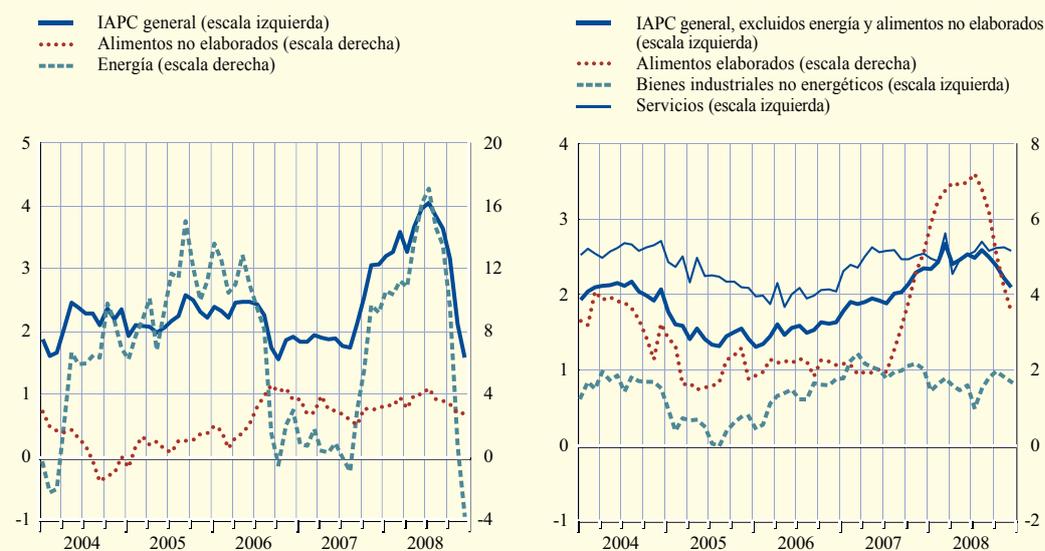
	2007	2008	2008 Jul	2008 Ago	2008 Sep	2008 Oct	2008 Nov	2008 Dic
IAPC y sus componentes								
Índice general	2,1	3,3	4,0	3,8	3,6	3,2	2,1	1,6
Energía	2,6	10,3	17,1	14,6	13,5	9,6	0,7	-3,7
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	4,4	3,7	3,6	3,4	2,8	2,8
Alimentos elaborados	2,8	6,1	7,2	6,8	6,2	5,1	4,2	3,5
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	0,5	0,7	0,9	1,0	0,9	0,8
Servicios	2,5	2,6	2,6	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,8	.	9,2	8,5	7,9	6,3	3,4	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	85,3	77,0	70,0	55,2	43,1	32,1
Precios de las materias primas no energéticas	9,2	4,4	9,8	10,5	5,5	-7,4	-7,7	-17,1

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

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

Gráfico 20 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

alimentos elaborados, que cayó al 3,5%, desde el máximo del 7,2% alcanzado en julio, en un entorno de abaratamiento de las materias primas agrarias. El descenso registrado en diciembre obedeció, principalmente, a la evolución de los precios de los componentes de pan y cereales, productos lácteos, y aceite y grasas, como reflejo, básicamente, de un efecto de base favorable. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se mantuvo sin cambios en el 2,8% en diciembre. Sin embargo, los distintos componentes de los alimentos no elaborados experimentaron movimientos de signo contrario, observándose una desaceleración del crecimiento interanual de los precios de la carne, el pescado y las frutas, y una aceleración, en el caso de las hortalizas.

La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía (que representan el 30% de la cesta del IAPC) disminuyó ligeramente, hasta el 1,8%, en diciembre, desde el 1,9% registrado en los tres meses precedentes. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos volvió a descender levemente, por segunda vez consecutiva, desde el 1% de octubre hasta el 0,8% de diciembre, tras haber mostrado cierta tendencia al alza en los meses anteriores. El último descenso fue consecuencia, fundamentalmente, de la evolución de los precios de los automóviles (que representan el 15% del componente de bienes industriales no energéticos). La caída de la tasa de variación interanual de los precios de los automóviles hasta cero observada en diciembre obedeció, en parte, a un efecto de base y, en parte probablemente, a un ligero descenso intermensual debido a la contracción de la demanda de automóviles. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios se mantuvo en el 2,6% en diciembre, sin cambios desde septiembre y generalmente en línea con la media registrada en el período transcurrido desde enero del 2007. No obstante, la estabilidad del mes de noviembre ocultó tendencias opuestas de los distintos componentes. En particular, la tasa de variación interanual del componente de servicios de transporte aumentó ligeramente, lo que parecía estar en contradicción con el reciente comportamiento de los precios del petróleo. Ello se compensó con una pronunciada caída de la tasa de variación interanual de los precios de las vacaciones organizadas. En

general, tal y como se indica en el recuadro 3, en los últimos años varios factores estructurales han contribuido a mantener la inflación en los precios de los servicios de la zona del euro en un nivel más elevado que el de la inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos.

Recuadro 3

¿POR QUÉ LA INFLACIÓN EN LOS SERVICIOS ES SUPERIOR A LA INFLACIÓN EN LOS BIENES EN LA ZONA DEL EURO?

Cuando se analizan las actividades económicas, se suele distinguir entre servicios y bienes. En este recuadro se examina la naturaleza y las posibles explicaciones de la brecha existente en la zona del euro entre la inflación en los precios de los servicios y en los precios de los bienes industriales, centrándose especialmente en la tendencia de esta brecha a persistir en el tiempo.

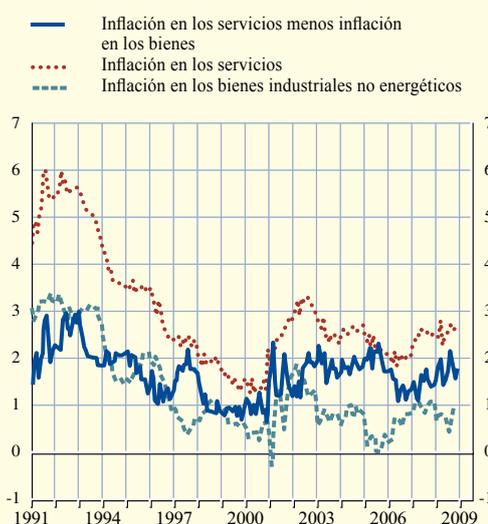
En las dos o tres últimas décadas, los precios de los servicios han subido más rápidamente que los de los bienes en la zona del euro. Los últimos datos de la base EU KLEMS ponen de relieve esta diferencia tanto en el IAPC como en los deflatores del valor añadido bruto (véanse gráfico y cuadro, respectivamente)¹. El concepto de «bienes» utilizado aquí se refiere a la categoría de manufacturas de la contabilidad nacional, en la base de datos EU KLEMS, y a los bienes industriales no energéticos, en el IAPC. Para ambas clases de datos, la brecha entre la inflación en los precios de los servicios de mercado y en los precios de los bienes ha mostrado una persistente tendencia a ser positiva a lo largo del tiempo, oscilando en torno a 2 puntos porcentuales en los datos del IAPC (1991-2008) y a 1,2 puntos porcentuales en la base de datos EU KLEMS (1981-2005). Además, la brecha entre la inflación en los precios de los servicios y en los precios de los bienes se ha mantenido, con independencia de la tasa de inflación. Por ejemplo, el crecimiento de los precios de los servicios ha sido superior al de los precios de los bienes tanto en períodos con una inflación relativamente elevada (en los años ochenta y a principios de los noventa) como con una inflación más baja (a partir de mediados de la década de los noventa).

Existen varias razones por las que los precios de los servicios tienden a subir más rápidamente que los precios de los bienes. Un argumento que se esgrime a veces es que la demanda de servicios crece

¹ En relación con la base de datos EU KLEMS, véase Timmer, M., van Moergaestel, T., Stuijvenwold, E., Ypma, G., O'Mahony, M. y Kangasniemi, M.: EU KLEMS Growth and Productivity Accounts Version 1.0, marzo del 2007. Aunque los datos de contabilidad nacional del SEC 95 ofrecidos por Eurostat son más puntuales, se utiliza aquí la base de datos EU KLEMS por dos razones. En primer lugar, los datos de la base EU KLEMS abarcan un período de tiempo más largo (desde 1970) que los del SEC 95 (sólo a partir de comienzos de los años noventa). En segundo lugar, la base de datos EU KLEMS incluye la productividad del trabajo por hora trabajada, mientras que las estadísticas del SEC 95 sólo incluyen la productividad del trabajo por persona ocupada. Para un análisis de los datos del SEC 95 sobre la inflación en los servicios, véase el recuadro titulado «Evaluación de la evolución de la inflación sectorial a partir de los datos de contabilidad nacional», en el Boletín Mensual de mayo del 2008.

Brecha entre la inflación en el IAPC de servicios y el IAPC de bienes

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los últimos datos disponibles corresponden a noviembre del 2008.

Inflación, productividad y competencia

(medias de cinco años; tasas de variación interanual)

	1981-2005	1981-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005
Deflactor del valor añadido bruto						
Servicios de mercado	3,8	7,2	4,2	3,7	1,4	2,5
Manufacturas	2,6	6,2	3,1	2,0	1,0	0,7
Servicios de mercado menos manufacturas	1,2	1,0	1,1	1,7	0,4	1,7
Crecimiento de la productividad del trabajo por hora trabajada						
Servicios de mercado	1,5	1,5	2,0	1,9	1,2	0,8
Manufacturas	2,8	3,7	2,4	3,3	2,6	2,1
Servicios de mercado menos manufacturas	-1,3	-2,2	-0,4	-1,4	-1,4	-1,3
Margen de beneficio						
Servicios de mercado	36,4	32,7	36,5	38,3	37,9	36,7
Manufacturas	10,2	9,9	11,9	9,6	10,0	9,6
Servicios de mercado menos manufacturas	26,2	22,8	24,7	28,7	27,9	27,1

Fuente: EU KLEMS.

Nota: El margen de beneficio se define como la ratio entre los costes de producto y los costes de producción. Los datos de la zona del euro no incluyen Chipre, Malta, Eslovaquia y Eslovenia.

a medida que crece la renta per cápita y que envejece la población. La participación de los servicios en el valor añadido bruto aumentó desde algo más del 60% en el año 1980 a un 70% en el 2005 (en torno al 50% en los servicios de mercado y al 20% en los servicios no de mercado). El incremento de la demanda de servicios en relación con la de bienes puede explicar, en ocasiones, algunas subidas a corto plazo de los precios de los servicios respecto a los de los bienes. No obstante, este factor no explica este fenómeno en el medio a largo plazo, ya que la oferta debería poder responder al aumento tendencial de la demanda a lo largo del tiempo.

Por lo que respecta a los factores por el lado de la oferta que pudieran explicar la persistente brecha entre la inflación en los precios de los servicios y en los precios de los bienes, ésta podría deberse a los diferenciales de crecimiento sectorial de la productividad. En lo que se refiere al crecimiento de los precios en términos de valor añadido bruto y de la productividad del trabajo, puede observarse, en promedio, una brecha cuantitativamente similar entre los servicios de mercado y las manufacturas (véase cuadro). Para el período 1981-2005, la inflación interanual en el valor añadido bruto en los servicios de mercado fue superior a la relativa a las manufacturas en 1,2 puntos porcentuales. La brecha correspondiente entre las manufacturas y los servicios fue de 1,3 puntos porcentuales para el crecimiento de la productividad del trabajo.

Otro factor que podría elevar los precios relativos de los servicios es un mayor margen, inducido por la falta de competencia en este sector². A este respecto, parece que unos aumentos de los márgenes en los servicios de mercado superiores a los observados en las manufacturas contribuyeron a producir la brecha de inflación entre los dos sectores desde el inicio de los años ochenta hasta mediados de los noventa, tal y como indica la ampliación de la brecha en los márgenes de beneficio (véase cuadro). Mientras que, desde mediados de los noventa, este ya no es el caso, cabe señalar que los servicios de mercado han seguido registrando unos márgenes relativamente elevados. En efecto, en el período 1996-2005 el «margen de beneficio», es decir, la ratio entre los costes de producto y los costes de

2 En la práctica, la competencia afecta no sólo a los márgenes sino también a la productividad. Véanse Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC: «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», Occasional Paper n.º 44, BCE, 2006; y el artículo titulado «Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo del 2007.

producción, se situó, en promedio, en torno al 37,3% en los servicios de mercado, en comparación con el nivel mucho más bajo del 9,8% observado en las manufacturas.

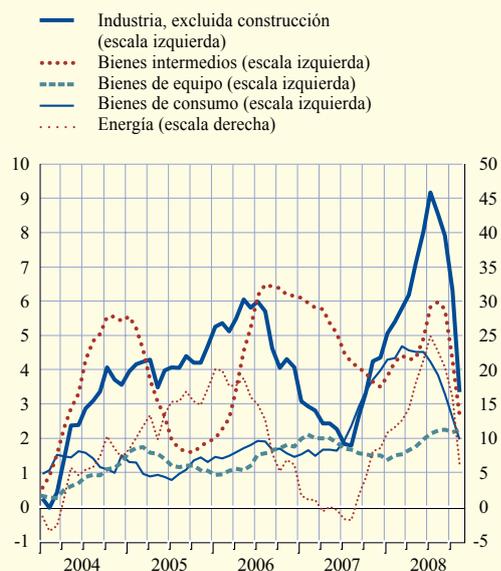
Por último, se mencionan a veces dos factores relacionados con la economía abierta, concretamente la mayor apertura al comercio exterior y el valor del euro. En lo que respecta a la mayor apertura al comercio exterior, se argumenta que el aumento de la competencia mundial afecta más a la inflación en los precios de los bienes que en los precios de los servicios, debido a la mayor envergadura del comercio internacional de bienes. El grado de apertura del comercio de la zona del euro (medido en términos de exportaciones más importaciones, en porcentaje del PIB) ha crecido de forma constante, desde un 20% del PIB en el año 1990 hasta un 35% en el 2008 (excluido el comercio dentro de la zona del euro). Este aumento ha sido impulsado por la contribución de las regiones con costes laborales más bajos, especialmente los nuevos Estados miembros de la Unión Europea y los países de Asia Sudoriental, que producen y venden bienes a precios relativamente reducidos. Para mantener la competitividad en términos de precios, las empresas de la zona del euro deben encontrar el modo de recortar sus costes y rebajar sus precios. Los precios reducidos de los bienes producidos en los países de bajo coste y vendidos dentro de la zona del euro y las respuestas de los productores de la zona en términos de precios contribuyen a rebajar los precios de los productos manufacturados y a ampliar la brecha entre la inflación en los precios de los servicios y en los precios de los bienes. Sin embargo, en la práctica a la mayor apertura del comercio de la zona del euro que se ha venido registrando desde los años noventa no se ha correspondido una tendencia observable en la brecha de inflación. Esta falta de correlación es evidente en el medio plazo, aunque pueden aparecer algunos movimientos coincidentes en períodos de tiempo más cortos.

En cuanto al valor del euro, una apreciación del tipo de cambio nominal debería reducir la inflación general en los bienes de consumo, al abaratar las importaciones. Ya que el comercio internacional de bienes es mucho más amplio que el de servicios, un aumento del valor del euro podría hacer bajar los precios de los bienes en relación con los de los servicios, contribuyendo a acentuar la brecha de inflación. Por el contrario, una depreciación del tipo de cambio debería estrechar la brecha de inflación entre los servicios y los bienes. Sin embargo, desde los años noventa el valor del euro ha venido experimentando marcadas fluctuaciones, sin mostrar ninguna tendencia clara. Por lo tanto, el tipo de cambio no puede explicar la persistencia de la brecha de inflación en el medio a largo plazo. No obstante, en algunos casos las fluctuaciones del tipo de cambio pueden haber influido transitoriamente en la evolución de la brecha de inflación.

En resumen, a lo largo de las dos o tres últimas décadas en la zona del euro la inflación en los precios de los servicios ha sido superior a la observada en los precios de los bienes. La existencia de una persistente brecha de inflación entre los servicios y los bienes se ha asociado a un escaso crecimiento de la productividad del trabajo. Otros factores parecen haber influido de forma transitoria en elevar la inflación en los servicios por encima de la inflación en los bienes. Entre estos factores pueden citarse una mayor demanda de servicios en relación con la demanda de bienes, circunstancias derivadas de la economía abierta (como una mayor competencia internacional y fluctuaciones del tipo de cambio del euro) y el aumento de los márgenes. Por lo que respecta a este último factor, cabe destacar que el sector servicios ha venido registrando márgenes relativamente elevados desde mediados de los años noventa. Todo ello sugiere que unas reformas estructurales encaminadas a intensificar el crecimiento de la productividad y a reducir los márgenes de beneficio, como un aumento de la competencia de mercado en el sector servicios, contribuirían a flexibilizar los precios relativos y a atemperar las presiones inflacionistas generales derivadas de los precios de los servicios en la zona del euro.

Gráfico 21 Desagregación de los precios industriales

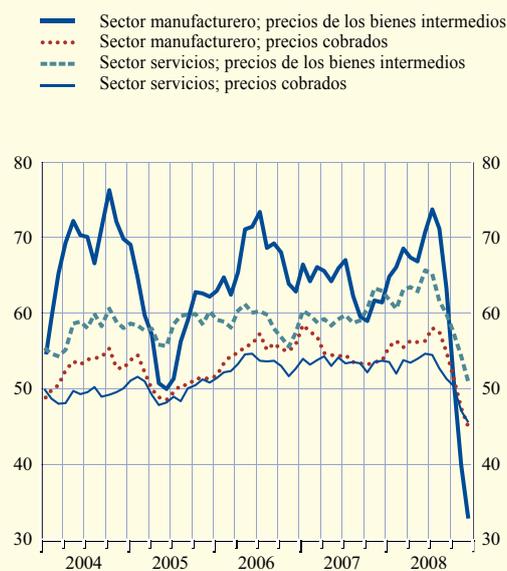
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



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

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

(índices de difusión; datos mensuales)



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

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro han ido disminuyendo de forma continuada desde los altísimos niveles alcanzados en el verano del 2008. La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, experimentó una acusada caída, desde el 6,3% de octubre, hasta el 3,4% de noviembre (véase gráfico 21). Este descenso podría atribuirse, en parte, a un fuerte efecto de base del componente energético, siendo así que la tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía bajó hasta el 6,3% en noviembre del 2008, desde el 15,9% de octubre. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación en los precios industriales disminuyó hasta el 2,3%. Aunque este descenso reflejó tasas de inflación más reducidas en casi todas las principales ramas de actividad, se observó una caída particularmente acentuada en la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios, desde el 4,3% de octubre, hasta el 2,7% de noviembre. Ello fue resultado, probablemente, de la reducción de los precios de las materias primas industriales, que ha estado ejerciendo un efecto a la baja en la evolución a corto plazo de los precios industriales a lo largo de la cadena de producción. Más adelante en la cadena, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo volvió a disminuir en noviembre, hasta el 2%, como consecuencia de la menor inflación en los componentes de bienes de consumo duradero y no duradero.

Los últimos datos de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas sugieren que los precios se vieron sometidos a menores presiones a lo largo de la cadena de suministro en diciembre del 2008 (véase gráfico 22). Según el último índice de directores de compras, tras la marcada caída de los índices de precios de los bienes intermedios y de los precios de venta, la mayor parte de los indicadores de presiones

sobre los precios en los sectores de manufacturas y de servicios se situaron a finales del 2008 en cotas próximas a mínimos históricos, en claro contraste con los elevados niveles registrados a mediados de año.

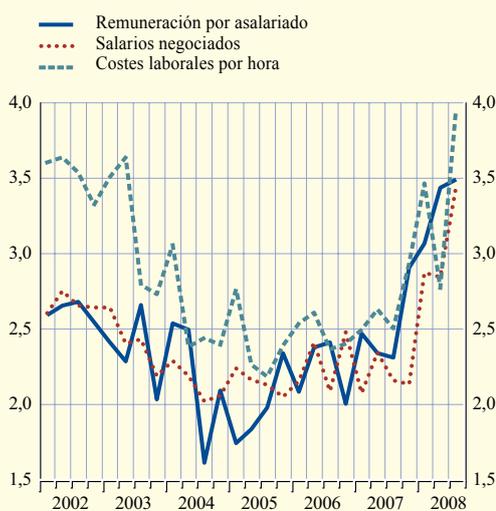
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los datos disponibles sugieren que los salarios de la zona del euro siguieron registrando un fuerte ritmo de crecimiento a lo largo de la mayor parte del 2008. Las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados, de los costes laborales por hora y de la remuneración por asalariado permanecieron en niveles elevados en el tercer trimestre del año (véanse gráfico 23 y cuadro 5). Los salarios negociados crecieron un 3,4%, como resultado, probablemente, de las pasadas tensiones registradas en los mercados de trabajo y de los efectos de segunda vuelta que la iniciación de los salarios con tasas de inflación temporalmente altas provocó en algunos países de la zona del euro. En el tercer trimestre se observó una aceleración de la tasa de crecimiento interanual de

los costes laborales por hora, que alcanzó el 4%. Este elevado crecimiento de los costes laborales por hora, que se produjo en todos los sectores (véase gráfico 24) puede haber sido, en cierta medida, reflejo, por un lado, de un ajuste de las horas trabajadas en respuesta al debilitamiento de la demanda, que no estuvo acompañado de un ajuste similar de los salarios, y, por otro, de una corrección de las horas trabajadas, que quedaron distorsionadas en el segundo trimestre, debido a las fechas tempranas en que cayó la Semana Santa en el 2008. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, del 3,5%, unida a la contracción de la productividad de la zona del euro observada en el mismo trimestre, aceleró el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios hasta el 3,7%, el nivel más alto alcanzado en más de una década. Así pues, los costes laborales siguieron registrando un crecimiento relativamente fuerte, en un período de desaceleración de la actividad. Sin embargo, parece muy probable que el crecimiento de los costes laborales vuelva a desacelerarse, en vista de las débiles perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro.

Gráfico 23 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.
Nota: Los datos de la remuneración por asalariado y de los costes laborales por hora se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Cuadro 5 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	2,8	4,0
Remuneración por asalariado	2,2	2,5	2,3	2,9	3,1	3,4	3,5
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	1,2	0,8	0,7	0,4	0,5	0,2	-0,1
Costes laborales unitarios	1,0	1,7	1,6	2,5	2,6	3,2	3,6

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.
Nota: Los datos de los salarios negociados no incluyen Eslovaquia.

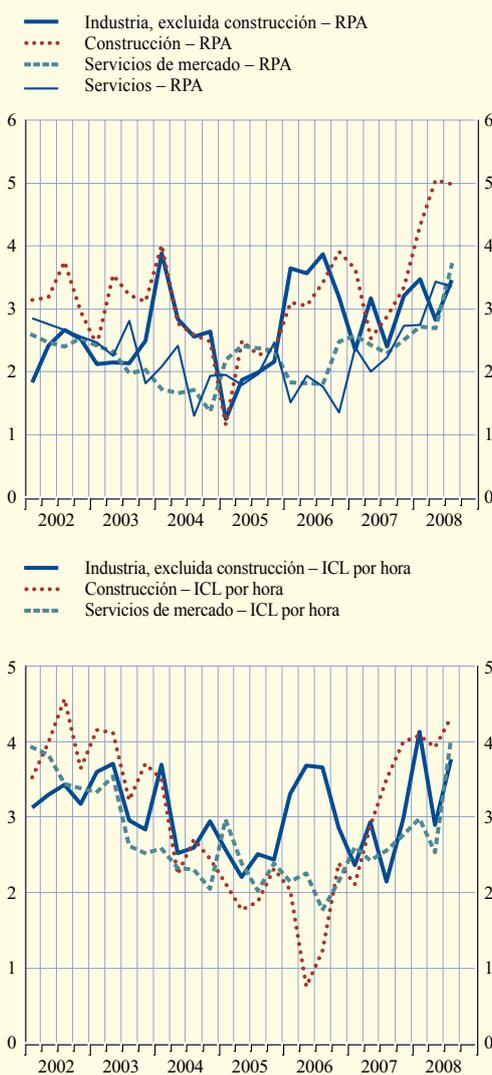
3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Tras registrar un fuerte descenso en noviembre del 2008, mes en el que se situó en el 2,1%, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro disminuyó hasta el 1,6% en diciembre. Al mismo tiempo, existen señales de que las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han reducido de forma significativa en los últimos meses, en relación con los elevados niveles alcanzados a mediados de año. Por el contrario, el crecimiento de los costes laborales de la zona del euro se aceleró en el tercer trimestre del 2008.

De cara al futuro, las pronunciadas caídas de los precios de las materias primas y el actual debilitamiento de la demanda sugieren que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC seguirá bajando en los próximos meses. Los acusados efectos de base de la anterior volatilidad de los precios de las materias primas contribuirán a originar un mayor descenso transitorio de la inflación medida por el IAPC hacia mediados del 2009. Asimismo, los efectos de base contribuirán a elevar las tasas de inflación en el segundo semestre del año. Ello conllevará una alta probabilidad de que las tasas de inflación medidas por el IAPC registren fuertes fluctuaciones en el 2009. Haciendo abstracción de tal volatilidad, los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo están, en general, equilibrados. Si los precios de las materias primas vuelven a bajar de forma inesperada o si la economía experimenta una desaceleración mayor de lo previsto, podrían generarse presiones a la baja sobre la inflación, mientras que se materializarían riesgos al alza para la estabilidad de precios, especialmente si la reciente caída de los precios de las materias primas se invirtiera o si las presiones sobre los precios internos resultasen ser más fuertes de lo esperado.

Gráfico 24 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El ritmo de la actividad económica en la zona del euro se redujo de forma acusada en el segundo semestre del 2008, al propagarse cada vez más las tensiones del sector financiero a la economía real. Los datos procedentes de las encuestas y los indicadores mensuales apuntan al mantenimiento de la debilidad de la actividad en torno a finales de año. Las perspectivas para la actividad económica son extraordinariamente inciertas, debido en gran medida a las turbulencias en los mercados financieros. Se espera que la debilidad de la economía mundial y el significativo estancamiento de la demanda en la zona del euro persistan durante los siguientes trimestres, al mantenerse el efecto de las tensiones existentes en los mercados financieros sobre la actividad. Al mismo tiempo, se espera que la caída registrada en los precios de las materias primas favorezca la renta real disponible en el futuro próximo. Además, la zona del euro debería beneficiarse con el tiempo de los efectos de las medidas de política económica anunciadas en las últimas semanas. En general, los riesgos para el crecimiento económico siguen siendo claramente a la baja, y están relacionados principalmente con la posibilidad de que las turbulencias en los mercados financieros tengan un impacto mayor en la economía real, así como con las preocupaciones relativas a la aparición e intensificación de presiones proteccionistas y a una posible evolución adversa de la economía global derivada de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

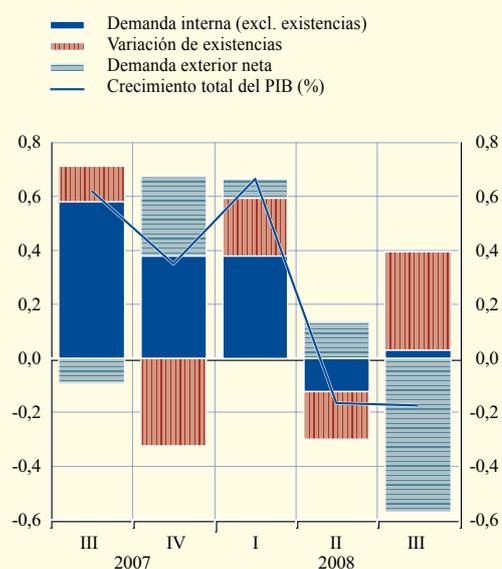
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El ritmo de la actividad económica en la zona del euro se redujo de forma acusada en el segundo semestre del 2008. En términos trimestrales, el PIB real cayó un 0,2% en el tercer trimestre del 2008, tras experimentar un retroceso similar en el trimestre anterior (véase gráfico 25). Los datos de las encuestas sobre la evolución futura apuntan a una contracción de la actividad mucho más profunda hacia finales de año.

La desagregación del gasto para el tercer trimestre indicaba un estancamiento de la demanda interna, excluida la variación de existencias, con un descenso de la inversión y un crecimiento moderado del consumo privado compensados parcialmente por un gasto público creciente. Se confirmó que la contribución de la demanda interna, excluida la variación de existencias, fue nula. La demanda exterior neta se redujo al mantenerse la debilidad que las exportaciones y recuperarse el crecimiento de las importaciones. Como consecuencia de una revisión a la baja de las exportaciones y de una ligera revisión al alza de las importaciones, la contribución de la demanda exterior neta se corrigió a la baja en 0,1 puntos porcentuales, situándose en estos momentos en -0,6 puntos porcentuales. La contribución de las existencias al crecimiento total se revisó ligeramente al alza, pasando de 0,3 a 0,4 puntos porcentuales.

Gráfico 25 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



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

Tras haber tenido un mal comportamiento en relación con sus principales determinantes desde mediados del 2006 hasta finales del 2007, el crecimiento del consumo privado ha evolucionado de conformidad con los fundamentos económicos desde comienzos del 2008. En el período posterior a las turbulencias financieras de agosto del 2007, la contribución de la riqueza financiera se había tornado negativa ya a finales del 2007. Además, la contribución de la renta real disponible pasó a ser negativa en el tercer trimestre del 2008, como consecuencia de la elevada inflación provocada por la subida de los precios de las materias primas.

El consumo privado se mantuvo prácticamente sin cambios en el tercer trimestre del 2008, tras haber caído en el segundo trimestre. La evolución reciente experimentada en el comercio al por menor, junto con la confianza de los consumidores y las matriculaciones de automóviles, apuntan a una persistente debilidad del gasto en consumo en el último trimestre del 2008 y en los primeros meses del 2009. El volumen de ventas del comercio al por menor se elevó un 0,6%, en tasa intermensual, en noviembre, tras una reducción del 1% en octubre. En termino de medias móviles de tres meses, el crecimiento de las ventas del comercio al por menor siguió siendo negativo (véase gráfico 26). Además, las matriculaciones de automóviles continuaron el acusado descenso observado en los últimos meses. La confianza de los consumidores se deterioró en diciembre y alcanzó el nivel más bajo desde que se inició la encuesta en 1985.

El crecimiento de la inversión también se moderó en el tercer trimestre del 2008, como consecuencia de una marcada contracción de la inversión en construcción y de una caída de menor magnitud de la inversión empresarial. La desagregación de la formación bruta de capital fijo para el tercer trimestre del 2008 publicada recientemente indica que la reducción del 0,6%, en tasa intertrimestral, observada en la inversión total se debió a un fuerte descenso (1%) de la inversión en construcción, tras una reducción del 1,7% en el trimestre anterior, y a un retroceso del 0,3% de la inversión excluida la construcción, comparado con un crecimiento del 0,1% en el segundo trimestre del 2008.

De cara al futuro, se espera que la debilidad de la inversión continúe hacia finales del 2008 y durante gran parte del 2009, tanto en la inversión en construcción como en la inversión excluida la construcción. El ajuste que se está produciendo actualmente en los mercados de la vivienda de varios países de la zona del euro probablemente modere la inversión residencial durante los próximos trimestres. Los nuevos préstamos para adquisición de vivienda en la zona del euro han mostrado variaciones anuales negativas desde los primeros meses del 2007, pero la contracción se ha acelerado durante el año 2008, al endurecerse las condiciones para la concesión de créditos aplicadas por las entidades de crédito. Es probable que, junto con la debilidad actual de la renta disponible de los hogares y el pro-

Gráfico 26 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)

— Total ventas del comercio al por menor¹⁾ (escala izquierda)
 Conf. consumidores²⁾ (escala derecha)
 - - - Conf. comercio al por menor²⁾ (escala derecha)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.
 Nota: Los datos de las ventas del comercio al por menor se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.
 1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables.
 2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

longado deterioro de la confianza de los consumidores, persista durante algún tiempo la debilidad de los mercados de la vivienda de la zona del euro.

La inversión empresarial también puede que se siga moderando. El descenso de la demanda ya ha hecho caer la rentabilidad. La menor demanda también ha reducido las restricciones de la capacidad productiva, lo que posiblemente ha frenado la necesidad de las empresas de ampliar su capacidad productiva. Además, el endurecimiento de los criterios de concesión de créditos ha aumentado los diferenciales de financiación, lo que tenderá a contener el crecimiento de la inversión.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

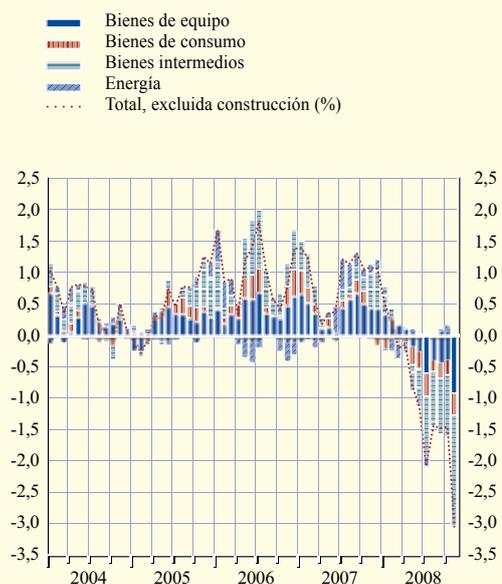
El deterioro de la actividad económica en el tercer trimestre reflejó, fundamentalmente, caídas en las manufacturas y en la construcción. El crecimiento intertrimestral del valor añadido real de la industria se revisó al alza, pasando del $-1,4\%$ al $-1,3\%$. Como consecuencia, la contribución de la industria al crecimiento del valor añadido total, en términos reales, se revisó, asimismo, al alza, hasta $-0,3$ puntos porcentuales. El crecimiento del valor añadido en la rama de los servicios fue ligeramente más resistente, registrando un tímido crecimiento positivo. La contribución de los servicios al crecimiento agregado del valor añadido real se situó en $0,1$ puntos porcentuales.

Los datos recientes sugieren un acusado debilitamiento de la actividad durante el cuarto trimestre. La producción industrial en la zona del euro (excluida la construcción) apunta a una pronunciación y aceleración de la contracción durante el mencionado trimestre. La producción se redujo un $1,6\%$, en tasa intermensual, en noviembre, tras marcadas caídas en octubre y septiembre (véase gráfico 27). La reducción mensual observada en la producción de la zona del euro en noviembre tuvo su origen en los importantes descensos registrados en la producción de bienes intermedios y de bienes de equipo, mientras que la producción de bienes de consumo retrocedió ligeramente. Desde una perspectiva de más largo plazo, la producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción), en términos interanuales, disminuyó un $6,9\%$ en octubre y, desde entonces ha retrocedido hasta situarse en un nivel comparable con el alcanzado a comienzos del 2006.

La producción de la construcción en la zona del euro se redujo un $0,1\%$, en tasa intermensual, en octubre, tras haber sufrido una caída más importante en septiembre. La información procedente de las licencias de obras concedidas en la zona del euro, que constituyen un indicador adelantado de la evolución de la oferta de viviendas, sugiere que es probable que la construcción residencial se debilite en los meses próximos.

Gráfico 27 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2006	2007	2007 III	2007 IV	2008 I	2007 II	2008 III
Total de la economía	1.6	1.8	0.5	0.3	0.4	0.2	0.0
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1.9	-1.2	-1.0	-0.4	0.5	-1.2	-0.8
Industria	0.6	1.4	0.0	0.1	0.2	-0.3	-0.7
Excluida la construcción	-0.3	0.3	0.0	0.1	0.3	0.1	-0.3
Construcción	2.7	3.9	-0.1	0.0	0.0	-1.2	-1.5
Servicios	2.2	2.1	0.7	0.4	0.4	0.4	0.2
Comercio y transporte	1.7	1.8	0.8	0.1	0.5	0.3	0.1
Finanzas y empresas	3.9	4.1	0.8	0.8	0.8	0.4	0.0
Administración pública ¹⁾	1,9	1,4	0,5	0,5	0,1	0,5	0,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

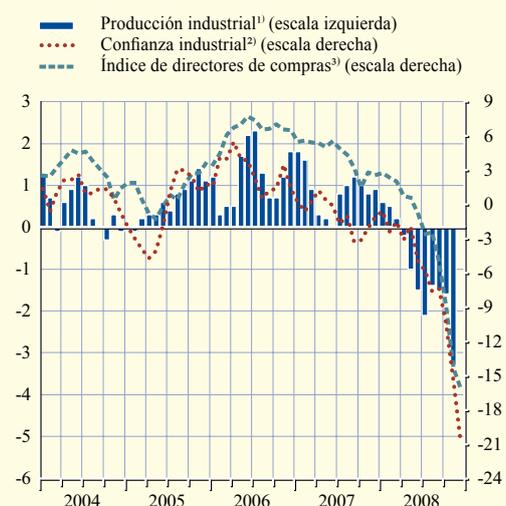
Las encuestas de opinión han registrado nuevos descensos más significativos y generalizados (véase gráfico 28). Las encuestas a los directores de compras y de la Comisión Europea relativas a la actividad en las ramas industrial y de servicios mostraron un empeoramiento en diciembre, registrando la encuesta de la Comisión el nivel más bajo observado desde que se inició en 1985. La nueva pérdida observada en la confianza empresarial en diciembre del 2008 fue generalizada en las manufacturas, los servicios, el comercio al por menor y la construcción. En las manufacturas, aunque en diciembre el retroceso del índice de directores de compras fue manifiestamente menor que los descensos extraordinariamente importantes observados en los dos meses anteriores, éste continuó mostrando una aceleración de la contracción en la actividad manufacturera de la zona del euro. En general, las últimas encuestas sugieren que el ritmo subyacente del crecimiento sigue deteriorándose y apunta a una caída del crecimiento del PIB real en el último trimestre del 2008 más elevada que en el trimestre anterior.

MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro siguió deteriorándose. El empleo no experimentó ninguna variación intertrimestral en el tercer trimestre del 2008, tras el crecimiento del 0,2% del trimestre anterior (véase cuadro 6). Sin embargo, los indicadores más recientes, tales como el índice de empleo de la encuesta a los directores de compras para diciembre, muestran significativas reducciones de empleo en las manufacturas y en la

Gráfico 28 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



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

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

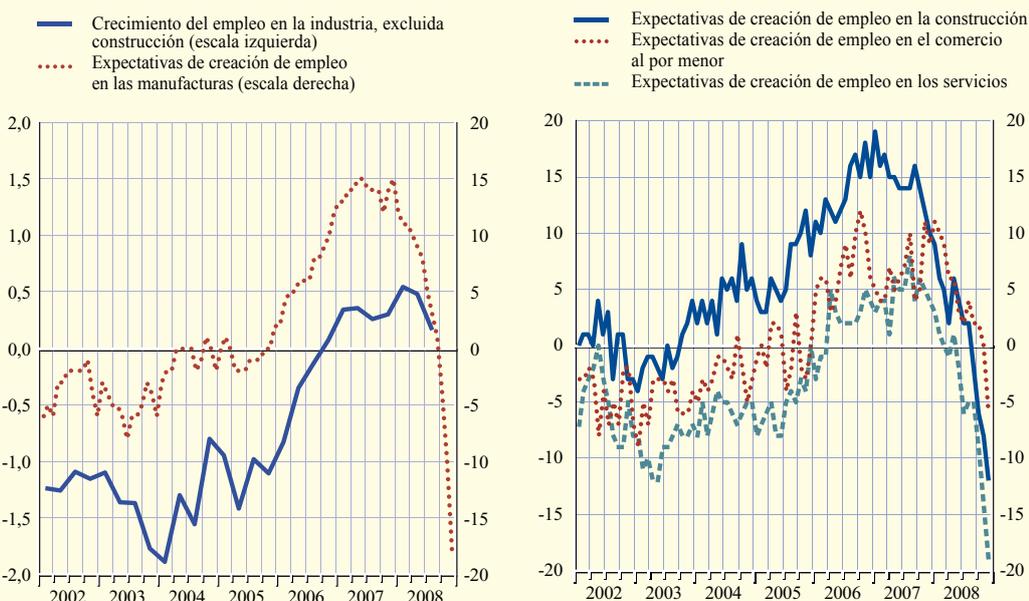
1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldo neto; variaciones en comparación con tres meses antes.

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

Gráfico 29 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



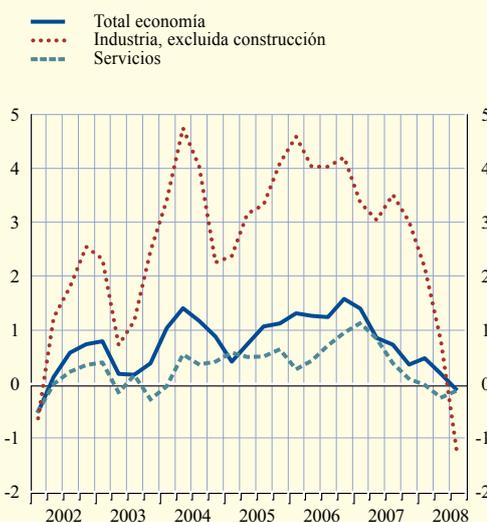
Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Nota: Los saldos netos están ajustados a la media. Los datos de crecimiento del empleo se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

rama de servicios. En concreto, el fuerte deterioro observado en el índice para los servicios indica que la menor demanda de servicios está comenzando a tener efectos importantes sobre el empleo. Las encuestas sobre las intenciones de creación de empleo de las empresas sugieren una continuación de las moderadas perspectivas para el empleo en los próximos meses (véase gráfico 29).

Al contraerse la actividad, la productividad del trabajo se redujo (véase gráfico 30). El crecimiento interanual de la productividad del trabajo (por persona ocupada) fue del $-0,1\%$ en el tercer trimestre del 2008, frente al $0,2\%$ registrado en el trimestre anterior. El crecimiento de la productividad del trabajo se sitúa actualmente en su tasa más reducida desde comienzos del 2002. De cara al futuro, los últimos datos para noviembre, procedentes del índice de productividad de la encuesta a los directores de compras, sugieren un deterioro del crecimiento de la productividad del trabajo. El índice se sitúa actualmente en su nivel más reducido desde creación en 1988.

Gráfico 30 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)



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

La tasa de desempleo en la zona del euro se ha incrementado desde comienzos de año, pasando del 7,2% registrado en el primer trimestre del año al 7,8% en noviembre (véase gráfico 31). El aumento de la tasa de paro en la zona del euro en ese mes refleja nuevos avances del desempleo en varios países de la zona del euro, sobre todo España, Francia, y una pequeña subida en Irlanda. A diferencia de en los meses anteriores, en noviembre no se observaron notables reducciones que compensaran este incremento en ningún país de la zona del euro. El número de parados en la zona del euro se elevó en noviembre por octavo mes consecutivo.

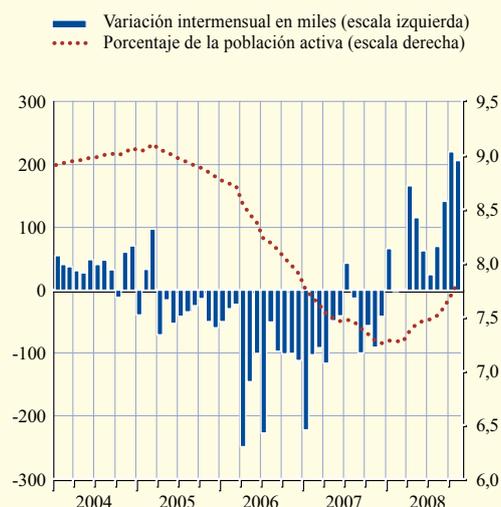
4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El ritmo de la actividad económica en la zona del euro se redujo de forma acusada en el segundo semestre del 2008, al propagarse cada vez más las tensiones del sector financiero a la economía real.

Los datos procedentes de las encuestas y los indicadores mensuales apuntan al mantenimiento de la debilidad de la actividad en torno a finales de año. 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 espera que la debilidad de la economía mundial y el significativo estancamiento de la demanda en la zona del euro persistan durante los siguientes trimestres, al mantenerse el efecto de las tensiones existentes en los mercados financieros sobre la actividad. Al mismo tiempo, se espera que la caída registrada en los precios de las materias primas favorezca la renta real disponible en el futuro próximo. Además, la zona del euro debería beneficiarse con el tiempo de los efectos de las medidas de política económica anunciadas en las últimas semanas. En general, los riesgos para el crecimiento económico siguen siendo claramente a la baja, y están relacionados principalmente con la posibilidad de que las turbulencias en los mercados financieros tengan un impacto mayor en la economía real, así como con las preocupaciones relativas a la aparición e intensificación de presiones proteccionistas y a una posible evolución adversa de la economía global derivada de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 31 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

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

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En los tres últimos meses, los tipos de cambio bilaterales han registrado fuertes oscilaciones en un clima de considerable volatilidad. En términos efectivos nominales, el euro se depreció en octubre y se mantuvo, en general, estable, en noviembre, mientras que, en diciembre recuperó parte del terreno perdido anteriormente.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 14 de enero de 2009, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales importantes de la zona del euro— se situaba, aproximadamente, al mismo nivel que a finales de septiembre y alrededor de un 1,5% por debajo de la media del 2008 (véase gráfico 32). El tipo de cambio efectivo nominal del euro ha fluctuado significativamente en los tres últimos meses, en un clima de aumento persistente de la volatilidad esperada, para mantenerse, en general, bastante estable. No obstante, esta estabilidad oculta tendencias un tanto divergentes de los tipos de cambio bilaterales. De hecho, la fuerte depreciación del euro frente al dólar estadounidense, el yen japonés, el franco suizo y el renminbi chino se ha compensado con una apreciación frente a la mayoría de las otras principales monedas, en particular, la libra esterlina, la corona sueca y las monedas de algunos de los nuevos Estados miembros de la UE.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras depreciarse de forma acusada frente al dólar estadounidense en octubre y estabilizarse, en general, en noviembre, como consecuencia de un deterioro de las expectativas de los mercados respecto al crecimiento económico, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, el euro repuntó en diciembre, en la medida en que la desinversión financiera y los factores técnicos desempeñaron, aparentemente, un papel menos destacado y la política monetaria en Estados Unidos se tornó aún menos restrictiva. No obstante, en la primera quincena de enero del 2009, el euro volvió a debilitarse, posiblemente porque los mercados estaban descontando las consecuencias de la batería de medidas fiscales previstas para estimular el crecimiento económico en Estados Unidos, mien-

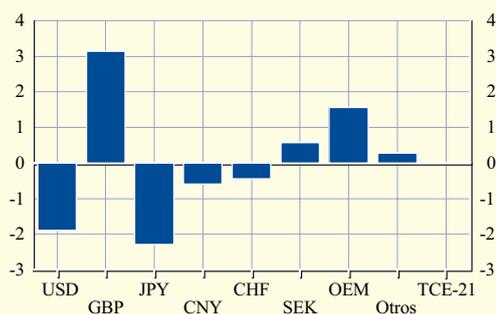
Gráfico 32 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



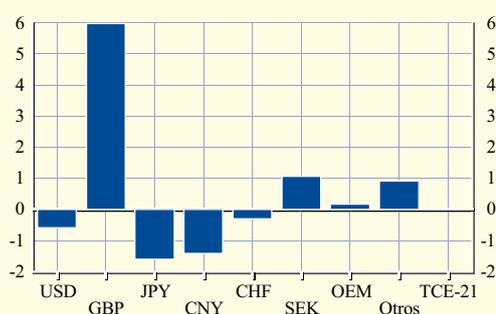
Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾

Del 30 de septiembre de 2008 al 14 de enero de 2009
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾

Del 3 de enero de 2005 al 14 de enero de 2009
(en puntos porcentuales)



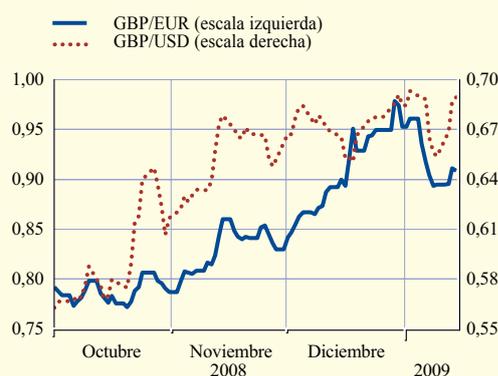
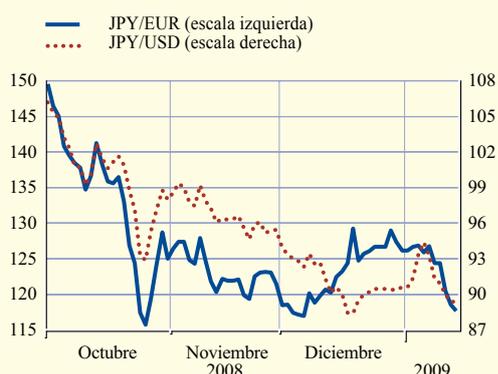
Fuente: BCE.

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

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

Gráfico 33 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)

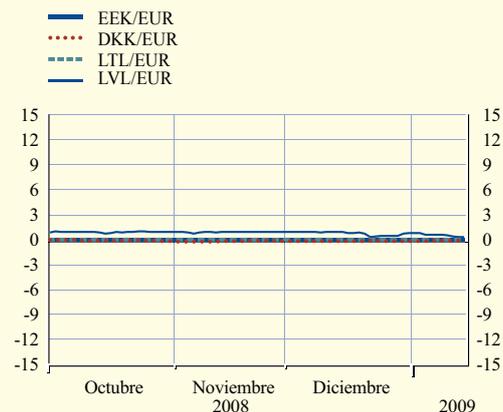


Fuente: BCE.

tras que los datos publicados sobre inflación y producción industrial en la zona del euro, más bajos de lo que esperaban los participantes en los mercados, podrían haber influido en las expectativas de los mercados respecto a los tipos de interés relativos a corto plazo en las dos principales áreas económicas. El 14 de enero, el euro cotizaba a 1,32 dólares estadounidenses, alrededor de un 8% por debajo del nivel registrado a finales de septiembre y un 10,5% por debajo de la media del 2008 (véase gráfico 33).

Gráfico 34 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 zona débil (fuerte) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es $\pm 15\%$.

YEN JAPONÉS/EURO

En los tres últimos meses, el euro se ha depreciado de forma significativa frente al yen japonés, debido principalmente a un aumento de la volatilidad implícita del tipo de cambio hasta máximos históricos, que ha reducido el atractivo de la moneda japonesa como medio de financiar las posiciones de *carry trade*. La fuerte convergencia de los tipos de interés nominales a corto plazo a escala mundial también ha contribuido a reducir el atractivo de las actividades de *carry trade* en los principales pares de monedas. En general, la evolución del tipo de cambio bilateral del euro frente al yen japonés fue un reflejo de la evolución del tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense. El 14 de enero, el euro cotizaba a 117,66 yenes, es decir, alrededor de un 22% por debajo del nivel observado a finales de septiembre del 2008 (véase gráfico 33) y en torno a un 23% por debajo de la media registrada a lo largo de ese año.

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 frente al euro y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 34). Desde finales de septiembre del 2008, el lats letón ha cotizado en la zona débil de su banda de fluctuación, pero se ha apreciado ligeramente desde finales de diciembre y, el 14 de enero de 2009, se situaba en un nivel próximo a su paridad central. El 1 de enero, Eslovaquia se convertía en el decimosexto país que adoptaba el euro, a un tipo de conversión de 30,1260 coronas eslovacas (véase recuadro 4).

Recuadro 4

LA ADOPCIÓN DEL EURO POR PARTE DE ESLOVAQUIA

El 1 de enero de 2009, Eslovaquia adoptó el euro, lo que eleva el número de países que integran la zona del euro de 15 a 16. El euro es actualmente la moneda que utilizan 329 millones de personas en la zona del euro. El tipo de cambio de conversión entre la corona eslovaca y la moneda única se fijó, con carácter irrevocable, en 30,1260 coronas por euro. Durante el período en que la corona participó en el MTC II, desde el 28 de noviembre de 2005, la paridad central de la moneda eslovaca frente al euro se revaluó dos veces: un 8,5% en marzo del 2007 y un 17,6472% en mayo del 2008.

Eslovaquia es una economía relativamente pequeña en comparación con el resto de la zona del euro. Por consiguiente, esta última ampliación sólo afectará ligeramente a las características estadísticas y macroeconómicas de la zona del euro (véase cuadro).

El PIB de Eslovaquia sólo representa un 0,6% del PIB de la zona del euro ampliada. En el 2007, el PIB per cápita de Eslovaquia, expresado en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA), se situó ligeramente por encima del 61% de la media de la zona. En los últimos años, el PIB de Eslovaquia ha crecido en términos reales a un ritmo notablemente más rápido que el del resto de la zona del euro, debido, principalmente, al aumento de la capacidad de producción de la economía como resultado de los grandes proyectos de inversión financiados con entradas de inversiones directas provenientes del exterior. Estos proyectos han mejorado la capacidad industrial de la economía eslovaca, en la que el sector industrial, incluida la construcción, desempeña un papel más importante que en el resto de la zona del euro. La contribución del sector agrícola al valor añadido bruto total es sólo ligeramente más alta en Eslovaquia que en el resto de la zona, mientras que la participación del sector servicios en el valor añadido total es menor que en el resto de la zona. El sector financiero de Eslovaquia se encuentra todavía en una etapa de desarrollo, como lo demuestra el hecho de que la proporción de créditos vivos al sector privado sea notablemente menor que en el resto de la zona del euro. El papel más limitado que desempeña el sector financiero en el país es aún más visible cuando se comparan las cifras de capitalización del mercado bursátil, cuya liquidez es muy baja.

Eslovaquia es una pequeña economía abierta y el resto de la zona del euro es su principal socio comercial, que concentra el 47% de sus exportaciones totales y casi el 43% de sus importaciones totales.

El mercado de trabajo de Eslovaquia se diferencia del de otros países de la zona del euro en varios aspectos. A pesar del sólido desarrollo económico de los últimos años, la tasa de paro de Eslovaquia es todavía relativamente alta y, en el tercer trimestre del 2008, se situaba por encima del 9%, mien-

Principales características económicas

	Período de referencia	Unidades	Zona del euro excl. Eslovaquia	Zona del euro incl. Eslovaquia	Eslovaquia
Población y actividad económica ¹⁾					
Población total ²⁾	200	millones	320,5	325,9	5,4
PIB	2007	mm de euros	8.927,6	8.982,5	54,9
PIB per cápita	2007	miles de euros	27,9	27,6	10,2
PIB per cápita (PPA)	2007	Euro-15=100	100,0	99,4	61,2
PIB (porcentaje del PIB mundial) ³⁾	2007	%	16,1	16,3	0,2
Valor añadido por actividad económica⁴⁾					
Agricultura, pesca, silvicultura	2007	% del total	1,9	1,9	2,9
Industria (incluida construcción)	2007	% del total	26,7	26,8	37,0
Servicios (incluidos servicios no de mercado)	2007	% del total	71,4	71,3	60,2
Indicadores monetarios y financieros					
Crédito al sector privado ⁵⁾	2007	% del PIB	109,5	109,1	41,8
Capitalización del mercado bursátil ⁶⁾	2007	% del PIB	73,7	73,3	8,3
Comercio exterior⁷⁾					
Exportaciones de bienes y servicios	2007	% del PIB	22,3	22,3	86,0
Importaciones de bienes y servicios	2007	% del PIB	21,1	21,1	86,9
Balanza por cuenta corriente	2007	% del PIB	0,4	0,4	-5,3
Mercado de trabajo					
Tasa de actividad ⁸⁾	2008 III	%	71,7	71,7	69,3
Tasa de paro	2008 III	%	7,5	7,5	9,2
Tasa de empleo ⁸⁾	2008 III	%	66,5	66,5	63,1
Administraciones Públicas					
Superávit (+) o déficit (-)	2007	% del PIB	-0,6	-0,6	-1,9
Ingresos	2007	% del PIB	45,5	45,5	32,7
Gastos	2007	% del PIB	46,2	46,1	34,6
Deuda bruta	2007	% del PIB	66,3	66,1	29,4

Fuentes: Eurostat, FMI, Comisión Europea y cálculos del BCE.

1) Los datos en coronas eslovacas se han recalculado utilizando el tipo de cambio de mercado.

2) Media anual.

3) Los porcentajes del PIB se basan en una valoración del PIB del país en términos de PPA.

4) Basado en el valor añadido bruto nominal a precios básicos.

5) Incluye los préstamos y las tenencias de valores, así como las tenencias de acciones y otras participaciones.

6) La capitalización del mercado es el saldo vivo total de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro/Eslovaquia al valor de mercado.

7) Datos de la balanza de pagos. Los datos correspondientes a la zona del euro se compilan sobre la base de las transacciones con residentes de países no pertenecientes a la zona (es decir, excluidos los flujos intra zona). En el caso de Eslovaquia, los datos incluyen las transacciones con residentes del resto del mundo (es decir, incluidas las transacciones con la zona del euro).

8) Porcentaje de la población en edad de trabajar (es decir, con edades comprendidas entre los 15 y los 64 años).

tras que en la zona del euro ascendía al 7,5% en el mismo período. Además, la tasa de actividad y la tasa de ocupación se sitúan por debajo del nivel registrado en el resto de la zona del euro. Entre las deficiencias del mercado de trabajo local, cabe señalar el elevado número de desempleados de larga duración, la desfavorable combinación de cualificaciones que presentan los desempleados y las notables disparidades entre los mercados laborales regionales¹.

El déficit de las Administraciones Públicas se ha venido reduciendo en Eslovaquia en los últimos años y, en el 2007, ascendía al 1,9% del PIB, frente al 0,6% del PIB registrado en el resto de la zona del euro. Por el contrario, la deuda pública es mucho menor: menos del 30% del PIB en el 2007, mientras que en el resto de la zona del euro sobrepasaba el 66% del PIB. El 3 de junio de 2008, el Consejo de la Unión Europea derogó el procedimiento de déficit excesivo abierto contra Eslovaquia.

¹ Si bien muchos Estados miembros de la UE abrieron sus mercados de trabajo locales a los ciudadanos eslovacos, lo que permitió una mayor movilidad dentro de la UE, algunos países de la zona del euro todavía aplican restricciones a Eslovaquia.

La adopción del euro supone un nuevo incremento de los beneficios del Mercado Único para Eslovaquia. El euro ofrece un marco creíble para la estabilidad de precios y elimina la incertidumbre derivada de los tipos de cambio dentro de la zona del euro. Las ventajas que conlleva para Eslovaquia la adopción del euro ya se han materializado con la estabilidad de la corona eslovaca en los últimos meses, período en el que muchas economías en transición se estaban viendo afectadas por las turbulencias de los mercados financieros mundiales. Para poder aprovechar plenamente las ventajas del euro y permitir un eficiente funcionamiento de los mecanismos de ajuste dentro del área monetaria ampliada, Eslovaquia debería desplegar más esfuerzos para mantener una convergencia sostenible, reforzar la competitividad exterior y fortalecer la capacidad de resistencia de la economía. A corto plazo, tras la adopción del euro, la conversión de los precios a la moneda única no debería afectar al nivel de precios.

De cara al futuro, es importante que la economía eslovaca mantenga unos niveles sostenibles de convergencia económica. A pesar de la reciente desaceleración económica, las autoridades deberían seguir evitando incurrir en déficit excesivos y continuar con el proceso de saneamiento de las finanzas públicas, a fin de alcanzar lo antes posible su objetivo presupuestario a medio plazo. Es preciso mejorar en mayor medida el funcionamiento del mercado de trabajo eslovaco y adoptar las medidas necesarias para hacer frente a la elevada tasa de desempleo estructural. También es necesario mejorar aún más el clima empresarial para estimular el aumento de la productividad y mantener el atractivo del país para el capital extranjero. Asimismo, habrá que mantener en el futuro el entorno de baja inflación logrado recientemente. El desarrollo de este ambicioso programa de política económica es, junto con la política monetaria del BCE orientada a la estabilidad, el mejor medio de lograr un crecimiento económico sostenible, la creación de empleo y la cohesión social para Eslovaquia.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se ha apreciado de forma un tanto acusada frente a la libra esterlina desde finales de octubre del 2008. Tras la significativa relajación de la política monetaria por parte del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra a partir de noviembre, el euro alcanzó, a finales de diciembre, el nivel más alto observado desde su introducción. Entre finales de septiembre y el 30 de diciembre, el euro se apreció en torno a un 20% frente a la moneda británica. Sin embargo, aproximadamente un tercio de esta apreciación se revirtió en la primera quincena de enero, a pesar de que el Banco de Inglaterra redujera de nuevo los tipos de interés oficiales (en 50 puntos básicos) el 9 de enero. Durante el mismo período, el euro se apreció un 22% frente al zloty polaco y alrededor de un 14,5%, frente al forint húngaro y frente al leu rumano, como consecuencia de la inquietud de los mercados respecto a los factores de vulnerabilidad de los nuevos Estados miembros, dado que las turbulencias financieras parecen haber tenido un efecto cada vez más negativo sobre la actividad real a escala mundial. Por último, el euro se apreció alrededor de un 12% frente a la corona sueca.

OTRAS MONEDAS

La evolución de la volatilidad esperada de los tipos de cambio ha tenido un efecto significativo sobre el tipo de cambio del euro frente al franco suizo, en la medida en que ha reducido el papel de este último como moneda de financiación en las operaciones de *carry trade*. Además, la moneda suiza podría haber servido de refugio seguro en el contexto de las turbulencias financieras. Como resultado, entre finales de septiembre del 2008 y el 14 de enero del 2009, el euro se depreció frente al franco suizo en torno a un 6,5%.

5.2 BALANZA DE PAGOS

La balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta octubre del 2008 registró un déficit de 42,5 mm de euros (0,5% del PIB), frente al superávit de 48,9 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio de signo refleja, en gran medida, un descenso del superávit de la balanza de bienes y un incremento del déficit de la balanza de transferencias corrientes. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas acumuladas por importe de 4,7 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta octubre del 2008, frente a unas entradas netas de 123,2 mm de euros un año antes. Este cambio de signo tuvo su origen, principalmente, en un descenso de las compras netas de valores de la zona del euro realizadas por inversores no residentes en la zona.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Tras aumentar de forma sostenida desde junio del 2008, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses registraba, en octubre del 2008, un déficit de 42,5 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas por días laborables), equivalente al 0,5% del PIB, frente al superávit de 48,9 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio de signo de superávit a déficit tuvo su origen, básicamente, en una acusada contracción del superávit de la balanza de bienes (véase gráfico 35) de 62,2 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta octubre del 2008, atribuible principalmente a un aumento de los precios de importación, combinado con un debilitamiento de las exportaciones.

En septiembre y octubre del 2008, las exportaciones y las importaciones registraron, en términos nominales, un crecimiento intermensual negativo. Como resultado, en los tres meses transcurridos hasta octubre, el crecimiento de las importaciones nominales de bienes se redujo hasta el 0,7%, desde el 3,2% observado en los tres meses transcurridos hasta julio (véase cuadro 7). Por su parte, el crecimiento de las exportaciones nominales se tornó negativo (-0,2%) en los tres meses transcurridos hasta octubre, tras el moderado aumento (0,2%) registrado en los tres meses transcurridos hasta julio.

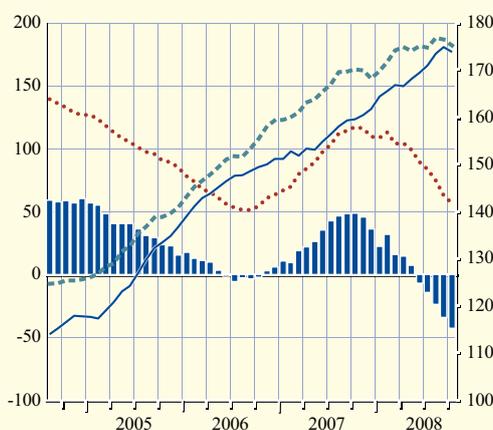
La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta septiembre del 2008, sugiere un incremento sostenido de los precios de importación desde el último trimestre del 2007. Mientras que el crecimiento de los precios de importación experimentó últimamente una ligera desaceleración, debido a la caída de los precios del petróleo, en cifras acumuladas de doce meses, el acusado crecimiento de las importaciones en términos nominales todavía es atribuible al incremento de los precios del petróleo y de otras materias primas. Más concretamente, en cifras acumuladas de doce meses, el déficit del comercio de petróleo ascendía a 225,68 mm de euros en septiembre del 2008.

Las tasas de crecimiento intertrimestral, tanto de las exportaciones como de las importaciones en términos reales, registran cifras negativas, debido a la caída de la demanda exterior y de la producción

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)

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



Fuente: BCE.

industrial de la zona del euro y, posiblemente, a un deterioro de la financiación del comercio a escala mundial. En septiembre del 2008, las exportaciones reales de la zona del euro a Estados Unidos y a otros países de la OCDE, así como a China y a los Estados miembros que se han incorporado a la Unión Europea desde el 2004, se redujeron en comparación con el trimestre anterior. Al mismo tiempo, el crecimiento de las exportaciones reales a los países de la OPEP siguió siendo bastante robusto, como consecuencia del sólido crecimiento económico registrado en esos países y de los efectos riqueza derivados de los ingresos del petróleo. En los tres meses transcurridos hasta septiembre del 2008, las caídas más significativas de las exportaciones y las importaciones reales se observaron en las rúbricas de bienes intermedios y de consumo.

Por lo que respecta a otras partidas de la balanza por cuenta corriente, en cifras acumuladas de doce meses, el superávit de la balanza de servicios ascendió a 53 mm de euros en octubre del 2008, lo que representa un aumento respecto a los 51,6 mm de euros contabilizados un año antes. Al mismo tiempo, la balanza de rentas experimentó un deterioro de 23,3 mm de euros, pasando de un superávit de 14,8 mm de euros los doce meses transcurridos hasta octubre del 2007 a un déficit de 8,5 mm de euros en el período de doce meses que finalizó en octubre del 2008. Este cambio de signo tuvo su origen en un aumento de los pagos por rentas a no residentes en la zona del euro. Por último, el déficit de la balanza de transferencias corrientes aumentó, en cifras acumuladas de doce meses, de 83,6 mm de euros en octubre del 2007 a 90,9 mm de euros en octubre del 2008.

CUENTA FINANCIERA

En el período de tres meses transcurrido hasta octubre del 2008, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 32,5 mm de euros, como resultado de las entradas netas de instrumentos del mercado monetario y, en menor medida, de las entradas netas de bonos y obligaciones, que se contrarrestaron, en parte, con salidas netas de inversión directa extranjera y de valores de renta variable.

Los datos de balanza de pagos más recientes muestran que las entradas netas de instrumentos del mercado monetario han aumentado de forma acusada en los últimos meses, como consecuencia de las entradas tanto de activos como de pasivos. Las entradas netas de instrumentos del mercado monetario ascendieron a 70,8 mm de euros en septiembre del 2008 y a 109 mm de euros en octubre del mismo año (véase cuadro 7), las cifras más altas registradas desde 1999. Por su parte, las entradas netas de bonos y obligaciones se redujeron durante el mismo período.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por importe de 4,7 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta octubre del 2008, frente a las entradas netas de 123,2 mm de euros contabilizadas un año antes (véase gráfico 36).

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

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



Fuente: BCE.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Acumulado de 12 meses Período que finalizó en	
	2008 Sep	2008 Oct	2008 Ene	2008 Abr	2008 Jul	2008 Oct	2007 Oct	2008 Oct
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-8,8	-6,4	-3,9	0,6	-4,0	-6,9	48,9	-42,5
Bienes	-4,7	1,0	0,6	3,2	-0,6	-1,9	66,1	3,9
Exportaciones	131,6	130,5	128,0	133,0	133,3	133,0	1.500,6	1.582,1
Importaciones	136,3	129,5	127,4	129,8	133,9	134,9	1.434,5	1.578,2
Servicios	2,4	2,8	4,8	5,2	4,4	3,3	51,6	53,0
Exportaciones	42,0	41,9	41,9	42,0	41,5	42,3	479,7	503,2
Importaciones	39,6	39,1	37,1	36,8	37,1	39,0	428,1	450,2
Rentas	0,0	-0,4	-0,8	-0,6	-0,9	-0,6	14,8	-8,5
Transferencias corrientes	-6,6	-9,7	-8,5	-7,2	-6,9	-7,7	-83,6	-90,9
Cuenta financiera¹⁾	-5,8	75,3	-7,0	6,6	17,2	13,3	19,5	90,5
Total inversiones directas y de cartera netas	26,0	107,6	-12,4	-22,4	1,2	35,2	123,2	4,7
Inversiones directas netas	-18,5	-14,1	-23,6	-21,8	-13,0	-14,1	-127,6	-217,5
Inversiones de cartera netas	44,5	121,7	11,2	-0,6	14,1	49,3	250,8	222,3
Acciones y participaciones	-62,9	5,3	1,1	4,5	-5,7	-19,8	89,8	-59,7
Valores distintos de acciones	107,4	116,4	10,1	-5,1	19,9	69,1	161,0	281,9
Bonos y obligaciones	36,7	7,4	20,6	2,8	22,4	20,6	223,8	199,3
Instrumentos del mercado monetario	70,8	109,0	-10,5	-7,9	-2,6	48,5	-62,7	82,6
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-3,6	-0,7	-0,2	3,0	-0,1	0,3	10,3	5,3
Importaciones	-0,7	-4,1	3,0	1,3	2,7	1,7	7,0	8,9
Bienes								
Exportaciones	-4,0	-0,9	-0,5	3,9	0,2	-0,2	10,2	5,4
Importaciones	-1,9	-5,0	3,8	1,9	3,2	0,7	6,2	10,0
Servicios								
Exportaciones	-2,3	-0,3	0,8	0,1	-1,2	2,0	10,5	4,9
Importaciones	3,4	-1,1	0,4	-0,7	0,8	5,0	9,9	5,2

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.

Este descenso de los flujos financieros netos tuvo, en gran medida, su origen en la acusada desinversión en valores de la zona del euro por parte de los inversores no residentes, como consecuencia de las turbulencias financieras. Los inversores internacionales retiraron fondos invertidos en acciones y participaciones de la zona del euro debido al deterioro de las perspectivas de beneficio de las empresas de la OCDE, pero también —según los informes de los mercados— porque los participantes en los mercados esperaban una depreciación del euro. En el período de doce meses transcurrido hasta octubre del 2008, las inversiones directas y los valores de renta variable registraron salidas netas de 217,5 mm de euros y de 59,7 mm de euros, respectivamente. Por el contrario, las entradas netas de bonos y obligaciones ascendieron a 199,3 mm de euros, mientras que las entradas netas de instrumentos del mercado monetario totalizaron 82,6 mm de euros (véase cuadro 7). La mayor aversión al riesgo y el aumento de las necesidades de liquidez y de los diferenciales de tipos de interés a corto plazo podrían haber contribuido a esta evolución de la situación.

RIQUEZA INMOBILIARIA Y CONSUMO PRIVADO EN LA ZONA DEL EURO



En este artículo se examina la evidencia teórica y empírica existente acerca del efecto de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo, un nexo fundamental entre el sector de la vivienda y la actividad económica. La limitada evidencia disponible sugiere que este efecto es relativamente moderado en la zona del euro, en comparación con Estados Unidos y el Reino Unido, lo que, en cierta medida, puede ser reflejo del hecho de que los hogares de la zona del euro toman prestados menos fondos con cargo a la riqueza inmobiliaria para financiar el consumo. En particular, el vigoroso crecimiento que, en líneas generales, ha experimentado el precio de la vivienda en la zona del euro en el último decenio contrasta con un débil crecimiento del consumo. No obstante, se ha de reconocer que existe una heterogeneidad considerable en los distintos países de la zona del euro en lo que se refiere tanto a la evolución de los precios de la vivienda como a la reacción del gasto en consumo ante perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda.

I INTRODUCCIÓN

Los precios de la vivienda en los países industrializados han recibido mucha atención en los últimos años, debido tanto al fuerte crecimiento que han experimentado, en general, en el decenio transcurrido hasta el año 2005, como a la desaceleración observada más recientemente. En la zona del euro, el considerable enfriamiento de estos precios desde el 2005 ha suscitado preguntas acerca de los vínculos cualitativos y cuantitativos entre el sector de la vivienda y el resto de la economía. En este artículo se examina la evidencia sobre la influencia de la riqueza inmobiliaria¹ en el gasto en consumo privado.

Aunque pueden existir otros canales a través de los cuales la evolución de los mercados de la vivienda afecta a la economía, como los efectos de las fluctuaciones de los precios de la vivienda sobre la inversión residencial o sobre los balances de las instituciones financieras, con frecuencia se considera que el vínculo que representa el efecto riqueza es especialmente significativo, dada la elevada participación del consumo en el PIB (el 57% de la zona del euro en el 2007). Los incrementos de los precios de la vivienda se traducen en aumentos de la riqueza inmobiliaria, y también facilitan que los hogares tomen prestados más fondos utilizando esta riqueza como garantía. Ambos efectos contribuyen a que aumente el gasto en consumo. Dado que, a menudo, la riqueza inmobiliaria representa la mayor parte de los activos de los propietarios de viviendas, con frecuencia conlleva la necesidad de endeuda-

miento. En consecuencia, las características institucionales de los mercados hipotecarios (como las posibilidades de cancelación anticipada) desempeñan un destacado papel a la hora de determinar la evolución de la riqueza inmobiliaria y los efectos riqueza asociados sobre el gasto en consumo. Desafortunadamente, la limitada disponibilidad de datos hace que exista poca literatura empírica sobre el efecto de la riqueza inmobiliaria en la zona del euro, y la escasa evidencia disponible indica que su efecto sobre el consumo es relativamente escaso (en comparación con otros países industrializados como el Reino Unido o Estados Unidos).

En este artículo se describe la evolución del consumo y de la riqueza en la zona del euro, se resumen los vínculos entre la vivienda y el gasto en consumo, y se analizan las estimaciones del efecto de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo, los factores determinantes de este efecto y su variación entre países. En la sección siguiente se describe la evolución reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro, así como la de la riqueza de los hogares y del consumo privado. En la sección 3 se analiza el modo en que la riqueza influye en el gasto en consumo, la forma en que diversas «fricciones» como las restricciones sobre las garantías o los pagos iniciales pueden desempeñar un papel, la manera en que la innovación financiera modifica la transmisión de las

1 El patrimonio neto de los hogares es igual a la diferencia entre los activos totales y los pasivos totales. Los activos totales están formados por activos financieros (que incluyen efectivo y depósitos, acciones y otros valores) y activos no financieros, cuyo principal componente es la riqueza inmobiliaria (es decir, bienes inmuebles).

perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda al gasto en consumo y cómo difieren las respuestas de los hogares en función de si tienen vivienda en propiedad o no, de su patrimonio o de su deuda. En la sección 4 se examinan las estimaciones empíricas existentes de los efectos riqueza y se analiza el modo en que varían en los distintos países y hogares, y en la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 MERCADOS DE LA VIVIENDA, PATRIMONIO NETO DE LOS HOGARES Y CONSUMO EN LA ZONA DEL EURO

En general, la evolución de la riqueza inmobiliaria en la zona del euro en los últimos veinticinco años ha seguido una pauta similar a la evolución de los precios de los inmuebles residenciales en la zona (véase el gráfico 1 y también el recuadro 2, donde se presenta un análisis en los distintos países)². Esta relación se desprende del hecho de que los precios de la vivienda influyen en el valor del *stock* de viviendas.

Los dos ciclos observados en la zona del euro desde principios de la década de 1980 en lo que respecta a la riqueza inmobiliaria han correspondido

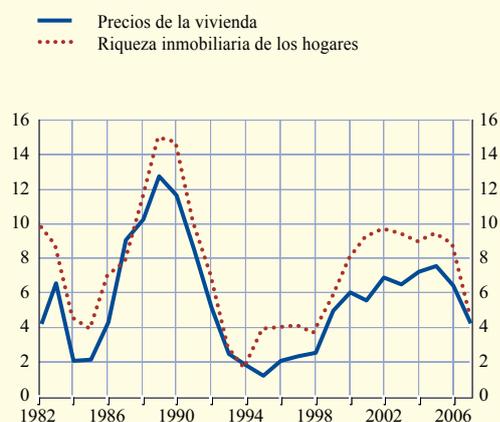
a ciclos de los precios de la vivienda, con tasas de crecimiento que registraron niveles máximos en el período 1989-1990 y en el 2005. Desde mediados del 2005, el mercado de la vivienda ha experimentado una moderación bastante constante, tras la fuerte expansión de los años anteriores. En términos interanuales, el crecimiento del precio de la vivienda se redujo desde un máximo del 7,6% en el primer semestre del 2005 hasta el 3,7% en el segundo semestre del 2007 (o el 4,2% para el año 2007 en su conjunto), en comparación con una tasa media de crecimiento interanual del 6,6% en el período 1999-2005. Esta moderación de los precios de la vivienda se ha traducido en una fuerte caída de la riqueza inmobiliaria de la zona en el período transcurrido hasta el 2007. La información disponible acerca, por ejemplo, de la evolución del precio de la vivienda por países, y datos sobre los préstamos para adquisición de vivienda en la zona del euro, indican que es probable que en el 2008 se produzcan nuevos descensos³.

2 Para más detalle, véase el recuadro titulado «Estimaciones de la riqueza inmobiliaria de los hogares de la zona del euro», en el Boletín Mensual de diciembre del 2006.

3 Para más detalle, véase el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio del 2008.

Gráfico 1 Crecimiento de la riqueza inmobiliaria y de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

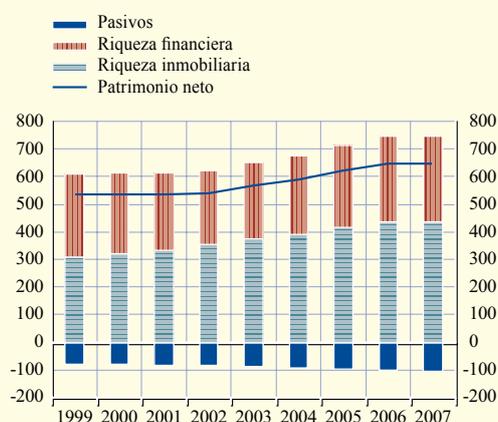


Fuente: BCE.

Nota: Los datos de riqueza inmobiliaria en el 2007 son una estimación preliminar. Los datos de riqueza inmobiliaria no incluyen Eslovenia.

Gráfico 2 Patrimonio neto de los hogares de la zona del euro

(en porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuente: BCE.

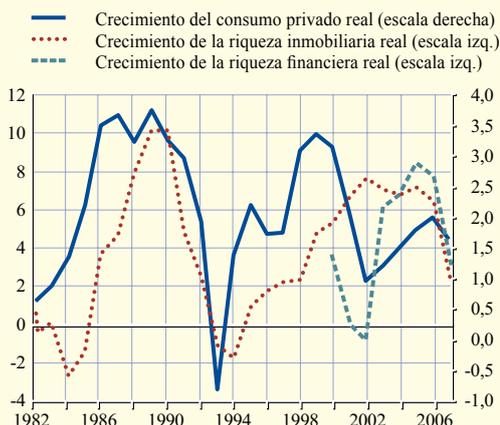
Nota: Los datos de riqueza inmobiliaria en el 2007 son una estimación preliminar. Los datos de riqueza inmobiliaria no incluyen Eslovenia.

En los últimos años, la riqueza inmobiliaria ha desempeñado un papel predominante en la evolución del patrimonio neto de los hogares de la zona del euro. Como se indica en el gráfico 2, el patrimonio neto en porcentaje de la renta bruta disponible de la zona se situaba en torno al 640% en el 2007, frente a casi el 530% en 1999. Esta evolución es reflejo, en su mayor parte, de la intensa evolución del mercado de la vivienda y de las subidas relacionadas de los precios de los inmuebles residenciales, ya que la riqueza inmobiliaria en relación con la renta disponible se incrementó más del 41% en ese mismo período. El aumento constante de la riqueza inmobiliaria contrasta con la mayor volatilidad de la riqueza financiera. Según las estimaciones disponibles, la riqueza financiera en porcentaje de la renta disponible alcanzó un máximo en 1999 pero, tras una pronunciada caída, no recuperó este nivel hasta el 2005. Dado que los precios de los valores de renta variable (además de los de los valores de renta fija y de otros activos financieros) influyen en la riqueza financiera, gran parte de esta volatilidad está relacionada con las acusadas fluctuaciones de los mercados de renta variable en este período. Los niveles de volatilidad de la riqueza inmobiliaria y de la riqueza financiera pueden afectar al grado en que los hogares de la zona del euro perciben los cambios en la riqueza como permanentes frente a transitorios.

Pese al considerable aumento de la riqueza inmobiliaria y del patrimonio neto de los hogares observado desde 1999, el crecimiento del consumo privado en la zona del euro se ha mantenido en niveles relativamente moderados y se ha visto influido, en particular, por la débil expansión de la renta y por las perturbaciones que han afectado a los precios de las materias primas en los últimos años⁴. Dado que el crecimiento del consumo privado en la zona del euro tiene muchos determinantes fundamentales, no resulta sorprendente que la riqueza inmobiliaria y el consumo no hayan mostrado una relación consistente en los últimos veinticinco años. Durante la década de 1980 y gran parte de la de 1990, el crecimiento del consumo privado tendió a seguir una pauta muy parecida al de la riqueza inmobiliaria, e in-

Gráfico 3 Desglose de la riqueza real y del consumo privado real

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Datos reales obtenidos utilizando el deflactor del consumo privado para la zona del euro. Los datos de riqueza inmobiliaria en el 2007 son una estimación preliminar. Los datos de riqueza inmobiliaria y consumo privado anteriores al año 1995 se han enlazado hacia atrás utilizando datos del Modelo para el conjunto de la zona del euro del BCE. Los datos de riqueza inmobiliaria no incluyen Eslovenia.

cluso en cierta medida experimentó variaciones que posteriormente se observaron en esta última. Sin embargo, en los últimos años, la correlación entre estas dos variables parece haberse debilitado ligeramente, en un período en que la correlación entre la riqueza financiera y el consumo privado parece haber sido algo más intensa (véase gráfico 3).

La comparación de datos de la zona del euro y de Estados Unidos indica que las ratios de riqueza inmobiliaria y riqueza financiera, así como de consumo, medidas en relación con la renta disponible, presentan considerables diferencias entre ambas regiones económicas, pese a la existencia de importantes limitaciones relacionadas con cuestiones de medición. En particular, la riqueza inmobiliaria de la zona del euro en relación con la renta disponible de los hogares es superior a la de Estados Unidos, mientras que la ratio análoga de la riqueza financiera en la zona del euro es menor (véase

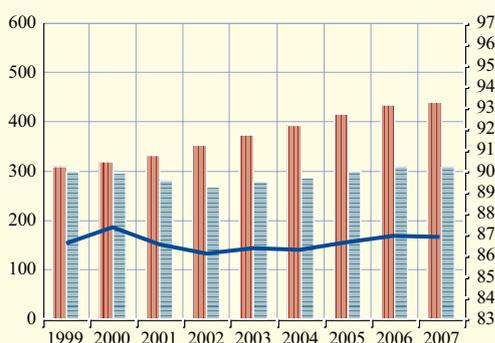
⁴ Para conocer la evolución más reciente del consumo privado, véase el recuadro titulado «Evolución reciente del consumo privado e impacto de las subidas de precios», en el Boletín Mensual de julio del 2008.

Gráfico 4 Riqueza nominal y consumo privado

(en porcentaje de la renta nominal disponible)

— Consumo privado (escala derecha)
 ■ Riqueza inmobiliaria (escala izquierda)
 ■ Riqueza financiera (escala izquierda)

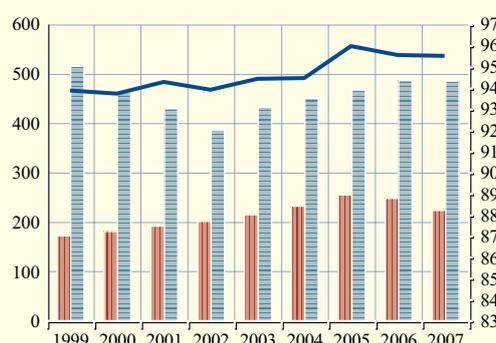
a. Zona del euro



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Los datos de riqueza inmobiliaria en el 2007 son una estimación preliminar. Los datos de riqueza inmobiliaria no incluyen Eslovenia.

b. Estados Unidos



Fuentes: Federal Reserve System y Bureau of Economic Analysis.

Nota: Gasto en consumo personal en porcentaje de la renta personal disponible. Los datos de riqueza incluyen hogares y organizaciones sin fines de lucro. La riqueza inmobiliaria se refiere al total de tenencias de bienes inmuebles, y la riqueza financiera al total de activos financieros.

gráfico 4). Al mismo tiempo, el gasto en consumo privado en relación con la renta disponible de los hogares es más bajo en la zona del euro que en Estados Unidos (con la contrapartida de una ratio de ahorro más elevada en la zona del euro). Además, parece que el nivel de endeudamiento de los hogares de la zona del euro se mantiene por debajo del de Estados Unidos. Mientras que, en la zona del euro, los préstamos a hogares para adquisición de vivienda crecieron de modo constante, desde aproximadamente el 40% de la renta disponible de este sector en el cuarto trimestre de 1999 a casi el 60% en el cuarto trimestre del 2007, esta ratio permanece por debajo de la ratio de hipotecas residenciales de los hogares (y de las instituciones sin fines de lucro) en relación con la renta disponible en Estados Unidos, que se situó por encima del 100% en el último trimestre del 2007.

3 VIVIENDA Y CONSUMO: PRINCIPALES VÍNCULOS Y MECANISMOS

En la sección anterior se ha descrito la evolución de la riqueza y el consumo en la zona del euro, y

en esta se consideran los canales a través de los cuales cabe la posibilidad de que la riqueza influya en el consumo. El marco conceptual que suele utilizarse para analizar la evolución del consumo es la hipótesis de la renta permanente/teoría del ciclo vital, en la que el gasto en consumo está determinado por los recursos esperados durante el ciclo de vida.

Además de ser un activo en el que invertir, la vivienda proporciona servicios de vivienda⁵. Tras una subida de los precios de la vivienda, no sólo los propietarios aumentan su riqueza, sino que los precios de los servicios de vivienda se incrementan al mismo tiempo. Como consecuencia de ello, es posible que los consumidores reduzcan su demanda de este tipo de servicios. Por tanto, el efecto general de los aumentos de los precios de la vivienda sobre el gasto total en consumo es, en teoría, ambiguo.

5 El precio de los servicios de vivienda refleja la cantidad de dinero que los arrendatarios dedican a pagar alojamiento (alquileres) y la que los propietarios hubiesen gastado en caso de ocupar una vivienda de alquiler (valor imputado de los servicios de alquiler de vivienda).

FRICCIONES FINANCIERAS

Gran parte de la evidencia empírica indica que el efecto de la riqueza inmobiliaria es bastante notable, especialmente en países como Estados Unidos y el Reino Unido (en la sección 4 figura un resumen de la literatura sobre este tema). Para justificar esta conclusión, modelos teóricos recientes han reconocido la importancia de las «fricciones financieras», como las restricciones sobre las garantías, los pagos iniciales y los costes de transacción.

Las restricciones sobre las garantías limitan la capacidad de los consumidores de endeudarse con cargo a su renta futura esperada. Como los bancos no pueden evaluar de manera creíble el riesgo inherente a los flujos de renta esperados de los hogares, exigen la aportación de garantías. Es posible que los hogares obtengan condiciones más favorables en los préstamos que están respaldados por una garantía. Normalmente, el valor total del préstamo se mantiene por debajo de una proporción determinada de los activos de los hogares. Por ejemplo, cabe la posibilidad de que un banco sólo esté dispuesto a conceder un préstamo por un importe equivalente al 70% del valor de la vivienda. Para los propietarios de viviendas que se encuentran al límite de sus posibilidades de endeudamiento, un aumento de los precios de la vivienda puede paliar estas limitaciones, ya que podrán tomar prestados más fondos respaldándose en el incremento del valor de su vivienda y, en consecuencia, gastar más.

Por otra parte, como consecuencia del aumento de los precios de la vivienda y de la necesidad de realizar pagos iniciales, es posible que los hogares que estén considerando la adquisición de una vivienda tengan que reducir el gasto. Las personas que acceden por primera vez a una vivienda en propiedad suelen adquirirla a una edad temprana, cuando su renta es relativamente baja. Dado que la compra de una vivienda conlleva la aportación de una cantidad elevada de dinero, que aumenta a la vez que su valor, puede que muchos hogares jóvenes ahorren más y gasten menos cuando los precios reales de los inmuebles se incrementan. Sin embargo, dado que los pagos iniciales únicamente

afectan a los hogares que están pensando comprar su primera vivienda —una proporción relativamente reducida de la población— es probable que, en términos agregados, este efecto sea comparativamente reducido.

Una característica clave de la riqueza inmobiliaria es su iliquidez: en comparación con la mayor parte de los activos financieros, resulta relativamente costoso convertir los incrementos de la riqueza inmobiliaria en dinero, que puede gastarse⁶. En consecuencia, la respuesta de los consumidores a perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda puede ser cualitativamente diferente de su reacción ante perturbaciones que influyen en los precios de los activos financieros. En particular, es probable que el gasto en consumo reaccione ante una perturbación sobre los precios de la vivienda sólo después de que el efecto acumulado de dicha perturbación sea tan fuerte que supere los costes de transacción asociados al ajuste del capital inmobiliario o al endeudamiento respaldado en la riqueza inmobiliaria⁷. Los costes de transacción también pueden explicar por qué la reacción del consumo ante perturbaciones considerables sobre los precios de la vivienda puede ser desproporcionalmente más intensa que la respuesta a pequeñas perturbaciones.

CARACTERÍSTICAS INSTITUCIONALES DE LOS MERCADOS HIPOTECARIOS

La transmisión de las perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda a través de la macroeconomía se ve afectada por el grado en que las instituciones que integran el mercado hipotecario son «completas», en términos de ofrecer una amplia variedad de productos financieros que facilitan el

6 Resulta incluso más caro ajustar el *stock* de capital inmobiliario con un traslado. Para conocer el modo en que los gastos de traslado y la disponibilidad de hipotecas inversas influyen en el efecto de la riqueza inmobiliaria, véase Skinner, J. (1996), «Is housing wealth a sideshow?», en D. Wise (ed.), *Advances in the Economics of Aging*, NBER, University of Chicago Press, pp. 241-268.

7 Por norma general, los costes de transacción tienen un componente fijo (procedente de distintas comisiones) y un componente variable, que depende del valor de la vivienda. El mecanismo descrito en este artículo se basa en el supuesto de que la acumulación de perturbaciones sobre los precios de la vivienda tiene que afectar a ambos componentes de estos costes para justificar un traslado.

endeudamiento (para adquisición de vivienda o con cargo a ella), de los precios de estos productos y de la gama de clientes con la que trabajan estas instituciones. El gasto en consumo en países con mercados hipotecarios más completos, en los que la vivienda verdaderamente es un activo más líquido, suele responder con mayor intensidad ante perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda que en países con mercados hipotecarios menos completos (véase también la evidencia empírica que se presenta en la sección 4).

Las medidas para determinar el grado en que los mercados hipotecarios son completos suelen elaborarse utilizando información sobre determinadas características institucionales, principalmente las ratios entre el principal del préstamo y el valor de la garantía, los costes de cancelación anticipada y la posibilidad de reembolso del capital inmobiliario⁸.

En parte como consecuencia de la desregulación y de la innovación financiera, los mercados hipotecarios se han vuelto más completos, en líneas generales, en los últimos veinte años, aunque a un ritmo y a un grado diferentes en los distintos países. Las ratios entre el principal y el valor de la garantía han aumentado, y el uso de productos de reembolso del capital inmobiliario se ha generalizado en mayor medida, especialmente en países como Estados Unidos y el Reino Unido.

La desregulación de los mercados financieros e hipotecarios en muchos países, que se intensificó sustancialmente a principios de la década de 1980, ha permitido también que un número mayor de instituciones financieras entren en el mercado y ha reducido los costes de transacción. Además, nuevos productos financieros han facilitado que los propietarios de viviendas se endeuden utilizando la vivienda como garantía. La mayor disponibilidad de crédito, en particular la reducción del importe de los pagos iniciales para quienes adquieren su primera vivienda, y las mayores facilidades de acceso a préstamos garantizados por viviendas (como pone de relieve el aumento de las ratios entre el principal y el valor de la garantía), han contribuido al notable incremento de la magnitud del

efecto de la riqueza inmobiliaria observado en países como Estados Unidos y el Reino Unido⁹.

Aunque la innovación financiera es un proceso que se está produciendo a escala mundial, las características institucionales de los mercados hipotecarios todavía presentan considerables diferencias, como las ratios típicas entre el principal y el valor de la garantía y el coste de cancelación anticipada de hipotecas, incluso en áreas como la zona del euro que son bastante homogéneas en muchos aspectos, como se muestra en el recuadro 1. Las variaciones de estas características institucionales pueden influir en la respuesta de las economías a perturbaciones que afectan al precio de la vivienda y a los tipos de interés¹⁰. Por ejemplo, es probable que la transmisión de perturbaciones que afectan a los tipos de interés sea más intensa en países con hipotecas a tipo de interés variable.

Aunque, en principio, la innovación financiera, una gama más amplia de productos financieros y los menores costes de transacción pueden aumentar el bienestar de muchos hogares, es probable que las economías en las que los hogares tienen mayores facilidades de acceso al crédito hipotecario (como Estados Unidos, Dinamarca, Países Bajos, Australia o Suecia)¹¹ sean más sensibles a perturbaciones que

8 La ratio entre el principal del préstamo y el valor de la garantía es la cuantía del préstamo hipotecario en porcentaje del valor total de la vivienda. El coste de cancelación anticipada refleja cuánto debe pagar un hogar a la entidad hipotecaria si decide amortizar la hipoteca antes de la fecha especificada en el contrato (posiblemente con el fin de obtener un préstamo hipotecario en condiciones más favorables). El reembolso del capital inmobiliario consiste en que los hogares tomen un préstamo garantizado por un bien inmueble para financiar el gasto en consumo, la adquisición de otros activos o el reembolso de un crédito sin garantías. Para más información sobre un indicador del grado en que los mercados hipotecarios son completos, véase FMI (2008), «The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy», Perspectivas de la Economía Mundial, capítulo 3, abril.

9 Véase Muellbauer, J. N. (2007), «Housing, Credit and Consumer Expenditure», actas del Simposio sobre Vivienda, Financiación de la Vivienda y Política Monetaria, patrocinado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Jackson Hole.

10 Véase Maclennan, D., J. N. Muellbauer y M. Stephens (1998), «Asymmetries in Housing and Financial Market Institutions and EMU», *Oxford Review of Economic Policy* 14, pp. 54-80.

11 Los países que figuran en este y en el siguiente paréntesis se clasifican en función del índice de acceso de los hogares al crédito hipotecario [véase FMI (2008), «The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy», capítulo 3, Perspectivas de la Economía Mundial, abril].

afectan al precio de la vivienda que las economías de muchos países de la zona del euro (entre los que se incluyen Francia, Italia, Alemania, Austria, Bélgica o Grecia). Estas últimas economías pueden ser más estables y más eficaces en lo que respecta a reducir al mínimo el riesgo de impago y a conceder préstamos a hogares que quieren endeudarse por encima de sus expectativas de renta. Además, la política de concesión de créditos en el primer grupo de países mencionado puede ser especialmente procí-

clica y, por tanto, proclive a aumentar la volatilidad macroeconómica¹².

- 12 Para conocer evidencia procedente de un conjunto de datos con un grado elevado de desagregación (códigos postales) de Estados Unidos acerca de cómo la rápida expansión de la política de conceder préstamos hipotecarios a prestatarios de alto riesgo puede explicar gran parte de las variaciones al alza y a la baja de los precios de la vivienda y la evolución asociada de los impagos, véase Mian, A. y A. Sufi (2008), «The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis», NBER Working Paper 13936.

Recuadro I

EL PAPEL DE LOS FACTORES INSTITUCIONALES EN LA TRANSMISIÓN DE LAS PERTURBACIONES QUE AFECTAN A LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA

La facilidad con la que es posible transformar las ganancias derivadas de aumentos de los precios de la vivienda en fondos para gasto en consumo difiere en las distintas economías de la zona del euro, debido, en parte, a las diferencias institucionales existentes en los mercados hipotecarios. De este modo, la intensidad de la transmisión de las perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda a la economía depende, entre otras cosas, del porcentaje de la población que tiene vivienda en propiedad, de la ratio típica entre el principal del préstamo y el valor de la garantía, y de las posibilidades de cancelación anticipada de las hipotecas. En este recuadro se analizan estos factores, pero dada la falta de datos armonizados y centralizados, es necesario interpretar las cifras con cautela.

Las ganancias o pérdidas de riqueza causadas por variaciones de los precios de la vivienda únicamente pueden generarse en hogares con vivienda (una casa o un piso) en propiedad. En la mayor parte de los países, la tasa de ocupación de viviendas propias, que indica el porcentaje de viviendas habitadas por sus propietarios, ofrece una buena aproximación a la proporción de la población que es propietaria de una vivienda. Esta tasa varía considerablemente en la zona del euro, del 44% en Alemania al 83% en España (véase cuadro). En igualdad de condiciones, los efectos riqueza podrían ser mucho más pronunciados en este último país.

Otra variable que influye en la transmisión de las perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda es la ratio entre el principal del préstamo y el valor de la garantía. En igualdad de condiciones, una ratio más elevada señala que los hogares tendrán mayores facilidades de acceso al endeudamiento utilizando la vivienda como garantía en caso de subida de los precios de este activo inmobiliario. Cuanto más alta sea esta ratio, más podrán incrementarse las oportunidades de endeudamiento de los hogares como consecuencia de una variación de los precios de la vivienda. Además, una ratio elevada puede indicar que los hogares que inicialmente no tomaron prestada la cantidad máxima posible pueden ampliar su endeudamiento. El cuadro muestra grandes diferencias en las ratios entre el principal y el valor de la garantía típicas de los países de la zona del euro, que en el año 2005 oscilaban desde el 60% en Grecia hasta el 112% en los Países Bajos aunque, en la mayor parte de los países, la cuantía del préstamo suele equivaler a alrededor del 80% del valor de la vivienda. Las diferencias constatadas en la zona del euro reflejan, entre otras cosas, la existencia de un sistema de garantías de los pagos de intereses y de las amortizaciones de capital en algunos países, en ocasiones establecido por el Gobierno y pagado por

Características institucionales de los mercados hipotecarios en países seleccionados de la zona del euro

(en porcentaje)

	Tasa de ocupación de viviendas en propiedad ¹⁾ 2005	Ratio típica entre el principal del préstamo y el valor de la garantía ²⁾ 2005	Cancelación anticipada ³⁾ 2007	Ratio endeudamiento para adquisición de vivienda/PIB ⁴⁾ 2007
Bélgica	67	80-85	C	33,9
Alemania	44	70	F/N	39,6
Irlanda	78	91-95	N	65,6
Grecia	73	60	N	27,2
España	83	83	C	58,0
Francia	58	66	C	33,5
Italia	72	80	F	17,2
Chipre	68	80	C	43,5
Luxemburgo	69	Max. 80	F/N	37,9
Malta	75	68	N	36,1
Países Bajos	54	112	N	67,8
Austria	52	70-85	N	23,8
Portugal	73	70-80	C	61,0
Eslovenia	82	ND	C	7,7
Finlandia	64	70-85	N	33,8

Fuentes:

1) Eurostat, Year book, 2008.

2) Miles, D. y V. Pillonca (2008), «Financial Innovation and European Housing and Mortgage Markets», Oxford Review of Economic Policy, Vol. 24, Issue 1, pp. 145-175.

3) Libro blanco sobre la integración de los mercados de crédito hipotecario en la UE, (2007), Comisión Europea, complementado con información más reciente.

4) BCE.

Nota: C = imposición de límites en las comisiones, F = no se aplican comisiones, N = ausencia de límites en las comisiones, ND = no disponible.

todos los hogares participantes. En los países en los que existe este sistema, como los Países Bajos y Finlandia, los bancos se mostrarán dispuestos a conceder préstamos para adquisición de vivienda con una ratio más alta entre el principal del préstamo y el valor de la garantía. La posibilidad de hacer cumplir con relativa facilidad las decisiones adoptadas en procedimientos de ejecución hipotecaria en caso de impago de un préstamo por parte de un hogar también tendrá un efecto positivo sobre la ratio entre el principal del préstamo y el valor de la garantía que ofrecen las entidades hipotecarias.

La posibilidad de cancelación anticipada de los préstamos para adquisición de vivienda, es decir, antes del vencimiento del préstamo, puede intensificar el efecto de la transmisión. La cancelación anticipada significa que el prestatario puede acceder a un préstamo nuevo y por una cuantía superior en caso de que el valor de la garantía subyacente, la vivienda, aumente, y por tanto proporciona acceso a la riqueza inmobiliaria. Los hogares pueden decantarse por esta opción en caso de que otras posibilidades, principalmente obtener un segundo préstamo respaldado por la misma vivienda, no sean factibles o resulten más costosas. Los regímenes de cancelación anticipada varían considerablemente en los países de la zona del euro, como se muestra en el cuadro: mientras que en la mayor parte de los países es un derecho legalmente establecido, en otros puede excluirse por contrato. Las comisiones que deben abonar los hogares en caso de que opten por la cancelación anticipada del préstamo presentan considerables diferencias: en algunos países está prohibido por ley exigir el pago de una comisión, mientras que en otros existe plena libertad contractual para fijar comisiones. En el cuadro se presenta el régimen general de comisiones de los países de la zona del euro, aunque no se muestran muchas exenciones u otros detalles. Se ha de observar que en los países en los que se establecen límites a las comisiones o éstas no pueden aplicarse, los bancos pueden repercutir los costes derivados de la cancelación anticipada a todos los hogares que obtengan un préstamo para adquisición de vivienda aplicando tipos de interés más elevados. Además de las comisiones por cancelación anticipada, otros costes de transac-

ción que se generan al refinanciar una hipoteca influyen en las decisiones de las familias de si amortizar parte o la totalidad de su préstamo para adquisición de vivienda para obtener un nuevo préstamo. En líneas más generales, unos costes de transacción menores asociados a la vivienda facilitan la venta o la adquisición de una vivienda, lo que puede ser una manera indirecta de reembolsar capital.

La cantidad pendiente de pago del préstamo para adquisición de vivienda puede considerarse un indicador sintético rudimentario de la intensidad potencial de la transmisión de perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda a la economía, ya que unas tasas de ocupación de viviendas en propiedad más elevadas, unas ratios más altas entre el principal del préstamo y el valor de la garantía y mayores oportunidades de cancelación anticipada se traducirán, en principio, en unas ratios de endeudamiento más elevadas. De hecho, en la zona del euro se observan grandes diferencias en estas ratios: desde el 8% del PIB (Eslovenia) hasta el 68% (Países Bajos). No obstante, estas diferencias también reflejan otros factores, que reducen ligeramente el valor informativo de la ratio deuda/PIB como indicador sintético de las oportunidades para generar efectos riqueza. En algunos países, los hogares tienden a no tener hipotecas, o sólo por cantidades reducidas, por motivos históricos y culturales. Las variaciones entre los distintos países en lo que respecta al endeudamiento para adquisición de vivienda también están relacionadas con aspectos tales como el grado en que el mercado de alquiler ofrece buenas alternativas a la vivienda en propiedad y el nivel de ayudas fiscales a la vivienda en propiedad. Se ha de observar que, al parecer, en la zona del euro se han concedido menos préstamos a hogares con elevadas probabilidades de impago que en Estados Unidos y el Reino Unido.

En conclusión, pueden observarse diferencias significativas en las características institucionales de los mercados hipotecarios de los países de la zona del euro, que es posible que influyan en la transmisión a la economía de perturbaciones que afectan al precio de la vivienda, a la renta o a los tipos de interés. Este es el caso, por ejemplo, de la medida en que el endeudamiento de los hogares o la sensibilidad de los pasivos de los consumidores a los tipos de interés afectan a la exposición de una economía a perturbaciones de carácter adverso. Además, unas tasas de ocupación de viviendas en propiedad más elevadas, unas ratios más altas entre el principal del préstamo y el valor de la garantía, y mayores oportunidades de cancelación anticipada facilitarán, en principio, una transmisión más rápida e intensa. No obstante, puede que estos mismos factores contribuyan a aumentar la volatilidad de los mercados de la vivienda¹.

1 Para conocer resultados más detallados, véase, por ejemplo, Calza, A., T. Monacelli and L. Stracca (2006), «Mortgage Markets, Collateral Constraints, and Monetary Policy: Do Institutional Factors Matter?», Documento de Trabajo n.º 10, Center for Financial Studies, Goethe University, Frankfurt.

DIFERENCIAS EN LOS EFECTOS RIQUEZA ENTRE HOGARES

La respuesta de la macroeconomía a perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda está determinada por las reacciones de los hogares individuales, que difieren notablemente en función de su patrimonio, del perfil de renta esperada, del nivel de endeudamiento, de la proporción de viviendas en propiedad o en alquiler, y de la evolución

demográfica. Tanto las consideraciones teóricas como la evidencia disponible (basada en datos a nivel de hogares) apuntan a una heterogeneidad considerable en los efectos riqueza en los distintos hogares. Entender estas diferencias puede servir para arrojar luz sobre lo que sucede con los efectos riqueza a escala agregada a medida que la innovación financiera progresa, la estructura demográfica evoluciona o los sistemas tributarios y de pensiones se modifican.

Las reacciones de los arrendatarios y de los propietarios de viviendas ante perturbaciones de naturaleza positiva sobre el precio de la vivienda son diferentes, ya que los primeros resultan negativamente afectados por las subidas del alquiler (actuales y esperadas en el futuro) y deben reducir el gasto en otros bienes de consumo. En cambio, los segundos gastan más a medida que aumenta su riqueza. El grado en que ambos grupos reaccionan ante variaciones del precio de la vivienda depende de la flexibilidad de los alquileres. Gran parte del mercado de la vivienda (tanto en Estados Unidos como, en particular, en la zona del euro) está sometido a controles de los alquileres, que limitan la transmisión de las perturbaciones¹³.

No obstante, las reacciones de los arrendatarios y de los propietarios no tienen por qué ser simétricas. Por ejemplo, si los propietarios de viviendas incrementan su riqueza, es improbable que reaccionen con la misma intensidad que los arrendatarios. Un motivo fundamental es que las personas más ricas tienen menor propensión marginal al consumo. Además, se dispone de evidencia empírica que muestra que el ahorro por motivo precaución puede provocar reacciones asimétricas del gasto ante perturbaciones con un efecto positivo o negativo sobre la riqueza.

Además, el gasto de los hogares más endeudados puede ser más sensible a perturbaciones. Aunque las mayores facilidades de acceso a nuevos créditos pueden ofrecer a los consumidores mejores oportunidades para aislar el gasto de perturbaciones que afectan a la renta y a los tipos de interés, los hogares que acumulan un volumen elevado de deuda pueden tener que asignar considerables recursos para su reembolso. En consecuencia, disponen de menos fondos para suavizar el consumo en caso de que deban afrontar perturbaciones de carácter adverso (como una subida de los tipos de interés de su hipoteca). En algunos países, el efecto de este mecanismo puede ampliarse por la intensa correlación positiva entre perturbaciones sobre la renta y sobre el precio de la vivienda.

En épocas de bonanza económica, la interacción entre la renta y el precio de la vivienda puede

constituir un proceso autosostenible en el que los consumidores experimentan perturbaciones que afectan positivamente a ambas variables. Dado que los aumentos de los precios de la vivienda son de carácter bastante persistente (en relación con las subidas de los precios de las acciones, por ejemplo), es frecuente que los períodos de auge en los mercados de la vivienda con frecuencia duren varios años. En estos períodos es posible que algunas personas extrapolen al futuro las subidas del precio de la vivienda e inviertan en este tipo de activo aunque su renta actual y esperada no sea suficientemente elevada, y cabe la posibilidad de que estos consumidores tengan que hacer frente a consecuencias adversas cuando los precios de la vivienda comiencen a estancarse o incluso a caer. Es posible que los hogares que deban afrontar la combinación de capital inmobiliario reducido, o incluso negativo, y perturbaciones negativas sobre la renta, tengan que reducir considerablemente el gasto¹⁴.

4 ESTIMACIONES EMPÍRICAS DE LOS EFECTOS DE LA RIQUEZA INMOBILIARIA EN PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

En esta sección se presenta evidencia empírica sobre la riqueza inmobiliaria y el consumo privado basada en los análisis descriptivos y los argumentos teóricos presentados hasta ahora. Aunque numerosos estudios han analizado la relación entre

13 Para conocer evidencia empírica de Estados Unidos, véase Genesove, D. (2003), «The nominal rigidity of apartment rents», *Review of Economic Studies* 85(4), pp. 844-853.

14 Aunque los vínculos entre el balance, la renta y el gasto de los hogares han sido objeto de pocos trabajos de investigación, los datos del Reino Unido a nivel de hogares proporcionan evidencia de que los hogares endeudados reaccionan con (mucho) más intensidad ante perturbaciones, véase Disney, R., S. Bridges y J. Gathergood (2006), «Housing wealth and household indebtedness: Is there a household financial accelerator?», Documento de Trabajo n.º 12, Česká národní banka. A partir de datos procedentes de la encuesta *British Household Panel Survey*, los autores «estiman una propensión marginal media agregada de los hogares a incrementar el endeudamiento neto en respuesta a un aumento de los precios de la vivienda de alrededor del 0,03, que varía de casi 0,4 para los hogares muy endeudados a cero para aquellos con unas ratios entre el principal del préstamo y el valor de la garantía muy bajas». Las fluctuaciones del precio de la vivienda también pueden causar un impacto desproporcional sobre el ahorro para los hogares con un capital inmobiliario negativo.

riqueza inmobiliaria y consumo privado en los países industrializados, existen pocos estudios sobre la zona del euro, ya que el hecho de que los datos disponibles sobre riqueza inmobiliaria sean relativamente limitados dificulta la realización de un estudio empírico completo. La literatura puede dividirse en dos grupos, uno que utiliza datos macroeconómicos y otro que se basa en datos microeconómicos.

En la mayor parte de la literatura se utilizan datos agregados, disponibles para períodos más largos y con mayor frecuencia y puntualidad, que los datos a nivel de hogares. Dado que la medición del patrimonio neto de los hogares puede ser problemática y que se dispone de datos fiables sobre la riqueza inmobiliaria de la zona del euro desde hace poco tiempo, gran parte de los trabajos realizados inicialmente se concentraron en Estados Unidos (véase cuadro más adelante), y la evidencia de otros países se añadió posteriormente. Los resultados suelen resumirse en términos de propensión marginal al consumo a partir de la riqueza inmobiliaria, que indica el grado de variación del consumo (en términos absolutos) ante una variación de la riqueza equivalente a un euro/un dólar/una libra. Los resultados de los estudios realizados muestran una propensión marginal al consumo a largo plazo de entre 6 y 10 centavos por dólar en Estados Unidos, 9 centavos por dólar en Canadá, 4 peniques por libra en el Reino Unido, y entre 1 y 2 céntimos por euro en Italia. En algunos trabajos, la respuesta del consumo ante perturbaciones que afectan a la riqueza se estimó utilizando elasticidades en lugar de la propensión marginal al consumo. Las dos medidas están estrechamente relacionadas: la elasticidad del consumo a la riqueza inmobiliaria es equivalente a la propensión marginal al consumo multiplicada por la ratio entre la riqueza inmobiliaria y el gasto (anual) en consumo¹⁵. En general, estas elasticidades también apuntan a la existencia de efectos positivos y significativos de la riqueza inmobiliaria en países como Estados Unidos y el Reino Unido, mientras que la evidencia disponible para los países de la zona del euro es más heterogénea y relativamente escasa. Además los efectos riqueza suelen ser más intensos en economías con mercados financieros más desarrollados¹⁶, lo que

podría indicar que la reacción ante perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda es menos intensa, en promedio, en la zona del euro, en la que muchos países disponen de sistemas financieros basados en la actividad bancaria, que en países como Estados Unidos y el Reino Unido.

A diferencia de la mayor parte de los estudios sobre este tema, Slacalek (2006)¹⁷ realiza estimaciones de los efectos de la riqueza inmobiliaria para el conjunto de la zona del euro, y elabora datos de riqueza inmobiliaria para ocho países de la zona para el período 1979-1999. El estudio no encuentra efectos significativos de la riqueza inmobiliaria en la zona del euro si se considera todo el período muestral, aunque dicho efecto es notable a partir de 1989, con una propensión marginal al consumo a partir de la riqueza inmobiliaria de 1,95 céntimos por euro. Los resultados de esta estimación son sustancialmente inferiores a los de los estudios relativos a Estados Unidos y el Reino Unido, que superan los 3 centavos/peniques por dólar/libra.

Debido a las limitaciones de datos, existe poco consenso sobre cómo difieren los efectos de la riqueza inmobiliaria de los de la riqueza financiera: mientras algunos estudios consideran que el efecto de la riqueza inmobiliaria es considerablemente más pronunciado que el de la riqueza financiera¹⁸, otros señalan lo contrario¹⁹. Las razones teóricas de estas diferencias tampoco son claras. Por un lado, la riqueza financiera tiende a concentrarse más en hogares con rentas elevadas, y las perturbaciones que afectan a la riqueza financiera suelen ser de naturaleza mucho más transitoria que las perturbaciones que influyen en la riqueza inmobiliaria. Ambos hechos podrían apuntar a una menor propensión a consumir a partir de la riqueza financiera. Por otro, cuando los incrementos de la ri-

15 La ratio entre riqueza inmobiliaria y consumo varía considerablemente en el tiempo y entre los distintos países industrializados. En la zona del euro, fluctuó entre 3,3 y 5,8 entre 1980 y el 2006. Véase también el recuadro 2, titulado «Heterogeneidad en la riqueza inmobiliaria de los distintos países».

16 Véase Ludwig y Sløk (2004; véase cuadro más adelante).

17 Véase cuadro.

18 Por ejemplo, Case et al. (2005; véase cuadro anterior).

19 Por ejemplo, Ludwig y Sløk (2004; véase cuadro anterior).

queza inmobiliaria tienen su origen en aumentos de los precios de la vivienda, las personas interesadas en comprar una vivienda deben ahorrar más con el fin de reunir la cantidad necesaria para realizar el pago inicial²⁰. Además, la magnitud del efecto de la riqueza inmobiliaria se ve influenciado por la transmisión de las perturbaciones que afectan a estos precios a los alquileres y por la proporción de arrendatarios y propietarios de viviendas en la economía.

En primer lugar, la heterogeneidad de los hogares (en cuanto a proporción de viviendas en propiedad, edad, renta o región) no puede ser objeto de estudio. Las diferencias entre hogares pueden ser importantes si la intención es limitar el análisis a un grupo de población específico, como los consumidores con altos niveles de endeudamiento. En segundo lugar, las variaciones de los precios de los activos y del consumo están determinadas, en cierta medida, por los mismos facto-

Las estimaciones del efecto riqueza utilizando datos agregados adolecen de al menos dos inconvenientes.

20 Para más detalles, véase también el artículo titulado «Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo del 2003.

Estimaciones de los efectos de la riqueza inmobiliaria utilizando datos macroeconómicos y microeconómicos

(propensión marginal al consumo de una unidad de moneda nacional de riqueza inmobiliaria)

	US	CAN	UK	OCDE	FR	IT	FI	ES	Zona del euro
Datos macroeconómicos									
Propensiones marginales al consumo									
Bassanetti y Zollino (2008)						0,01-0,02			
Bertaut (2002)	0,10	0,09	0,04						
Carroll, Otsuka and Slacalek (2006)	0,06								
Skinner (1993)	0,06								
Slacalek (2006)	0,05	0,05	0,05	0,01					0
Elasticidades									
Boone y Girouard (2002)	0,03	0,19	0,04		0,05	-0,06			
Case, Quigley y Shiller (2005)	0,03-0,10			0,09-0,17					
Ludwig y Sløk (2004)				0,04					
Datos microeconómicos									
Propensiones marginales al consumo									
Bover (2006)								0,02-0,07	
Campbell y Cocco (2007)			0,08						
Guiso, Paiella y Visco (2005)						0,02			
Lehnert (2004)	0,02								
Paiella (2004)						0,02			
Elasticidades									
Bostic et al. (2006)	0,06								
Grant y Peltonen (2008)						0,08			
Sierminska y Takhtamanova (2007)		0,12				0,13	0,10		

Fuentes: Bassanetti, A. y F. Zollino (2008), «The Effects of Housing and Financial Wealth on Personal Consumption: Aggregate Evidence for Italian Households», in *Household Wealth in Italy*; Banca d'Italia; Bertaut, C. C. (2002), «Equity Prices, Household Wealth, and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries: Wealth Effects in the 1990s», Federal Reserve Board, International Finance Discussion Papers 2002-724; Carroll, C. D., M. Otsuka y J. Slacalek (2006), «How Large Is the Housing Wealth Effect? A New Approach», NBER Working Paper 12746; Skinner, J. (1993), «Is Housing Wealth a Sideshow?», Documento de Trabajo n.º 4552, NBER; Slacalek, J. (2006), «What Drives Personal Consumption? The Role of Housing and Financial Wealth», DIW Berlin Discussion Paper 647 (en el cuadro sólo se muestran los resultados de datos de panel); Boone, L. y N. Girouard (2002), «The Stock Market, the Housing Market and Consumer Behaviour», OECD Economic Studies, 32(2):175-200; Case, K. E., J. M. Quigley y R. J. Shiller (2005), «Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market, Advances in Macroeconomics», 5(1):1-32; Ludwig y Sløk (2004), «The Relationship between Stock Prices, House Prices and Consumption in OECD Countries», *Topics in Macroeconomics*, 4(1), Article 4; Bover, O. (2006), «Wealth Effects on Consumption: Microeconomic Estimates from the Spanish Survey of Household Finances», CEPR Discussion Paper 5874; Campbell, J. Y. y J. F. Cocco (2007), «How Do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro Data», *Journal of Monetary Economics*, 54(3): 591-621; Guiso, L., M. Paiella y I. Visco (2005), «Do Capital Gains Affect Consumption? Estimates of Wealth Effects from Italian Households' Behavior», Documento de Trabajo n.º 555 (junio), Banca d'Italia; Lehnert, A. (2004), «Housing, Consumption and Credit Constraints», Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series 2004-63; Paiella (2004), «Does Wealth Affect Consumption? Evidence from Italy», Documento de Trabajo n.º 510, Banca d'Italia; Bostic, R., S. Gabriel y G. Painter (2006), «Housing Wealth, Financial Wealth, and Consumption: New Evidence from Micro Data», University of Southern California, Lusk Center for Real Estate Working Paper; Grant, C. y T. Peltonen (2008), «Housing and equity wealth of Italian households», Documento de Trabajo n.º 857, BCE; Sierminska, E. y Y. Takhtamanova (2007), «Wealth Effects out of Financial and Housing Wealth: Cross Country and Age Group Comparisons», Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, 2007-01, enero.

res macroeconómicos, que resultan difíciles de incorporar con precisión en los trabajos empíricos. Aunque esto puede introducir un sesgo en las estimaciones del efecto riqueza, el problema no es tan grave a niveles menos agregados (por ejemplo, a escala regional), en los que los cambios de los precios locales de la vivienda están impulsados, en parte, por factores de naturaleza local más que macroeconómica.

Los resultados de las estimaciones de las propensiones marginales a consumir realizadas con datos a nivel de hogares son similares, en líneas generales, a los obtenidos utilizando datos macroeconómicos. Existen algunos estudios que usan datos microeconómicos de algunos países de la zona del euro —principalmente España, Francia, Italia y Finlandia— que proporcionan información a nivel de hogares. La propensión marginal al consumo a partir de la riqueza inmobiliaria en España e Italia es de 2 a 7 céntimos y 2 céntimos por euro, respectivamente²¹. Existe también evidencia heterogénea sobre si el efecto de la riqueza inmobiliaria es mayor que el de la riqueza financiera en estos estudios.

Los estudios basados en datos microeconómicos también han analizado la heterogeneidad de los efectos riqueza en los distintos hogares, teniendo en cuenta variables demográficas²². Se constató, por ejemplo, que los propietarios de viviendas de mediana edad presentan los mayores efectos riqueza²³. Además, los efectos riqueza suelen ser positivos para los propietarios de viviendas cuando aumentan los precios de este activo, mientras que los arrendatarios incrementan su ahorro²⁴. Por consiguiente, los cambios demográficos y las variaciones en la proporción de viviendas en propiedad en la economía pueden influir en la evolución del consumo agregado. Además, se dispone de cierta evidencia de un efecto asimétrico de la riqueza sobre el consumo: los consumidores tienden a reaccionar con mayor intensidad ante pérdidas que ante ganancias de riqueza inmobiliaria²⁵, lo que podría estar relacionado con la existencia del ahorro por motivo precaución y con restricciones de liquidez.

La evidencia empírica acerca de la intensidad del efecto riqueza sobre el consumo está sujeta a mu-

chas matizaciones. En primer lugar, la riqueza de los hogares no evoluciona con independencia del consumo, existiendo otras variables que pueden influir en esta relación bivalente. Ciertamente, aunque los precios de los activos (incluida la vivienda) resultan influenciados por la actividad económica, también pueden incorporar expectativas (y cambios de las expectativas) sobre la renta futura. Dado que los modelos teóricos tradicionales basados en la hipótesis de la renta permanente/teoría del ciclo vital están relacionados, en última instancia, con la planificación del consumo durante el ciclo de vida, es probable que la evolución demográfica (actual y esperada) y las imperfecciones de los mercados de crédito desempeñen un destacado papel de control en la relación entre riqueza y consumo de los hogares. La literatura empírica a menudo tiene serias dificultades para explicar estas complejas relaciones.

En segundo lugar, el hecho de que la respuesta del consumo ante aumentos de la riqueza inmobiliaria a escala de la zona del euro sea moderada puede ocultar, en cierta medida, la heterogeneidad existente en los distintos países de la zona, debido tanto a la existencia de estructuras de financiación hipotecaria específicas de cada país (véase recuadro 1) como a la evolución de variables fundamentales de cada país, que son importantes para el consumo y que se traducen en diferencias en la riqueza inmobiliaria (véase recuadro 2). En tercer lugar, los mercados de la vivienda pueden ser especialmente proclives a rupturas estructurales y a presentar relaciones no lineales con la actividad económica. La influencia de la riqueza inmobiliaria puede ser particularmente sensible a cambios en las relaciones históricas como consecuencia de la evolución de factores económi-

21 Los resultados correspondientes a Finlandia y Francia del cuadro anterior figuran en términos de elasticidades en lugar de propensiones marginales a consumir.

22 Véase también la sección 2.

23 Véase Bover (2006; véase cuadro anterior). Para un análisis de este efecto, véase también la sección 2.

24 Véase Guiso et al. (2005), y Campbell y Cocco (2007). Véase cuadro anterior.

25 Véase Engelhardt, G. V. (1996), «House prices and home owner saving behaviour», *Regional Science and Urban Economics*, 26(3/4): pp. 313-336, y Berben, R. P., K. Bernoth y M. Mastrogiacono (2006), «Households' response to wealth changes: Do gains or losses make a difference?», Documento de Trabajo n.º. 90, De Nederlandsche Bank.

cos, financieros o institucionales (estos últimos incluyen, por ejemplo, la influencia de factores no relacionados con el mercado, como la regulación del mercado de la vivienda y políticas tributarias, en la evolución del mercado de la vivienda). En cuarto lugar, los efectos umbral y las asimetrías pueden influir en la transmisión de las perturbaciones que afectan al precio de la vivienda. Los efectos umbral, que hacen que el consumo reaccione de manera diferente ante perturbaciones de pequeña o de gran

magnitud sobre el precio de la vivienda, pueden tener su origen en las imperfecciones de los mercados de crédito. Estas imperfecciones pueden incluir costes de transacción, o pueden surgir cuando los hogares tratan de diferenciar perturbaciones transitorias y permanentes sobre la riqueza. Las asimetrías, por ejemplo una reacción más intensa del gasto ante una caída que ante un incremento de los precios de la vivienda, pueden deberse a restricciones de liquidez.

Recuadro 2

HETEROGENEIDAD EN LA RIQUEZA INMOBILIARIA DE LOS DISTINTOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

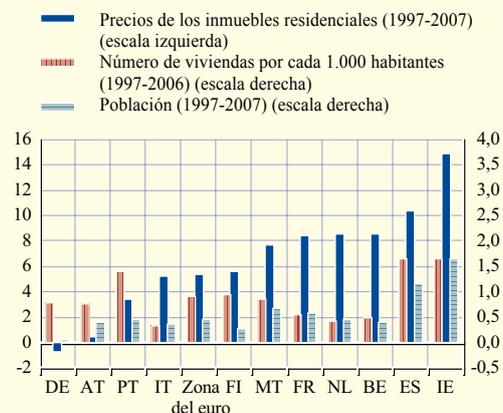
El recuadro 1 muestra la considerable heterogeneidad existente en los países de la zona del euro en lo que respecta a diversas características institucionales de los mercados hipotecarios. Estas características pueden ser la causa de la heterogeneidad de la riqueza inmobiliaria en los distintos países y de su tasa de acumulación.

No se dispone de datos comparables sobre riqueza inmobiliaria en los países de la zona del euro. Sin embargo, puede obtenerse un indicador aproximado del crecimiento de la riqueza inmobiliaria por países si se considera la variación media de los precios de los inmuebles residenciales y del número de viviendas por cada 1.000 habitantes, y la tasa media de crecimiento de la población (véase gráfico A). La combinación de estos tres factores puede ofrecer una idea general del crecimiento del saldo nominal de la riqueza inmobiliaria¹.

Entre 1997 y el 2006, el número de viviendas por cada 1.000 habitantes aumentó, en promedio, en todos los países de la zona del euro para los que se dispone de datos, especialmente en Irlanda, España, Malta y Portugal. Los incrementos más acusados se registraron en países (como Irlanda y España) con el mayor crecimiento de la población. Pese a estos aumentos, en el año 2006, el número de viviendas por cada 1.000 habitantes oscilaba entre 560 en España y cerca de 350 en Irlanda, mostrando con ello considerables diferencias entre países (véase gráfico B). Esto

Gráfico A Precios de los inmuebles residenciales, número de viviendas y población

(tasas medias de variación interanual)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: No se dispone de datos comparables de Grecia, Chipre, Luxemburgo, Eslovenia y Eslovaquia.

Las variaciones de los precios de los inmuebles residenciales en Finlandia son una media del período 1997-2000.

Las variaciones en el número de viviendas son medias del período 1997-2005 para Irlanda, Italia y Portugal, 1997-2004 para Malta, y 1997-2002 para Austria.

1 Más formalmente: $\Delta HW = \Delta P + \Delta(N/POP) + \Delta POP$, es decir, en un período determinado, la variación (porcentual) de la riqueza inmobiliaria nominal (ΔHW) equivale a la variación de los precios de la vivienda (ΔP), más la variación del número de viviendas por habitante ($\Delta(N/POP)$), más la variación de la población (ΔPOP). La información que se proporciona en el gráfico A no proporciona ningún indicador del nivel de riqueza inmobiliaria en los países de la zona del euro.

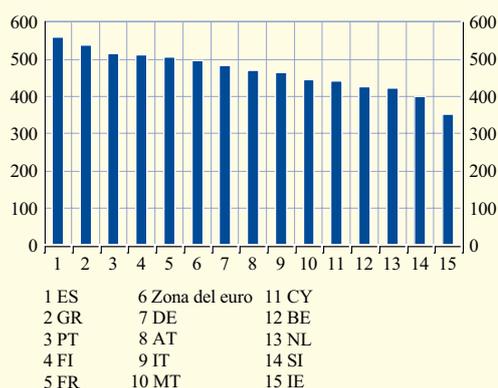
también puede indicar que el *stock* de viviendas en los países de la zona también es heterogéneo².

Dada la elevada correlación entre los precios de los inmuebles residenciales y la riqueza inmobiliaria en la zona del euro (véase el gráfico 1 de la sección 2), las variaciones de los citados precios han sido el principal factor impulsor de la evolución de la riqueza inmobiliaria. Entre 1997 y el 2007, los precios de los inmuebles residenciales aumentaron, en promedio, cerca del 5,5% por año, en términos nominales, en la zona del euro, con considerable heterogeneidad entre países. Los mayores incrementos de precios se registraron en Irlanda y España (cerca del 15% y por encima del 10%, respectivamente), lo que sugiere que el crecimiento de la población ha contribuido a la evolución de los precios en estos países, mientras que en Alemania se observó una caída de los precios próxima al 0,6%, en promedio, por año. En Bélgica, Francia, Malta y Países Bajos también se registró una considerable inflación de los precios de la vivienda, por encima o justo por debajo del 8%.

2 El aumento de la cantidad de viviendas en algunos países mediterráneos también puede estar relacionado con un número más elevado de segundas residencias en estos países.

Gráfico B Número de viviendas por cada 1.000 habitantes en los países de la zona del euro

(niveles del 2006, salvo especificación en contrario)



Fuente: Eurostat.

Notas: No se dispone de datos de Luxemburgo.

Los datos de Irlanda, Italia, Portugal y Eslovenia se refieren al año 2005, los de Grecia y Malta al 2004 y los de Austria al 2002.

5 CONCLUSIONES

La limitada evidencia disponible sobre la evolución del consumo y de la riqueza inmobiliaria en la zona del euro apunta a una relación relativamente débil entre ambas, si se comprara con economías con mercados hipotecarios basados en mayor medida en los mercados (frente a los basados en la actividad bancaria), como Estados Unidos y el Reino Unido, especialmente desde el año 2000. Esta conclusión puede explicarse, en parte, por las características institucionales de los mercados hipotecarios y por el modo en que influyen en los vínculos entre vivienda y economía. En particular, el reembolso del capital inmobiliario está menos extendido, en general, en la zona del euro que en países como Estados Unidos y el Reino Unido, probablemente porque los bancos lo ofrecen menos y porque los hogares lo

solicitan con menos frecuencia. Además, el menor grado de innovación financiera puede haber tenido como consecuencia positiva un crecimiento menos pronunciado del crédito a prestatarios menos solventes, cuyo consumo puede ser especialmente sensible a perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda y de otra naturaleza.

En consecuencia, del mismo modo que el auge observado en los mercados de la vivienda en los últimos años no parece haber contribuido a un aumento notable del gasto en consumo en la zona del euro, la desaceleración actual también debería tener un impacto relativamente limitado, en general, en la zona del euro en su conjunto. No obstante, la considerable heterogeneidad entre países puede hacer que estos efectos sean más intensos en algunas regiones de la zona.

ACUMULACIÓN DE ACTIVOS EXTERIORES POR PARTE DE LAS AUTORIDADES EN LOS MERCADOS EMERGENTES

ARTÍCULOS

Acumulación de activos
exteriores por parte
de las autoridades
en los mercados
emergentes

En el último decenio, las reservas internacionales mundiales y otros activos financieros de propiedad pública han crecido a un ritmo notable y es probable que sobrepasen hoy día la cifra de 10 billones de dólares. Si bien los expertos y los académicos no han llegado todavía a un acuerdo sobre los niveles óptimos de reservas, en el presente artículo se llega a la conclusión de que el significativo aumento de las reservas internacionales y de los fondos soberanos de riqueza en las economías exportadoras de materias primas tiene su explicación, hasta cierto punto, en consideraciones de equidad intergeneracional. En el caso de las economías de Asia, en las que la acumulación de activos exteriores por parte de los bancos centrales y los gobiernos es, principalmente, un reflejo de la inflexibilidad de los regímenes cambiarios en vigor, el argumento económico para mantener grandes volúmenes de activos exteriores parece más débil. Las consecuencias del aumento de las reservas internacionales y de los activos exteriores en poder de los fondos soberanos de riqueza para el sistema financiero mundial son difíciles de predecir. Una mayor transparencia en este terreno ayudaría a estudiar las posibles repercusiones mundiales al respecto y también contribuiría a una mayor estabilidad financiera a escala internacional.

I INTRODUCCIÓN

En el último decenio, los gobiernos de las economías emergentes han acumulado considerables tenencias de activos financieros exteriores, principalmente en forma de reservas internacionales. Más recientemente, los fondos soberanos de riqueza, que gestionan activos financieros de los gobiernos no incluidos en las reservas internacionales «tradicionales», han experimentado un rápido crecimiento y han sido objeto de gran atención en el debate público. El ritmo cada vez más rápido al que los gobiernos de las economías emergentes invierten en los mercados financieros mundiales se ha convertido en un importante tema de política económica. En este contexto, se examinan a continuación, en primer lugar, las causas que motivan la acumulación de activos exteriores por parte de las autoridades en esas economías, teniendo en cuenta las fuentes de financiación utilizadas para financiar esas inversiones, así como los medios e instrumentos que utilizan los gobiernos para canalizar su ahorro a los mercados financieros mundiales. A continuación, se presenta un análisis positivo de las tendencias observadas en la acumulación de reservas internacionales tradicionales en el último decenio y se hace balance de los debates sobre las dos principales cuestiones de política conexas, a saber, si las reservas internacionales han crecido demasiado y en qué medida los cambios en la composición por monedas de dichas reservas se han producido ya o aún están por producirse. Finalmente, se examina la evidencia disponible sobre la acumula-

ción de activos por parte de los fondos soberanos de riqueza y se presenta una evaluación provisional del posible impacto de dichos fondos sobre el sistema financiero mundial.

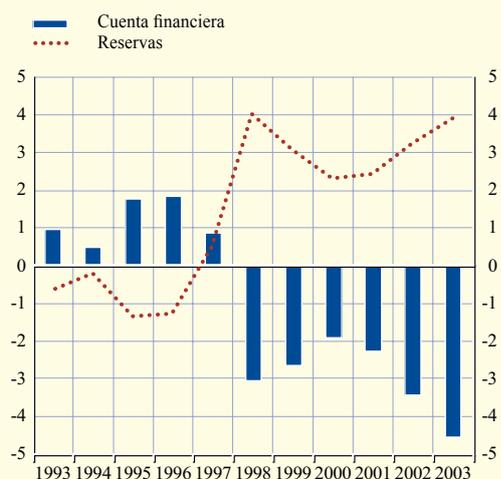
2 ORIGEN Y RAZONES DE LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES

Tradicionalmente, las razones para mantener reservas internacionales se han explicado, sobre todo, en función de las necesidades del banco central en materia de transacciones¹. Dichas necesidades incluyen la financiación transitoria de las importaciones, las intervenciones en los mercados de divisas, o la compensación de las salidas de capital. En este contexto, se argumenta también que la acumulación de reservas internacionales ha tenido lugar por motivos de autoaseguramiento, como resultado del deseo de las autoridades de protegerse frente a interrupciones súbitas de las entradas de capital en el futuro, en cuyo caso, las reservas pueden utilizarse para ayudar a las empresas nacionales y evitar así una crisis financiera. Las crisis financieras de Asia y América Latina en los años noventa han reafirmado, de hecho, la importancia de los motivos de transacción y de precaución a la

¹ Véanse, por ejemplo, Chinn, Menzie D. y Frankel, Jeffrey A. (2008), «The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency», documento de trabajo n.º 13909 del National Bureau of Economic Research (NBER), y Beck, Roland y Rahbari, Ebrahim (2008), «Optimal reserves composition in the presence of sudden stops: the euro and the dollar as safe haven currencies», Documento de Trabajo n.º 916, BCE.

Gráfico 1 Cuenta financiera y reservas internacionales en las economías emergentes de Asia

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

hora de mantener reservas internacionales. En realidad, las economías emergentes de Asia no comenzaron a acumular un volumen significativo de reservas internacionales hasta después de la súbita interrupción experimentada en 1997, que dio lugar a unas masivas salidas netas de capital (véase gráfico 1).

Más recientemente, la literatura académica ha atribuido la masiva reconstrucción de las reservas a razones «mercantilistas»². Según esta opinión, la acumulación de reservas internacionales es el resultado de los regímenes cambiarios dirigidos de los países que se fijan como objetivo la competitividad internacional del tipo de cambio, a fin de fomentar un crecimiento «inducido por las exportaciones». La literatura empírica tiende, no obstante, a concluir que los motivos tradicionales de transacción y precaución han sobrepasado históricamente a las razones mercantilistas³, lo cual quizá no resulte sorprendente habida cuenta de que las crisis financieras han sido un suceso recurrente incluso en los últimos años. De hecho, entre 1995 y 2003, los países experimentaron crisis financieras, bien en forma de interrupciones súbitas de las entradas de capital o de masivas fugas de capital de los inversores nacionales al menos en 36 casos (véase cuadro 1). Incluso en fechas más re-

2 Véase, por ejemplo, Dooley, Michael P., Folkerts-Landau, David y Garber, Peter (2004), «The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries», Documento de Trabajo n.º 10332, NBER.

3 Véase, por ejemplo, Aizenman, Joshua y Lee, Jaewoo (2008), «The Real Exchange Rate, Mercantilism and the Learning by Doing Externalities», Documento de Trabajo n.º 13853, NBER.

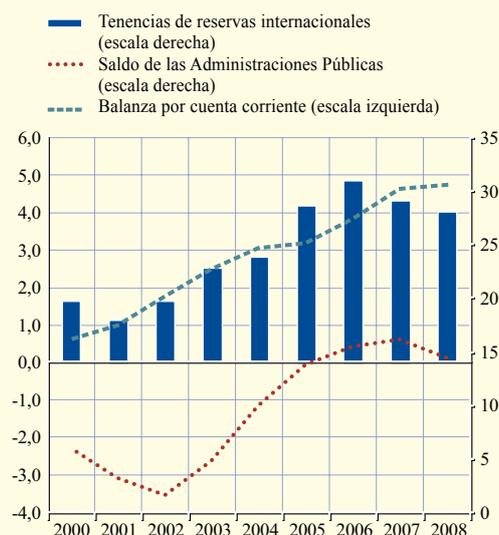
Cuadro 1 Crisis de la cuenta financiera entre 1995 y 2003

País	Comienzo de la crisis	País	Comienzo de la crisis
Argentina	Enero de 1995	Pakistán	Mayo de 1998
Brasil	Febrero de 1995	Chile	Junio de 1998
Sri Lanka	Febrero de 1995	Jordania	Octubre de 1998
India	Mayo de 1995	Turquía	Octubre de 1998
Filipinas	Junio de 1995	Brasil	Enero de 1999
Pakistán	Septiembre de 1995	Perú	Febrero de 1999
Chile	Octubre de 1995	República Eslovaca	Abril de 1999
Sudáfrica	Noviembre de 1996	Argentina	Agosto de 1999
Hungría	Diciembre de 1996	Grecia	Octubre de 1999
Tailandia	Diciembre de 1996	Indonesia	Diciembre de 1999
Brasil	Enero de 1997	Filipinas	Enero del 2000
República Checa	Enero de 1997	Venezuela	Marzo del 2000
Filipinas	Junio de 1997	Sri Lanka	Noviembre del 2000
Perú	Julio de 1997	Argentina	Marzo del 2001
República Eslovaca	Julio de 1997	Corea	Abril del 2001
Corea	Septiembre de 1997	Turquía	Junio del 2001
Indonesia	Diciembre de 1997	República Eslovaca	Agosto del 2003
Colombia	Abril de 1998	Pakistán	Diciembre del 2003

Fuentes: Rothenberg, Alexander D. y Warnock, Francis E. (2006), «Sudden Flight and True Sudden Stops», Documento de Trabajo n.º 12726, NBER.

Gráfico 2 Reservas internacionales, balanza por cuenta corriente y saldo presupuestario de las economías emergentes

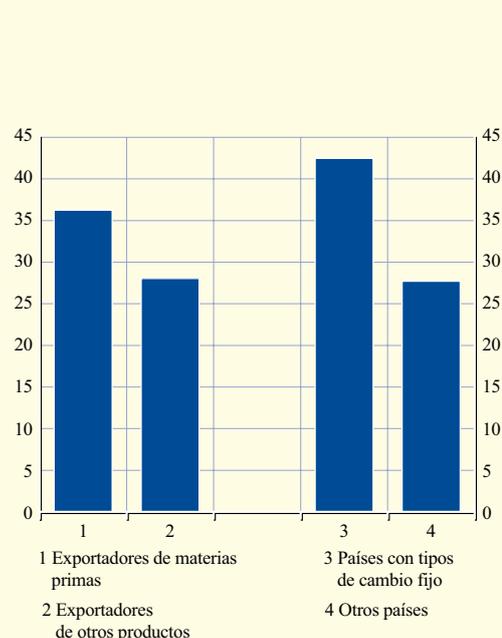
(en porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional

Gráfico 3 Reservas internacionales de los exportadores de materias primas, países con tipos de cambio fijo y otras economías emergentes

(2008, media sin ponderar en porcentaje del PIB)



Fuentes: Proyecciones de Perspectivas de la Economía Mundial del Fondo Monetario Internacional y cálculos del BCE.

cientes, algunos mercados emergentes han registrado salidas de capital y pérdidas de reservas en el marco de la actual crisis financiera mundial. En algunos países, los elevados volúmenes de reservas se han utilizado también para proporcionar al sistema bancario nacional liquidez en moneda extranjera.

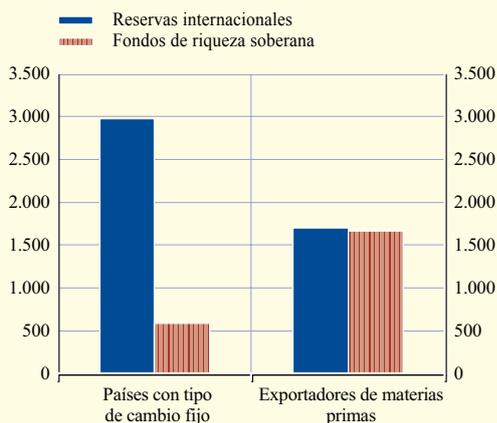
La acumulación de grandes volúmenes de activos exteriores por parte de las economías emergentes procede, principalmente, de dos fuentes, a saber, los ingresos netos de divisas a través del comercio y de las entradas de capital. Desde una perspectiva de balanza de pagos, los superávits por cuenta corriente se traducen en ahorro del sector privado o del sector público, que se invierte en el exterior. Lo que resulta sorprendente y específico de muchas economías emergentes es que dichos superávits se transformen, en su mayoría, en acumulación de activos financieros exteriores del sector público y no en salidas de capital del sector privado, como es el caso en la mayoría de las economías industrializadas. De hecho,

en términos agregados, las economías emergentes han mejorado sensiblemente los saldos del sector público en los últimos años de crecimiento sin precedentes de sus reservas internacionales, de lo que se deduce que una parte sustancial de las ganancias presupuestarias provenientes de los abultados superávits comerciales en muchas economías emergentes se han canalizado hacia los mercados financieros mundiales a través de salidas de capital oficiales en forma de reservas internacionales o de fondos soberanos de riqueza (véase gráfico 2).

Un grupo de países que ha acumulado grandes volúmenes de activos exteriores soberanos son las economías ricas en recursos naturales que, en los últimos años, se han beneficiado de los elevados precios del petróleo y otras materias primas y, por consiguiente, han atesorado activos exteriores a un ritmo notable, muy superior al de las economías emergentes no exportadoras de materias primas (véase gráfico 3). En estos países, los activos exteriores también sirven,

Gráfico 4 Reservas internacionales y fondos de riqueza soberana

(en miles de millones de USD)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y Beck, Roland y Fidora, Michael (2008), «The impact of sovereign wealth funds on global financial markets», Occasional Paper n.º 91, julio del 2008, BCE.

en parte, al propósito de estabilizar los ingresos públicos y los provenientes de las exportaciones que, de lo contrario, reflejarían la volatilidad de los precios del petróleo y de las materias primas. Un segundo motivo por el que las economías ricas en recursos naturales acumulan activos exteriores es el deseo de ahorrar para las futuras generaciones, ya que los recursos naturales no son renovables y se agotarán en algún momento.

Un segundo grupo de países, especialmente de Asia, ha venido acumulando activos exteriores a través de ingresos procedentes de superávit comerciales que no tienen una relación directa con la reciente subida de los precios de las materias primas, sino más bien con el régimen cambiario que han decidido adoptar. Muchos de esos países habían experimentado una fuerte depreciación de sus monedas durante las crisis financieras de finales de los años noventa y, posteriormente, vincularon sus monedas —de iure o de facto— al dólar estadounidense. Al iniciarse su recuperación económica, una vez superadas las crisis, ello facilitó la aplicación de políticas encaminadas a fomentar un crecimiento económico inducido por las exportaciones (véase gráfico 3). Las tasas de ahorro de este grupo de países parecen elevadas en comparación con los niveles internacionales e históricos.

Tradicionalmente, los gobiernos han acumulado activos exteriores principalmente en forma de reservas oficiales por motivos de transacción de los bancos centrales que exigen mantener carteras de reservas compuestas por valores extranjeros de elevada liquidez. Sin embargo, con el paso de los años, algunos gobiernos han comenzado a recurrir cada vez más a los fondos soberanos de riqueza para gestionar sus inversiones extranjeras. Destaca el hecho de que muchos exportadores de materias primas —también entre las economías industrializadas— han creado fondos soberanos de riqueza o instrumentos similares en los últimos 50 años. Al parecer, los gobiernos de las economías exportadoras de materias primas tienen como mínimo la mitad de sus activos exteriores en este tipo de fondos (véase gráfico 4). En cierta medida, ello podría reflejar el hecho de que el motivo transacción para mantener activos exteriores está dominado por el motivo «inversión», dado que la necesidad de ahorrar para las futuras generaciones parece haber cobrado importancia en relación con los objetivos de estabilización macroeconómica.

Los países con regímenes cambiarios inflexibles han gestionado hasta hace poco sus activos exteriores dentro de las reservas internacionales de los respectivos bancos centrales, debido a la importancia de los motivos de transacción en el contexto de la estabilización de la balanza de pagos y de un historial de crisis financieras (véase gráfico 4). No obstante, varios de esos países también han creado fondos soberanos de riqueza para gestionar parte de sus activos exteriores, lo que indica que las autoridades de esos países estiman que han acumulado activos exteriores por encima de sus necesidades por motivos de transacción o como una forma de aseguramiento frente a posibles interrupciones súbitas de la afluencia de capital.

3 AUMENTO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES Y SUS REPERCUSIONES

TENDENCIAS RECIENTES DEL CRECIMIENTO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Las reservas internacionales mundiales han aumentado significativamente en los diez últimos años,

Gráfico 5 Reservas internacionales mundiales por subgrupos

(miles de millones de USD)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y cálculos del BCE.

Notas: El agregado «países exportadores de petróleo» comprende Argelia, Indonesia, Irán, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Omán, Qatar, Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela (definición del FMI en la publicación *International Financial Statistics*) y Rusia, país cuyas exportaciones de petróleo y gas representan más del 50% del total de exportaciones.

pasando de alrededor de 1.600 mm de euros en 1999 a más de 7.000 mm de euros a finales de junio del 2008. Durante el mismo período, los precios del crudo se han multiplicado por diez, desde unos 12 dólares estadounidenses el barril en 1999 hasta más de 120 dólares a finales de junio del 2008, aunque han vuelto a descender recientemente. Sin embargo, mientras que en varios países el aumento de los ingresos provenientes del petróleo y de otras materias primas es la principal causa del acusado incremento de la acumulación de reservas, no sucede lo mismo en el caso de otros mercados emergentes.

Al desagregar el aumento de las reservas internacionales por grupos de países, se observa que el incremento se ha producido casi en su totalidad en las economías emergentes y no en las economías industrializadas, con la excepción de Japón, en la medida en que las reservas han aumentado desde menos de 1.000 mm de dólares estadounidenses en 1999 hasta cerca de 5.500 mm de dólares en junio del 2008 (véase panel superior del gráfico 5). Al mismo tiempo, el incremento de las reservas internacionales en las economías emergentes no se ha limitado a los países exportadores de materias primas (véase panel inferior del gráfico 5). Por el contrario, los países exportadores de petróleo representan, en dólares estadounidenses en términos absolutos, sólo una proporción relativamente pequeña de las reservas totales en poder de las economías emergentes, aún cuando se incluye a Rusia en este subgrupo de países (véase panel inferior del gráfico 5).

Considerando los abultados superávit por cuenta corriente que registran los países exportadores de petróleo, esta observación parece sorprendente a primera vista, ya que cabría esperar que las autoridades de esos países hubieran acumulado considerables reservas internacionales. Sin embargo, hasta cierto punto, el crecimiento relativamente moderado de las reservas internacionales en las economías exportadoras de petróleo puede atribuirse a la acumulación de activos exteriores en fondos de riqueza soberana, que no se incluyen en la categoría de reservas internacionales y que se analizarán en la sección siguiente del presente artículo.

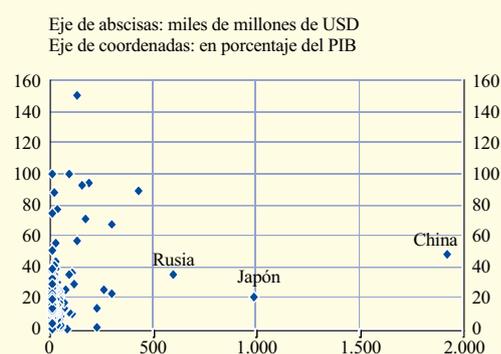
A nivel individual de países, el crecimiento de las reservas exteriores en los diez últimos años se ha concentrado, principalmente, en unos pocos países, a saber, China, Japón y Rusia, que, en conjunto, representan más del 70% del aumento que han experimentado dichas reservas desde 1999 (véase cuadro 2)⁴.

Esto significa que el grado de concentración de las tenencias de reservas internacionales se ha incremen-

4 Oficialmente, las autoridades japonesas dejaron de intervenir en el mercado de divisas en el año 2004. Desde entonces, las reservas de Japón han seguido aumentando, como resultado de los rendimientos obtenidos de estos activos exteriores y de efectos de valoración.

Gráfico 6 Reservas internacionales mundiales en términos absolutos y relativos

(2008)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y cálculos del BCE.
Notas: El gráfico hace referencia a los 162 países miembros del FMI, excluidos Bahamas, Maldivas, Eritrea y las islas Salomón, debido a la falta de datos fiables sobre reservas. Las cifras de finales del 2008 corresponden a las proyecciones de Perspectivas de la Economía Mundial del FMI.

tado notablemente en los dos últimos años. Concretamente, la proporción de las reservas internacionales mundiales que representan las tenencias de China ha aumentado desde un 9%, aproximadamente, en 1999 hasta alrededor del 31% en junio del 2008.

No obstante, la acumulación de reservas es un fenómeno más generalizado, ya que muchas economías abiertas de pequeño tamaño han acumulado niveles notables de reservas internacionales (véase gráfico 6). Medidas como porcentaje del PIB, las reservas en poder de algunas de esas economías

Gráfico 7 Tendencias de reservas e indicadores de adecuación de las reservas en las economías emergentes

(miles de millones de USD)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y cálculos del BCE.

más pequeñas exceden a las que mantienen muchos tenedores de mayor tamaño.

CONSECUENCIAS DE LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES

El notable aumento de las reservas internacionales ha planteado la cuestión de si el incremento registrado en los mercados emergentes no será excesivo desde el punto de vista normativo. La mayoría de las reglas empíricas respecto a cuáles deben ser los niveles adecuados de reservas sugieren que las re-

Cuadro 2 Principales países que acumulan reservas internacionales

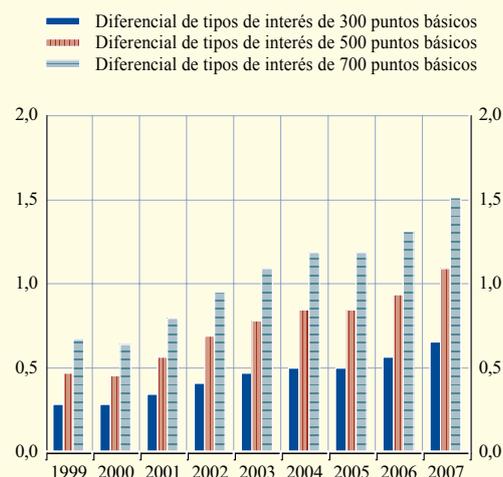
(junio del 2008 frente a marzo de 1999)

		Marzo 1999	Junio 2008	Variación	
		(miles de millones de USD)	(miles de millones de USD)	(miles de millones de USD)	(porcentaje)
1	China continental	146,6	1.756,7	1.610,0	1.098
2	Japón	211,4	973,8	762,4	361
3	Rusia	6,7	554,1	547,4	8.200
4	India	29,5	302,3	272,8	924
5	Taiwán, provincia de China	93,0	290,1	197,1	212
6	Brasil	31,2	199,8	168,6	540
7	Argelia	5,1	133,2	128,1	2.490
8	Tailandia	28,9	103,0	74,1	257
9	México	30,8	93,0	62,3	203
10	Turquía	21,2	75,5	54,3	256

Fuentes: Fondo Monetario Internacional, fuentes nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 8 Coste de mantener un exceso de reservas en las economías emergentes

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y cálculos del BCE basados en la metodología desarrollada en Rodrik, Dani (2006), «The social cost of foreign exchange reserves», *International Economic Journal*, vol. 20 (3).

Notas: El exceso de reservas se calcula como la diferencia entre las tenencias reales de reservas y las reservas exigidas para cubrir tres meses de importaciones; el diferencial de tipos de interés se refiere a la diferencia entre la rentabilidad de la inversión nacional y la inversión extranjera.

servas internacionales en poder de dichos mercados han crecido muy por encima de lo necesario para cubrir tres meses de importaciones o el 100% de la deuda a corto plazo, o incluso la suma de estos dos conceptos (véase gráfico 7), que son las reglas que se utilizan a menudo para determinar la adecuación de las reservas. Otro indicador que, a tal efecto, se ha sugerido con frecuencia en la literatura es la oferta monetaria en sentido amplio, ya que la demanda de divisas en un período de «fuga súbita» podría ascender al total de la demanda interna de dinero⁵. Cuando se aplica este indicador más bien extremo, en virtud del cual se requeriría mantener reservas por un importe superior al que se exige en un régimen de currency board, las reservas internacionales de las economías emergentes no parecen excesivamente grandes, como se indica en el gráfico 7.

No obstante, esos cálculos deben considerarse con cautela. Una evaluación más sistemática de la suficiencia de reservas requiere, de hecho, un cuidadoso análisis de los costes y los beneficios que conlleva la

tenencia de reservas internacionales⁶. Cuando éstas son cuantiosas, los costes para las respectivas economías pueden ser considerables. Desde la perspectiva del sector público, suele considerarse la diferencia entre el tipo de interés al que se remunera la deuda pública interna y el rendimiento de las reservas internacionales como un indicador de los costes fiscales que entraña el mantenimiento de las reservas. Esos costes aparecen normalmente en el balance del respectivo banco central que acumula activos exteriores mediante intervenciones esterilizadas, es decir, compras de activos exteriores y las correspondientes ventas de deuda pública interna. Sin embargo, desde una perspectiva macroeconómica, el coste de mantener reservas tiene su origen en el diferencial entre el interés de los préstamos externos privados a corto plazo y el rendimiento de los activos exteriores⁷. Algunos analistas también han sugerido que los costes sociales de mantener reservas se midan en términos del coste de oportunidad de no invertir en la economía nacional. Estos costes deben ponderarse frente a los beneficios que conllevan la tenencia de reservas internacionales. Una forma de tener en cuenta esos beneficios es considerar sólo el exceso de reservas con respecto a lo que sería necesario a efectos de transacción. Aproximando las reservas necesarias para fines de balanza de pagos con reglas empíricas tradicionales, como la cobertura de tres meses de importaciones, y considerando otros supuestos respecto al diferencial de tipos de interés pertinente cabría pensar que los costes que entraña el mantenimiento de reservas podrían haber aumentado hasta un 1,5% del PIB en las economías emergentes (véase gráfico 8)⁸.

5 Véase, por ejemplo, Obstfeld, Maurice, Shambaugh, Jay C. y Taylor, Alan M. (2008), «Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves», Documento de Trabajo n.º 14217, NBER.

6 Véase, por ejemplo, Jeanne, Olivier y Ranciere, Romain (2008), «The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications», Discussion Paper n.º 6723 del Centre for Economic Policy Research, u Obstfeld, Maurice, Shambaugh, Jay C. y Taylor, Alan M. (2008), «Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves», Documento de Trabajo n.º 14217, NBER.

7 Véase un análisis detallado en Rodrik, Dani (2006), «The social cost of foreign exchange reserves», *International Economic Journal*, Vol. 20(3).

8 Para obtener estimaciones más precisas de los costes que entraña el mantenimiento de reservas a nivel de país, pueden calcularse los costes estrictamente fiscales utilizando los diferenciales entre (normalmente) los tipos de interés del dólar estadounidense y los nacionales. Para la mayoría de los mercados emergentes no hay datos disponibles sobre los tipos de interés del endeudamiento privado externo a corto plazo ni estimaciones del rendimiento social de las inversiones internas.

Una última cuestión a considerar son las repercusiones de la rápida acumulación de reservas en los mercados emergentes para las economías industrializadas y, en particular, para Estados Unidos y la zona del euro, en donde se invierte una gran parte de dichas reservas. De hecho, se ha argumentado que, en virtud del régimen actual de tipos de cambio fijos vigente en varias economías emergentes, los bancos centrales de estas economías han contribuido cada vez más a la financiación del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y a que los tipos de interés reales sean excepcionalmente bajos al invertir el grueso de sus reservas internacionales en deuda pública estadounidense de bajo rendimiento⁹. Según este razonamiento, a los países con tipos de cambio controlados frente al dólar estadounidense les resulta difícil diversificar sus carteras de reservas, ya que dichos tipos serían incoherentes con el marco gene-

ral de su política cambiaria. Otros han subrayado que el aumento de las reservas puede ofrecer un margen para la «diversificación de las reservas»¹⁰. La evidencia empírica disponible sugiere, no obstante, que la composición por monedas de las reservas internacionales mundiales, tras un aumento gradual del porcentaje que representa el euro durante

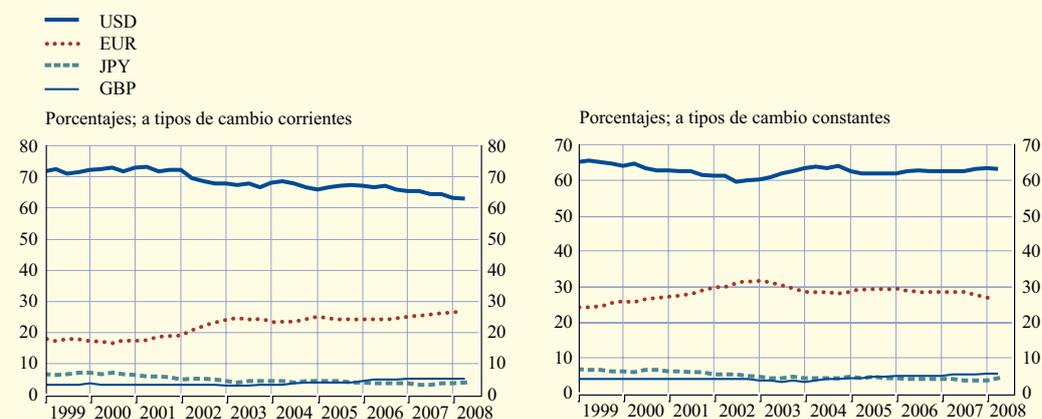
- ⁹ Véanse algunas consideraciones de carácter macroeconómico en este contexto en Dooley, Michael P., Folkerts-Landau, David y Garber, Peter (2004), «The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries», Documento de Trabajo n.º 10332, NBER. Respecto al impacto sobre los tipos de interés de Estados Unidos, véase Warnock, Francis E. y Warnock, Veronica Caddac (2006), «International Capital Flows and U.S. Interest Rates», Documento de Trabajo n.º 12560, NBER.
- ¹⁰ Véase, por ejemplo, Summers, Lawrence H. (2006) «Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation», discurso pronunciado en la conferencia en memoria de L. K. Jha en el Banco de Reserva de India.

Recuadro 9

COMPOSICIÓN POR MONEDAS DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES MUNDIALES

La composición por monedas de las reservas internacionales se ha mantenido relativamente estable durante el tiempo en que han estado aumentando en las economías emergentes, según se desprende de los datos del FMI sobre la composición de las reservas exteriores mundiales que, sin embargo, sólo incluye dos tercios del total de dichas reservas (véase panel izquierdo del gráfico). Hasta cierto punto, el gradual descenso de la proporción de dólares estadounidenses y el incremento del porcentaje de euros en las reservas reflejan efectos de valoración, como se observa cuando esas proporciones se miden a tipos de

Participación de cada moneda en las reservas internacionales mundiales (incluida la composición por monedas divulgada)



Fuente: BCE (2008), «El papel internacional del euro», julio del 2008.

cambio constantes (véase panel derecho del gráfico). Además, el paulatino aumento en la utilización del euro —en particular en los primeros años de funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria Europea— podría ser consecuencia de la adopción de una política monetaria creíble y orientada a la estabilidad, así como la mejora de la liquidez en los mercados de capitales de la zona del euro¹.

Además, las tendencias antes mencionadas respecto a la composición por monedas de las reservas internacionales también podrían reflejar la decreciente importancia de los motivos de transacción en la gestión de las reservas de los bancos centrales, ya que muchas economías emergentes pueden haber acumulado reservas por encima de los niveles de aseguramiento². Dado que esos motivos de transacción parecen favorecer normalmente el uso del dólar estadounidense como moneda de reserva, su importancia cada vez menor en la gestión de las reservas podría interpretarse como una de las posibles causas del aumento de la participación del euro a principios de la década del 2000.

1 Véase un análisis detallado en «El papel internacional del euro», BCE, julio del 2008.

2 Véase, por ejemplo, Beck, Roland y Rahbari, Ebrahim (2008), «Optimal reserves composition in the presence of sudden stops: the euro and the dollar as safe haven currencies», Documento de Trabajo n.º 916, BCE.

los primeros años de la Unión Monetaria Europea, se ha mantenido relativamente estable en los dos últimos años (véase recuadro).

4 EL AUMENTO DE LOS FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA

Los fondos de riqueza soberana, definidos en sentido amplio como organismos que gestionan una parte de los activos exteriores de los gobiernos, han crecido rápidamente en los últimos años y han atraído una considerable atención del público. Aunque no existe una definición comúnmente aceptada de estos fondos, pueden identificarse tres elementos que son comunes a todos ellos. En primer lugar, son de propiedad estatal. En segundo lugar, no están sujetos a un flujo comprometido de pagos permanentes como ocurre, por ejemplo, con los fondos de pensiones y, en tercer lugar, se gestionan por separado de las reservas internacionales oficiales¹¹. Además, la mayoría de los fondos de riqueza soberana comparten ciertas características que tienen su origen en su naturaleza específica. Por ejemplo, la ausencia de un flujo continuo de pagos favorece la aplicación de estrategias de inversión a largo plazo, como las adoptadas por la mayoría de estos fondos. A este respecto, los fondos de riqueza soberana se diferencian de los fondos de pensiones soberanos

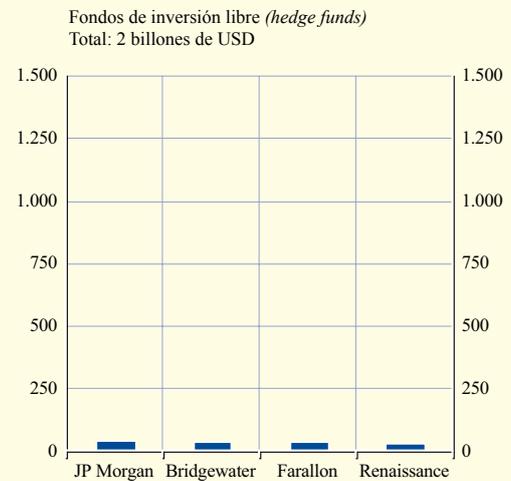
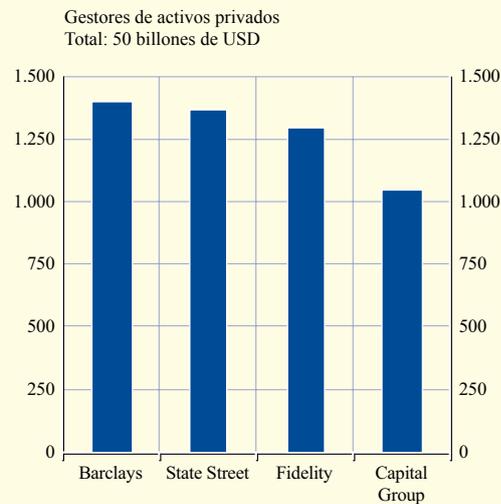
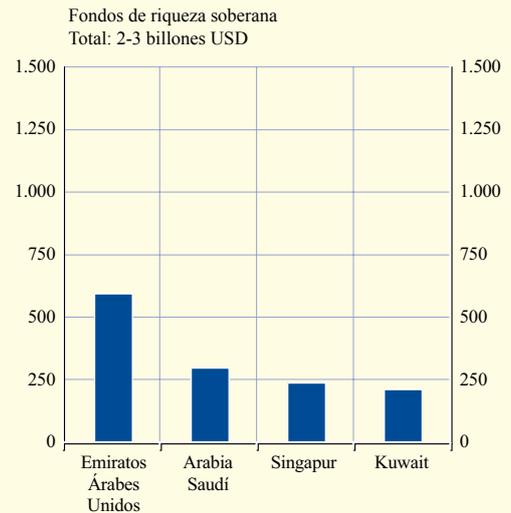
que operan con sujeción a unas obligaciones explícitas y tienen que hacer frente a un flujo continuo de pagos, lo que convierte a los fondos de riqueza soberana en un vehículo más similar a los fondos de inversión privados. En segundo lugar, la ausencia de obligaciones explícitas también influye en la disposición a asumir riesgos, ya que, según la teoría estándar, la proporción de valores de renta fija es más alta en los fondos que están sujetos a pagos recurrentes. En tercer lugar, la mayoría de los fondos de riqueza soberana parecen tener una notable exposición a la inversión extranjera o incluso están invertidos totalmente en activos exteriores.

Se estima que actualmente los fondos de riqueza soberana gestionan entre 2.000 y 3.000 mm de dólares estadounidenses, aunque esas estimaciones están sujetas a un grado de incertidumbre conside-

11 El Grupo de Trabajo Internacional sobre Fondos de Riqueza Soberana define estos fondos como «mecanismos o fondos de inversión de propósito especial y propiedad de las Administraciones Públicas. Creados por las Administraciones Públicas para fines macroeconómicos, dichos fondos mantienen, gestionan o administran activos para alcanzar objetivos financieros y aplican una serie de estrategias de inversión, incluida la inversión en activos financieros exteriores. Los fondos de riqueza soberana se crean normalmente a partir de los superávits de balanza de pagos, las operaciones oficiales en divisas, los ingresos provenientes de las privatizaciones, los superávits fiscales y/o los ingresos resultantes de la exportación de materias primas».

Gráfico 9 Principales gestores de activos privados y soberanos

(en miles de millones de USD)



Fuente: Beck, Roland y Fidora, Michael (2008); «The impact of sovereign wealth funds on global financial markets», Occasional Paper, n.º 91, julio del 2008, BCE.

table, dado que la mayoría de dichos fondos no publican información detallada sobre su tamaño ni sobre la distribución de los activos, y que la frontera entre los fondos de riqueza soberana y otras instituciones financieras públicas, como los bancos de desarrollo, es difusa en algunos casos.

Los fondos de riqueza soberana más grandes gestionan un volumen de activos mayor que el de los principales fondos de alto riesgo (hedge funds) mundiales, aunque su exposición al mercado es

notablemente menor que el de los principales gestores de activos internacionales. Por lo que respecta al tamaño relativo de los fondos de riqueza soberana, los activos totales son relativamente pequeños en comparación con los más de 50.000 mm de dólares estadounidenses que administra el sector de gestores de activos privados. No obstante, los fondos de riqueza soberana más grandes gestionan actualmente carteras del mismo orden de magnitud que las de las principales empresas de inversión privadas y —en la medida en que los superávit de balanza de pagos se

acumulen cada vez más en este tipo de fondos o las reservas existentes se movilizan hacia esos fondos —podrían, en el futuro, sobrepasar las carteras de los gestores de inversiones privados más grandes (véase gráfico 9).

Se estima que los países exportadores de petróleo, principalmente de Oriente Medio, pero también el Fondo de Pensiones del Gobierno de Noruega, concentran la mayor parte de los activos totales gestionados por los fondos de riqueza soberana, probablemente entre 1.200 y 2.200 mm de dólares estadounidenses, aunque esta estimación está sujeta a un grado de incertidumbre considerable (véase cuadro 3).

Una fracción menor, de alrededor de 600 mm de dólares estadounidenses, corresponde a las economías

emergentes de Asia, especialmente Singapur, que lleva administrando fondos de riqueza soberana desde la década de los años setenta. No obstante, otras economías industrializadas, además de Noruega, han creado fondos de esta naturaleza destinados, principalmente, a ahorrar los ingresos provenientes de la explotación de los recursos naturales. En resumen, una estimación plausible de los activos totales gestionados por los fondos de riqueza soberana lo situaría entre 2.000 y 3.000 mm de dólares estadounidenses.

A pesar de la escasa información disponible, pueden identificarse dos características principales de la composición de la cartera de los fondos de riqueza soberana: en primer lugar, la mayor parte de las tenencias de estos fondos corresponde a inver-

Cuadro 3 Principales fondos de riqueza soberana del mundo

(en miles de millones de USD)

País	Fondo	Activos	Inversión extranjera	Inversión en renta variable
Exportadores de petróleo		1240-2220		
Emiratos				
Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment Council	400-800	elevada	elevada
Noruega	Government Pension Fund – Global	373	elevada	media
Arabia Saudí	SAMA	300	elevada	baja
Kuwait	Kuwait Investment Authority	213	elevada	elevada
Emiratos				
Árabes Unidos	Investment Corporation of Dubai	20-80	elevada	elevada
Qatar	Qatar Investment Authority	20-60	elevada	elevada
Libia	Libyan Investment Authority	20-60	elevada	elevada
Brunei	Brunei Investment Agency	10-50	elevada	elevada
Noruega	Government Pension Fund – Norway	~20	baja	media
Rusia	National Welfare Fund	~24	elevada	elevada
Kazajstán	National Oil Fund	22	elevada	baja
Malasia	Khazanah Nasional Berhad	~18	baja	elevada
Sudeste asiático		~585		
China	China Investment Corporation	~200	elevada	elevada
Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	~130	elevada	elevada
Hong Kong	Exchange Fund Investment Portfolio	~112	elevada	baja
Singapur	Temasek Holdings	~108	media	elevada
Corea	Korea Investment Corporation	~20	elevada	elevada
Taiwán	National Stabilisation Fund	~15	baja	elevada
Otros		~138		
Australia	Government Future Fund	~49	media	media
Estados Unidos	Alaska Permanent Fund Corporation	~38	media	media
Estados Unidos	Permanent University Fund	~20	media	media
Estados Unidos	New Mexico State Investment	~16	media	media
Canadá	Alberta Heritage Savings Trust Fund	~15	media	media
TOTAL		1963-2943		

Fuente: Beck, Roland y Fidora, Michael (2008); «The impact of sovereign wealth funds on global financial markets», Occasional Paper, n.º 91, julio del 2008, BCE.

sión en el extranjero, aunque algunos fondos de riqueza soberana también limitan su cartera a los activos nacionales. En segundo lugar, la proporción de activos con riesgo en las carteras de los fondos de riqueza soberana parece ser sustancial.

De hecho, en los últimos años, estos fondos han adquirido notables participaciones en importantes empresas que cotizan en mercados bursátiles de economías industrializadas, especialmente, del sector financiero (cuadro 4). En conjunto, la pro-

Cuadro 4 Principales inversiones de los fondos de riqueza soberana desde el 2007

(en miles de millones de USD y porcentaje del valor de la empresa)

Fondo de riqueza soberana	Empresa adquirida	Valor de la operación	
		(en miles de millones USD)	(en porcentaje del valor de la empresa)
GIC of Singapore	UBS	9,8	8,6
Abu Dhabi Investment Council	Citigroup	7,6	4,9
GIC of Singapore	Citigroup	6,9	4,4
Investment Corporation of Dubai	MGM Mirage	5,1	9,5
China Investment Corporation	Morgan Stanley	5,0	9,9
Temasek (Singapur)	Merrill Lynch	5,0	11,3
Qatar Investment Authority	Barclays	4,0	8,0
Qatar Investment Authority	Sainsbury	3,7	25,0
KIA (Kuwait)	Merrill Lynch	3,4	7,0
China Development Bank	Barclays	3,0	3,1
China Investment Corporation	Blackstone	3,0	10,0
Investment Corporation of Dubai	London Stock Exchange	3,0	28,0
Temasek (Singapur)	China Eastern Air	2,8	8,3
SAFE (China)	Total	2,8	1,6
SAFE (China)	British Petroleum	2,0	1,0
KIC (Corea)	Merrill Lynch	2,0	4,3
Temasek (Singapur)	Barclays	2,0	1,8
Qatar Investment Authority	London Stock Exchange	2,0	20,0
Temasek (Singapur)	Standard Chartered	2,0	5,4
Undisclosed "Middle East investor"	UBS	1,8	1,6
Abu Dhabi Investment Council	Carlyle Group	1,4	7,5
Investment Corporation of Dubai	Och-Ziff Capital Management	1,3	9,9
Investment Corporation of Dubai	Mauser Group	1,2	100,0
Investment Corporation of Dubai	Alliance Medical	1,2	100,0
GIC of Singapore	Myer Melbourne	1,0	100,0
China Citic Securities	Bear Stearns	1,0	6,0
Borse Dubai	Nasdaq	1,0	19,9
Investment Corporation of Dubai	Standard Chartered	1,0	2,7
Investment Corporation of Dubai	Almatis	1,0	100,0
GIC of Singapore	Merrill Lynch Financial Centre (inmobiliaria)	1,0	100,0
Investment Corporation of Dubai	Barney's New York	0,9	100,0
Investment Corporation of Dubai	EADS	0,8	3,1
GIC of Singapore	Hawks Town (inmobiliaria)	0,8	100,0
Investment Corporation of Dubai	ICICI Bank Ltd	0,8	2,9
Temasek (Singapur)	Tokyo Westin	0,7	100,0
Mubadala Development Comp. (UAE)	Advanced Micro Devices	0,6	8,0
GIC of Singapore	WestQuay Shopping Centre (inmobiliaria)	0,6	50,0
Investment Corporation of Dubai	Sony	0,5	1,0
Qatar Investment Authority	OMX	0,5	10,0
GIC of Singapore	British Land	0,3	3,0
Investment Corporation of Dubai	Metropole Hotel (inmobiliaria)	0,3	100,0
GIC of Singapore	Kungshuset (inmobiliaria)	0,2	100,0
SAFE (China)	Commonwealth Bank of Australia	0,2	0,3
SAFE (China)	Australia and New Zealand Banking Group	0,2	0,3
SAFE (China)	National Australia Bank	0,2	0,3
GIC of Singapore	Roma Est Shopping Centre (inmobiliaria)	0,1	50,0
Temasek (Singapur)	9You Online Games	0,1	9,4
TOTAL		95,5	

Fuente: Anuncios de las empresas e informes de los medios de comunicación.

porción de inversiones de los fondos de riqueza soberana en forma de participaciones en el capital social sobrepasa, con toda probabilidad, la mitad de los activos totales.

Una cuestión importante que se desprende de estas consideraciones es si un desplazamiento gradual de las carteras oficiales hacia fondos de riqueza soberana más diversificados, en detrimento de las reservas internacionales tradicionales, podría afectar a los flujos de capital a escala mundial. Si bien la magnitud de los flujos de capital futuros resulta difícil de cuantificar, el aumento de los fondos de riqueza soberana podría, en potencia, generar flujos netos de capital entre las principales regiones que integran la economía mundial. Los cambios en la estructura de los flujos de capital internacionales, como consecuencia de dicho aumento también podría tener un impacto sobre los precios de los activos y los tipos de cambio ya sea directamente a través de las presiones de los precios sobre ciertas monedas y segmentos del mercado, o indirectamente, mediante un descenso en la aversión al riesgo media. Sin embargo, en este contexto parece probable que el cambio en la composición de las carteras de los principales tenedores de activos exteriores sólo se produzca de forma gradual, a fin de reducir al mínimo el impacto sobre la configuración de los precios de los activos.

Dada su importancia sistémica, los fondos de riqueza soberana también han sido objeto de considerable atención en varios foros de política y organismos internacionales, como el FMI y el G7, lo que ha dado lugar a la creación de un Grupo de Trabajo Internacional sobre Fondos de Riqueza Soberana, integrado por 23 países inversores y observadores permanentes, incluidos representantes de la OCDE y del Banco Mundial. A finales del 2008, el Grupo de Trabajo Internacional, en consulta con representantes de economías industrializadas y el FMI, aceptó un conjunto de 24 prácticas y principios generalmente aceptados para los fondos de riqueza soberana, que tienen por objeto orientar los acuerdos apropiados en materia de buen gobierno y rendición de cuentas, así como la adopción de prácticas de inversión adecuadas por parte de dichos fondos. De la misma manera, la OCDE está traba-

jando en cuestiones relativas al tratamiento de los fondos de riqueza soberana en los países receptores de capital. Estos esfuerzos multilaterales están encaminados a garantizar una eficiente gestión de los activos de los fondos de riqueza soberana, basada en consideraciones exclusivamente financieras, sólidas normas de gobierno corporativo y transparencia y apertura de los mercados de capital, a fin de promover el papel potencialmente beneficioso de dichos fondos en los mercados financieros mundiales. Así pues, los fondos de riqueza soberana podrían contribuir a ampliar la base de inversores de largo plazo en títulos privados, incluidos los valores de renta fija privada, el capital inversión, los activos de los mercados emergentes, los activos inmobiliarios y las materias primas, y a una distribución y diversificación más eficientes del riesgo a nivel mundial. No obstante, para que esos efectos positivos sobre el sistema financiero internacional se materialicen es esencial que las inversiones de los fondos de riqueza soberana se basen en motivos financieros y no políticos.

5 CONCLUSIONES

Las reservas internacionales y los activos exteriores mundiales gestionados por los fondos de riqueza soberana han crecido significativamente en los diez últimos años, en la medida en que las autoridades de los mercados emergentes han acumulado activos externos por toda una serie de razones, entre las que destaca su deseo de crear un colchón de seguridad frente a posibles interrupciones súbitas de los flujos de capital. Durante las actuales turbulencias que han afectado a los mercados financieros, los altos niveles de reservas acumulados han reducido la vulnerabilidad de estos países ante los cambios en la aversión mundial al riesgo.

En la mayoría de los países exportadores de petróleo, los activos exteriores se han acumulado principalmente en fondos de riqueza soberana, ya que los motivos de equidad intergeneracional, en un contexto de recursos no renovables, han cobrado importancia en relación con los objetivos de estabilización macroeconómica.

Los grandes tenedores de reservas internacionales de Asia —en donde la acumulación de reservas refleja, en gran medida, la existencia de regímenes cambiarios inflexibles— también han comenzado recientemente a crear fondos de riqueza soberana, a fin de aumentar la rentabilidad de sus carteras de reservas. Estas transferencias de reservas internacionales tradicionales a vehículos de inversión nacionales pueden interpretarse como un indicio de que las reservas acumuladas en estos países podrían ser excesivamente elevadas.

Las transferencias de volúmenes considerables de reservas internacionales tradicionales a fondos de riqueza soberana también podría afectar a los flujos mundiales de capital, ya que estos fondos tienden a aplicar estrategias de inversión muy diferentes de las que siguen los bancos centrales. El que los fondos de riqueza soberana afecten o no a la estabilidad financiera dependerá, esencialmente, de los motivos en que se apoyen sus decisiones de inversión. De hecho, siempre y cuando dichos fondos persigan únicamente objetivos financieros, podrán

contribuir a ampliar la base de inversores de largo plazo en activos de riesgo. A este respecto, las medidas encaminadas a limitar la afluencia de capital a los países desarrollados entrañan el riesgo de reducir esos beneficios.

Dado que los bancos centrales y los fondos de riqueza soberana se han convertido en importantes participantes en el mercado dentro del sistema financiero mundial, resulta especialmente importante aumentar la transparencia en este ámbito. Si bien la cuantía de las reservas internacionales mundiales es de conocimiento público, sólo se dispone de detalles respecto a la composición de unas dos terceras partes de las mismas. En el caso de los fondos de riqueza soberana, su tamaño y composición están sujetos a un grado de incertidumbre considerable. Cualquier mejora que se introduzca en este campo, especialmente las que se realicen conforme a las sugerencias de las Prácticas y Principios Generalmente Aceptados para los Fondos de Riqueza Soberana, representaría una importante contribución para fomentar la transparencia de los mercados financieros mundiales.

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

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

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2009 se refieren a la Euro-16 (la zona del euro, que incluye Eslovaquia) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas de la zona del euro comprenden los Estados miembros de la UE que hubieran adoptado el euro en el momento al que hacen referencia las estadísticas, lo que, cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año respectivo de incorporación a la zona del euro de Grecia (2001), Eslovenia (2007), Chipre (2008), Malta (2008) y Eslovaquia (2009), calculadas tomando como base el año anterior al año de incorporación, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de estos países a la zona. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Eslovaquia pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>).

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2),3)}	M3 ^{2),3)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Tipo al contado a 10 años ⁴⁾ (porcentaje, fin de período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2008	.	.	.	-	.	.	4,64	3,69
2008 I	3,8	10,3	11,2	-	11,1	19,8	4,48	4,13
II	2,3	10,0	10,1	-	10,5	17,2	4,86	4,73
III	0,6	9,1	9,0	-	9,1	18,6	4,98	4,34
IV	.	.	.	-	.	.	4,24	3,69
2008 Jul	0,3	9,1	9,2	9,2	9,3	16,9	4,96	4,53
Ago	0,2	8,9	8,8	8,9	8,8	20,0	4,97	4,34
Sep	1,2	8,9	8,7	8,7	8,5	20,3	5,02	4,34
Oct	3,7	9,3	8,7	8,4	7,8	18,0	5,11	4,25
Nov	2,3	8,8	7,8	.	7,1	.	4,24	3,77
Dic	.	.	.	.	.	.	3,29	3,69

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

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-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)	
							7	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	51,8	57,5	-90,4	137,7	347,4	107,7	108,3	1,3705
2008	.	.	.	.	.	112,7	112,7	1,4708
2008 I	-2,4	-1,5	-107,1	73,8	356,3	112,7	113,2	1,4976
II	-21,4	6,2	-49,2	34,3	353,9	115,7	115,6	1,5622
III	-7,1	-5,9	-40,5	17,4	370,9	113,7	113,2	1,5050
IV	.	.	.	.	.	108,8	109,0	1,3180
2008 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	-3,7	-2,9	-18,5	44,5	370,9	111,6	111,2	1,4370
Oct	-4,8	2,3	-14,1	121,7	368,0	107,6	107,4	1,3322
Nov	.	.	.	.	393,4	106,8	106,6	1,2732
Dic	.	.	.	.	.	112,0	112,3	1,3449

Fuentes: BCE, Comisión Europea (Eurostat y D. G. de Asuntos Económicos y Financieros) y Reuters.

Nota: Para más información sobre los datos, véanse los cuadros relevantes en esta sección.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las Notas Técnicas para más detalles.
- M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- Basado en las curvas de rendimientos de la deuda pública de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA.
- 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 19 diciembre	2008 26 diciembre	2009 2 enero	2009 9 enero
Oro y derechos en oro	219.824	219.707	218.415	218.392
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	152.779	149.650	162.054	159.502
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	221.411	229.518	225.808	218.039
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	8.938	9.202	19.707	20.517
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	829.584	843.197	857.510	828.533
Operaciones principales de financiación	210.427	224.400	239.592	216.830
Operaciones de financiación a plazo más largo	616.899	616.901	616.924	610.161
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	2.190	1.820	942	1.459
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	69	77	52	84
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	54.755	58.438	58.084	56.861
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	120.835	121.287	282.693	280.219
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	37.496	37.496	37.469	37.438
Otros activos	375.861	374.969	227.138	226.063
Total activo	2.021.484	2.043.465	2.088.878	2.045.566

2. Pasivo

	2008 19 diciembre	2008 26 diciembre	2009 2 enero	2009 9 enero
Billetes en circulación	753.279	765.413	763.682	751.133
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	436.414	455.784	504.306	475.277
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	205.686	225.947	213.283	157.536
Facilidad de depósito	230.667	229.785	281.670	315.254
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	9.240	2.305
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	61	52	114	182
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	215	211	340	325
Certificados de deuda emitidos	0	0	1.003	1.003
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	129.675	116.079	93.805	98.652
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	279.046	285.988	286.768	282.120
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	2.775	2.874	4.463	1.793
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	13.080	10.191	11.283	11.517
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.384	5.384	5.446	5.446
Otros pasivos	161.237	161.162	169.155	170.573
Cuentas de revalorización	168.685	168.685	176.589	176.589
Capital y reservas	71.694	71.694	72.039	71.140
Total pasivo	2.021.484	2.043.465	2.088.878	2.045.566

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

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 variable				Vencimiento a [...] días
				Subastas a tipo fijo	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operaciones principales de financiación								
2008 17 Sep	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
10	217.856	783	217.856	2,50	-	-	-	7
17	209.721	792	209.721	2,50	-	-	-	6
23	223.694	640	223.694	2,50	-	-	-	7
30	238.891	629	238.891	2,50	-	-	-	7
2009 6 Ene	216.122	600	216.122	2,50	-	-	-	8
14	203.792	614	203.792	2,50	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2008 30 Sep	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	66.807	139	66.807	3,25	-	-	-	91
13	41.558	127	41.558	3,25	-	-	-	182
27	42.185	161	42.185	3,25	-	-	-	91
10 Dic	134.949	139	134.949	2,50	-	-	-	42
11	38.080	96	38.080	2,50	-	-	-	182
11	55.924	105	55.924	2,50	-	-	-	91
18	50.793	169	50.793	2,50	-	-	-	98
2009 8 Ene	7.559	39	7.559	2,50	-	-	-	182
8	9.454	45	9.454	2,50	-	-	-	98

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable					Vencimiento a [...] días
					Subastas a tipo fijo	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 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
9 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	152.655	95	137.456	-	-	3,25	3,05	2,94	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 II	17.971,8	9.775,4	916,3	2.172,4	1.439,4	3.668,1
III	18.231,2	9.968,9	917,1	2.186,7	1.457,1	3.701,5
2008 Ago	18.165,4	9.888,1	948,6	2.184,4	1.438,7	3.705,6
Sep	18.231,2	9.968,9	917,1	2.186,7	1.457,1	3.701,5
Oct ²⁾	18.437,5	10.154,4	900,0	2.211,6	1.445,4	3.726,2

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2008 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	218,7	1,5	0,0	3,25
2009 20 Ene ³⁾	220,2	.	.	.	.

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
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2008 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
9 Dic	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7

Fuente: BCE.

- Fin de período.
- En el cálculo de las exigencias de reservas de las entidades de crédito de la zona del euro para el período de mantenimiento que finaliza en enero del 2009 se utiliza la base de reservas de finales de octubre del 2008, por lo que en él se incluyen las bases de reservas de las entidades de crédito de Eslovaquia. En el caso de las cifras relativas a la base de reservas desde finales de octubre del 2008, las entidades de crédito radicadas en otros países de la zona del euro pueden haber decidido deducir de sus propias bases de reservas cualquier pasivo de las entidades situadas en Eslovaquia.
- Como consecuencia de la adopción el euro en Eslovaquia el 1 de enero de 2009, las exigencias de reservas son una media —ponderada por el número de días naturales— de las exigencias de reservas de los 15 países que integraban entonces la zona del euro en el período comprendido entre el 10 y el 31 de diciembre de 2008 y las exigencias de reservas de los 16 países que actualmente forman parte de la zona del euro para el período comprendido entre el 1 y el 20 de enero de 2009.



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
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	2.781,3	1.632,6	18,5	0,6	1.613,5	283,8	242,5	2,4	38,9	-	13,9	478,7	16,0	356,2
Nov ³⁾	2.803,3	1.632,5	18,5	0,6	1.613,3	291,3	249,9	2,4	39,0	-	14,2	497,0	16,0	352,3
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	30.769,0	17.694,9	977,3	10.714,2	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	31.031,6	17.741,1	970,1	10.722,6	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	31.529,3	18.146,1	979,4	10.819,2	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	32.451,7	18.441,6	980,1	10.876,0	6.585,4	4.249,6	1.185,3	1.133,5	1.930,8	95,6	1.264,8	5.302,1	204,3	2.893,8
Nov ³⁾	32.435,3	18.295,5	978,1	10.883,3	6.434,2	4.361,8	1.227,0	1.168,8	1.966,0	94,7	1.245,8	5.166,9	205,3	3.065,3

2. Pasivo

	Total	Efectivo 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
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 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	2.781,3	749,1	1.026,0	78,9	29,8	917,3	-	0,1	262,0	401,9	342,2
Nov ³⁾	2.803,3	752,9	1.079,9	107,7	27,6	944,6	-	0,1	283,5	369,1	317,8
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	30.769,0	-	15.649,2	119,6	9.232,3	6.297,3	841,5	4.851,8	1.734,9	4.829,0	2.862,6
Ago	31.031,6	-	15.727,0	119,3	9.256,4	6.351,3	856,7	4.880,0	1.739,4	4.939,4	2.889,0
Sep	31.529,3	-	16.214,5	140,1	9.325,6	6.748,7	828,2	4.864,5	1.749,2	4.884,0	2.988,8
Oct	32.451,7	-	16.815,7	179,5	9.414,5	7.221,7	825,6	4.878,3	1.742,6	4.878,7	3.310,9
Nov ³⁾	32.435,3	-	16.699,1	221,1	9.439,8	7.038,2	836,4	4.896,3	1.753,5	4.781,9	3.468,1

Fuente: BCE.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información véanse las Notas Generales.
- 2) Importes emitidos por residentes en la zona del euro. Los importes emitidos por no residentes están incluidos en «Activos frente a no residentes en la zona del euro».
- 3) Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.
- 4) Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años de 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	23.309,5	11.710,6	995,7	10.714,8	2.560,1	1.461,1	1.098,9	878,9	5.318,6	217,7	2.623,7
Ago	23.519,6	11.711,8	988,6	10.723,2	2.593,2	1.464,9	1.128,4	880,0	5.496,6	218,2	2.619,9
Sep	23.787,4	11.817,7	997,9	10.819,8	2.529,6	1.428,3	1.101,4	875,6	5.600,9	219,4	2.744,3
Oct	24.476,9	11.875,2	998,6	10.876,7	2.563,7	1.427,8	1.135,9	837,0	5.780,8	220,3	3.199,8
Nov ^(p)	24.610,6	11.880,5	996,6	10.883,9	2.648,1	1.476,8	1.171,2	828,5	5.663,9	221,3	3.368,3
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	270,5	144,9	3,4	141,6	-17,7	-35,9	18,3	22,5	77,0	2,1	41,6
2008 Jul	-21,1	57,0	1,5	55,5	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	179,5	97,7	9,3	88,4	-64,1	-39,2	-24,9	2,6	23,1	1,1	119,2
Oct	422,1	18,2	-0,1	18,4	27,2	-4,0	31,2	-32,2	-42,4	1,0	450,2
Nov ^(p)	171,8	15,0	-1,9	16,9	78,0	42,0	36,0	-5,4	-83,9	1,0	167,1

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
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	23.309,5	658,7	180,9	9.249,8	743,2	2.895,5	1.511,3	4.931,1	3.188,1	-49,5
Ago	23.519,6	656,0	186,8	9.271,2	757,9	2.906,5	1.522,6	5.118,3	3.141,7	-41,7
Sep	23.787,4	657,1	191,4	9.343,3	727,5	2.926,6	1.555,9	5.169,1	3.275,0	-58,8
Oct	24.476,9	698,8	258,3	9.444,3	729,7	2.908,7	1.563,0	5.280,6	3.653,1	-59,9
Nov ^(p)	24.610,6	703,7	328,8	9.467,4	741,4	2.891,4	1.605,5	5.151,0	3.786,0	-64,7
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	270,5	5,1	-19,8	74,1	-7,5	16,1	69,1	48,5	127,2	-42,3
2008 Jul	-21,1	6,7	-30,2	3,2	8,8	21,7	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	179,5	1,1	4,6	62,0	-30,9	2,2	33,8	-13,5	153,7	-33,3
Oct	422,1	41,7	66,9	67,7	2,5	-74,8	15,7	-97,5	469,0	-69,1
Nov ^(p)	171,8	4,8	70,4	31,5	11,6	-10,7	23,9	-100,9	131,5	9,7

Fuente: BCE.

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

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

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

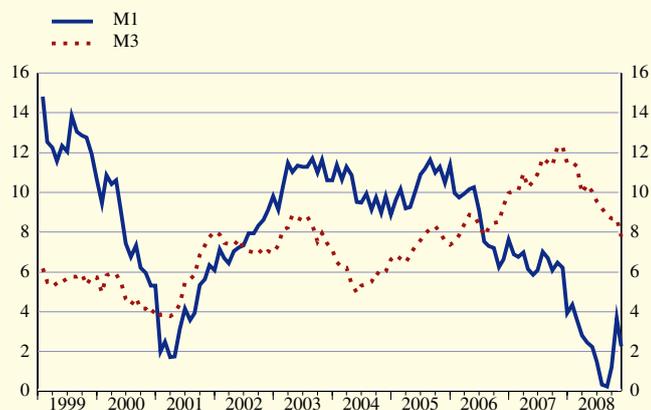
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios²⁾ y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	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⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Préstamos		10
										10		
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	-	6.046,3	2.450,3	12.659,7	10.680,5	373,2	
Ago	3.844,5	3.949,1	7.793,6	1.363,8	9.157,4	-	6.098,2	2.466,3	12.793,6	10.754,1	384,8	
Sep	3.879,6	3.977,3	7.856,9	1.369,9	9.226,8	-	6.130,8	2.440,1	12.823,3	10.817,8	428,3	
Oct	4.002,2	4.009,7	8.011,9	1.362,2	9.374,2	-	6.131,0	2.435,0	12.869,7	10.885,8	481,5	
Nov ^(p)	3.961,8	4.054,4	8.016,2	1.356,4	9.372,6	-	6.168,5	2.471,2	12.886,6	10.877,3	487,8	
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	16,4	180,5	-	81,2	-2,6	248,9	168,7	33,7	
2008 Jul	-13,0	74,9	62,0	8,4	70,4	-	38,7	14,4	98,5	50,3	-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	26,6	
Oct	111,3	16,0	127,3	-4,6	122,7	-	-56,5	-9,3	10,9	29,4	39,9	
Nov ^(p)	-40,0	47,4	7,4	-5,0	2,4	-	29,7	29,3	30,3	1,1	10,6	
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	-187,7	
Oct	3,7	15,5	9,3	5,3	8,7	8,4	3,2	0,7	8,7	7,8	-145,9	
Nov ^(p)	2,3	16,0	8,8	2,3	7,8	.	3,5	2,5	8,2	7,1	-158,1	

C1 Agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

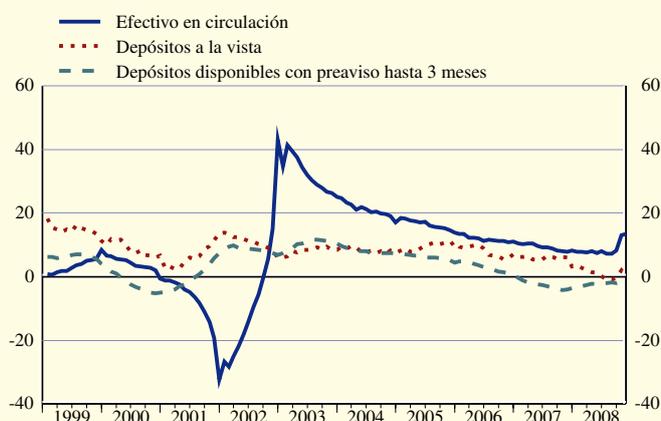
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	2.592,0	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	2.618,8	115,4	1.841,1	1.523,0
Sep	662,9	3.216,7	2.455,4	1.521,9	344,5	732,7	292,7	2.629,7	114,2	1.836,6	1.550,3
Oct	698,4	3.303,8	2.485,1	1.524,6	346,1	734,0	282,1	2.617,9	116,3	1.833,9	1.562,8
Nov ^(p)	704,1	3.257,7	2.522,5	1.531,9	329,8	743,5	283,1	2.606,3	118,8	1.829,9	1.613,4
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	14,6
III	13,3	14,0	152,4	-15,6	3,6	2,7	10,1	18,4	-2,7	-0,5	66,0
2008 Jul	0,1	-13,0	82,1	-7,2	5,7	-2,0	4,7	20,5	-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	35,5	75,8	13,7	2,3	1,2	1,6	-7,4	-71,7	2,1	-8,0	21,1
Nov ^(p)	5,7	-45,7	40,1	7,3	-14,6	9,4	0,1	-4,2	2,5	-0,5	31,9
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	3,0	-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	13,0	1,9	29,2	-1,3	19,4	2,2	-1,3	-0,3	-4,4	2,8	10,7
Nov ^(p)	13,5	0,1	29,3	-0,7	11,5	2,0	-6,0	-0,2	-2,2	2,5	12,0

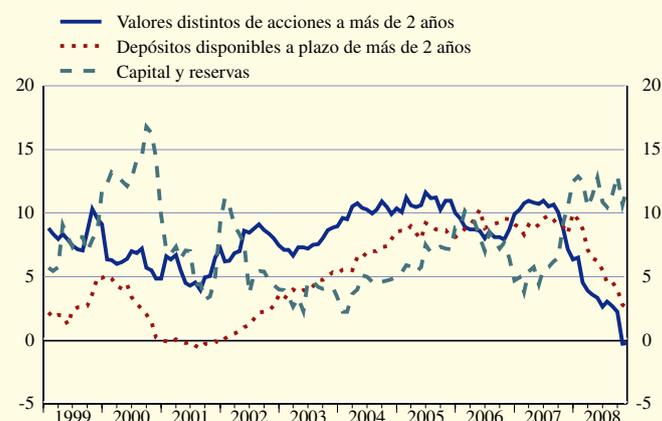
C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(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)}

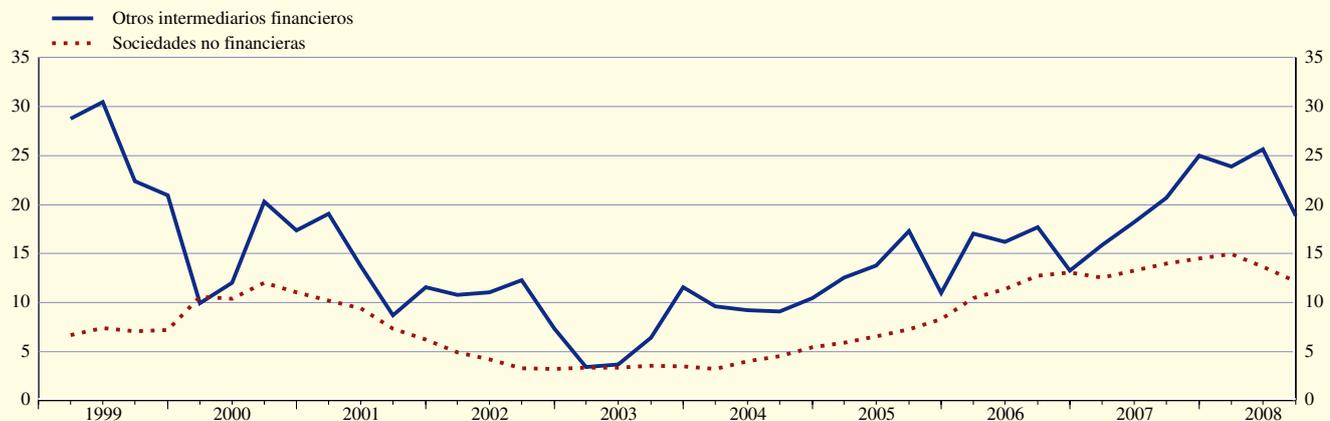
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras³⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ⁴⁾		Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	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	103,9	81,0	1.015,9	623,9	4.816,3	1.385,9	964,9	2.465,5
Nov ^(p)	100,7	77,3	1.016,1	616,3	4.839,5	1.386,1	973,3	2.480,2
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	37,9	31,8	60,8
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	22,4	36,4	13,0	8,8	14,5
Oct	3,0	3,8	-14,3	-4,9	32,8	2,8	8,0	21,9
Nov ^(p)	-3,2	-3,7	2,6	-5,9	27,9	2,1	9,9	16,0
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	11,4
Oct	-9,5	-10,7	15,0	15,6	11,9	10,4	16,2	11,1
Nov ^(p)	-6,9	-7,7	13,9	13,4	11,1	8,8	15,6	10,6

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)

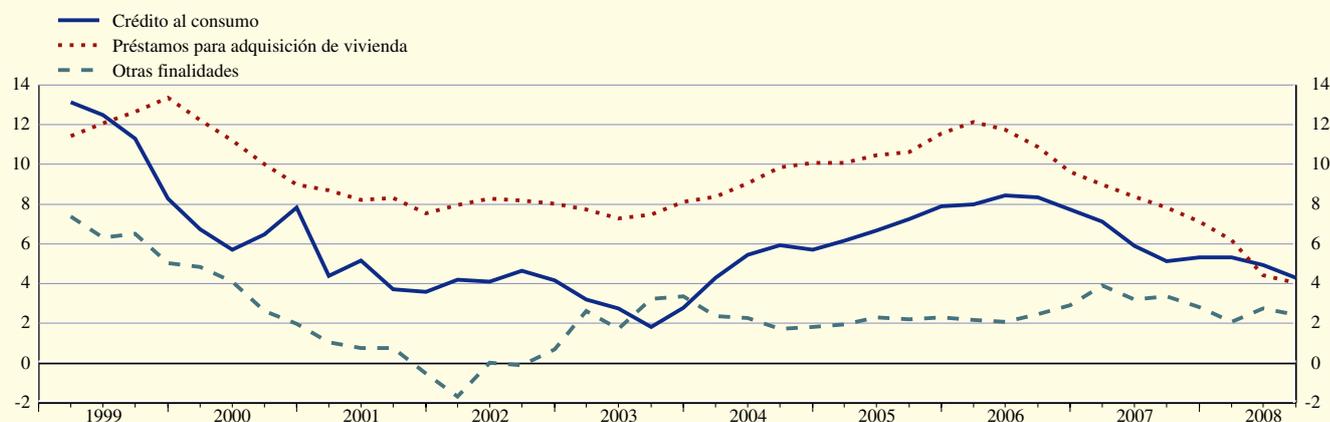
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	4.903,8	636,2	139,1	203,0	294,1	3.503,2	15,8	73,4	3.414,1	764,4	146,8	102,2	515,4
Ago	4.913,3	633,5	137,3	202,2	294,0	3.515,5	15,9	72,6	3.427,0	764,3	146,7	100,7	516,8
Sep	4.937,8	636,5	140,4	201,3	294,8	3.533,9	16,5	72,7	3.444,7	767,3	149,9	100,3	517,2
Oct	4.939,9	637,4	140,0	200,2	297,2	3.534,8	16,6	72,1	3.446,1	767,6	148,2	99,7	519,7
Nov ^(p)	4.927,0	633,1	137,3	199,0	296,8	3.523,2	16,5	71,2	3.435,4	770,6	152,0	98,3	520,3
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	47,6	1,1	0,7	-2,4	2,7	47,0	0,6	0,0	46,4	-0,5	-3,0	-1,9	4,4
2008 Jul	15,6	0,8	-0,6	-0,7	2,0	18,7	0,0	0,1	18,6	-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	-3,1	0,5	-0,3	-1,1	1,9	-2,9	0,1	-0,7	-2,3	-0,7	-2,4	-0,2	1,9
Nov ^(p)	-10,5	-3,8	-2,6	-1,0	-0,1	-10,6	-0,1	-0,8	-9,7	3,9	4,0	-1,3	1,1
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	4,0	2,3	0,0	4,1	2,4	2,3	-2,1	3,4
Oct	3,3	3,4	3,2	-2,3	7,7	3,5	3,5	-1,4	3,6	2,3	1,4	-2,6	3,6
Nov ^(p)	2,5	2,8	3,6	-3,2	6,9	2,5	3,2	-2,5	2,6	2,0	0,8	-4,3	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)

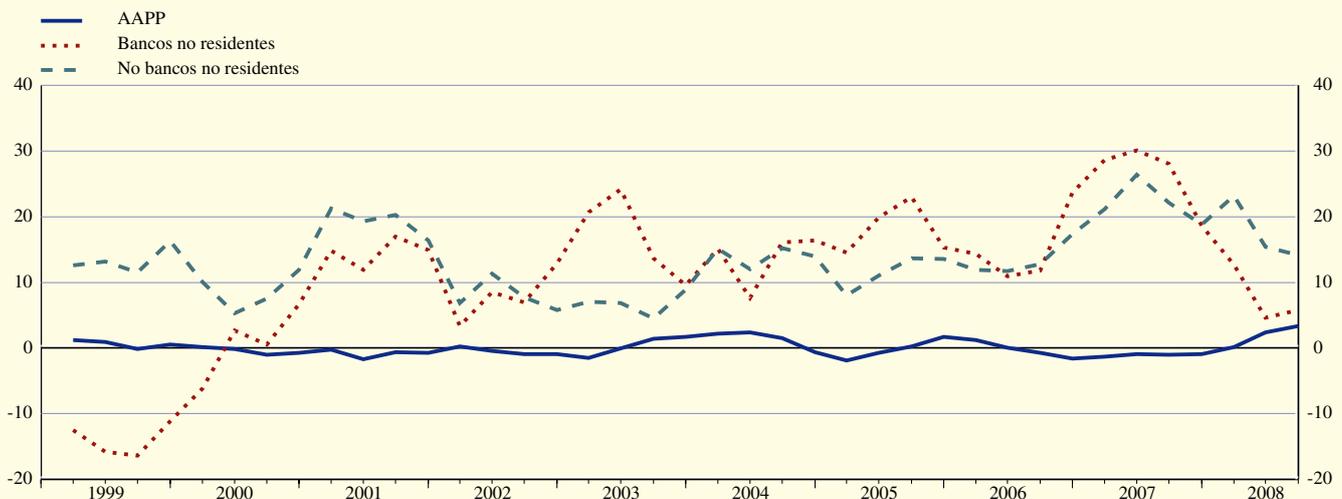
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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	84,1	9,9	-1,8	11,8
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	14,9

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)}

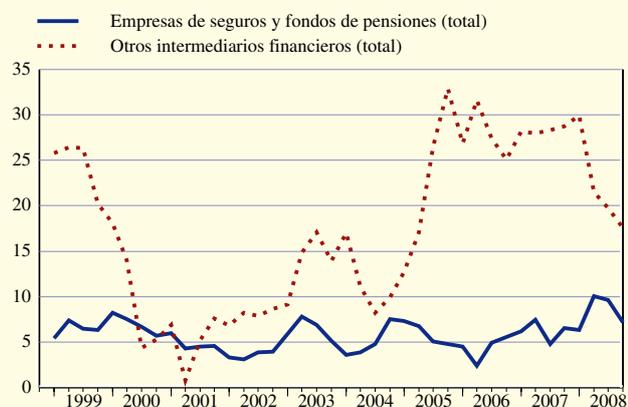
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
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	735,9	83,7	90,3	538,1	1,2	1,5	21,0	1.674,0	336,5	445,5	683,4	12,2	0,1	196,4
Nov ⁴⁾	738,0	85,0	94,9	535,9	1,1	1,5	19,7	1.655,3	320,3	444,3	685,0	12,0	0,1	193,6
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	6,7	7,6	-0,7	-0,7	0,0	-0,1	0,6	16,0	8,7	-5,8	4,3	0,2	0,0	8,6
Nov ⁴⁾	4,1	1,3	4,8	-0,5	-0,1	0,0	-1,3	-15,3	-15,9	-0,7	2,5	-0,1	0,0	-1,0
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	5,1	12,3	18,1	2,6	-20,0	-	-4,0	15,3	1,9	28,6	12,9	-6,3	-	25,2
Nov ⁴⁾	6,1	21,7	20,2	2,3	-29,7	-	0,0	12,6	-7,8	33,4	12,0	-2,1	-	17,1

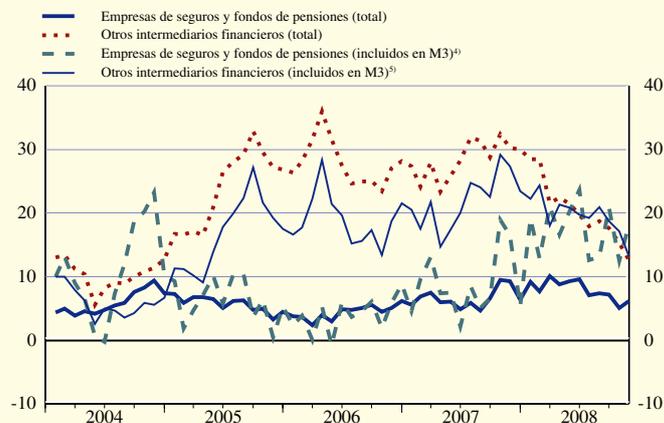
C8 Depósitos totales por sector²⁾

(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)

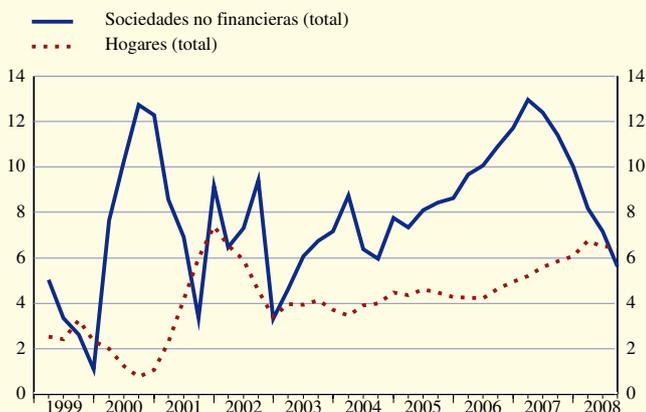
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	1.499,4	860,6	517,9	65,7	24,9	1,4	29,0	5.252,4	1.758,5	1.332,0	515,5	1.439,3	106,1	101,1
Nov ^(p)	1.497,4	870,5	509,2	65,4	26,0	1,3	25,0	5.290,1	1.778,3	1.352,6	511,4	1.443,0	109,8	95,1
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	-7,0	-17,3	5,8	1,2	-0,6	0,0	3,9	47,3	7,0	55,0	-8,4	-2,2	2,9	-7,0
Nov ^(p)	-1,5	10,0	-8,4	-0,1	1,1	0,0	-4,0	37,5	19,8	20,3	-4,0	3,6	3,7	-6,0
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	4,3	1,8	10,4	-0,4	-19,6	-12,6	19,6	7,4	1,2	40,5	-7,7	-0,5	-3,4	17,1
Nov ^(p)	2,9	1,2	7,8	3,3	-22,3	-15,5	3,2	7,7	2,1	38,6	-7,9	0,3	-0,9	8,9

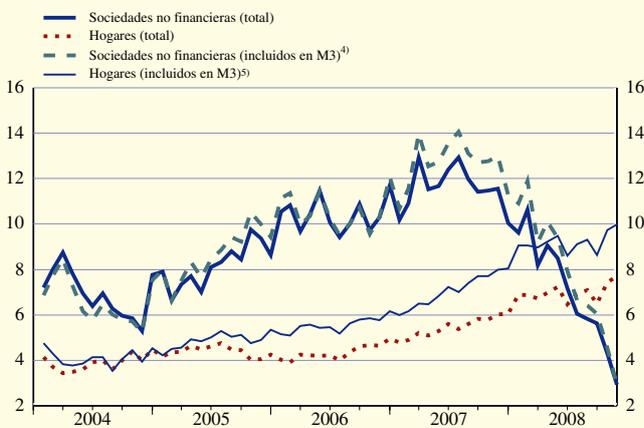
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(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)}

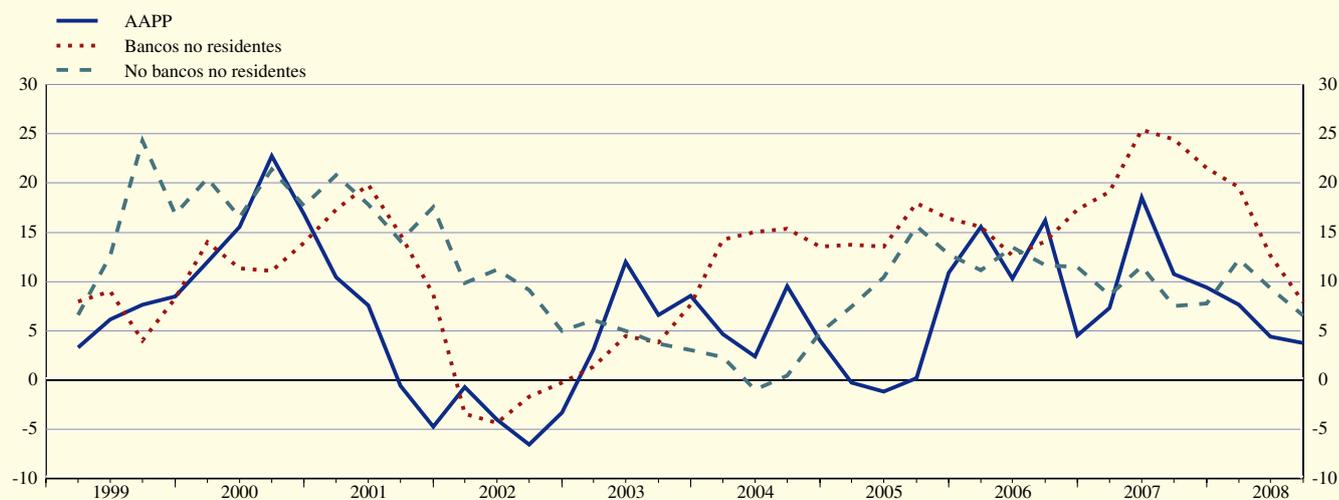
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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.

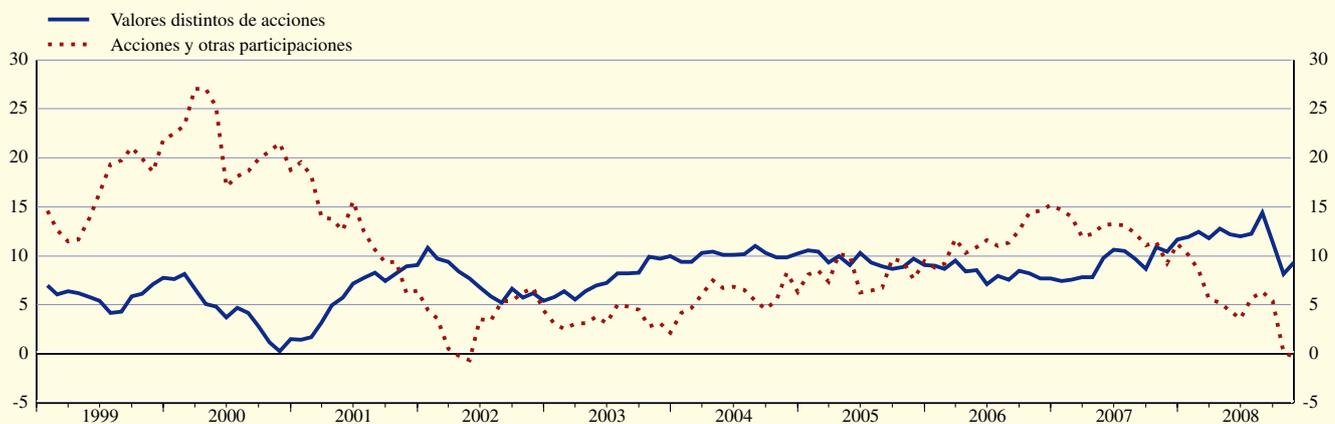
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2006	4.664,3	1.560,6	72,3	1.260,4	16,2	615,8	30,1	1.108,9	1.465,9	373,0	798,5	294,4
2007	5.113,7	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	5.563,1	1.821,5	109,2	1.166,0	19,3	1.079,1	54,5	1.313,5	1.551,4	437,1	827,7	286,7
Nov ^(p)	5.668,2	1.861,7	104,3	1.208,7	18,2	1.115,2	53,6	1.306,4	1.532,9	427,0	818,8	287,1
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	-5,3	26,1	-1,4	-9,4	1,8	32,5	-1,4	-53,5	-47,0	-15,0	-32,1	0,1
Nov ^(p)	112,7	41,0	-3,4	37,6	-1,0	36,3	-0,4	2,6	-7,2	-3,5	-5,8	2,1
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	8,2	9,2	16,2	-2,8	17,1	29,0	29,1	1,9	0,1	11,3	-1,4	-9,7
Nov ^(p)	9,3	11,2	15,3	0,6	10,7	30,4	42,8	-0,4	-0,3	11,2	-1,9	-10,2

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	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,6	0,0	0,0	-0,6	-0,7	0,1	-0,5	-0,2
Nov ^(p)	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-0,1	-0,3

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
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	-1,5	0,0	-1,1	-0,4	-1,0	-0,2	-0,8
Nov ^(p)	-2,0	-0,4	-1,2	-0,4	-0,6	-0,2	-0,4

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	-4,7	-1,2	0,2	0,2	0,2	-1,6	-0,1	-2,4	-9,3	-1,1	-5,5	-2,7	
Nov ^(p)	3,9	0,5	0,0	5,1	0,1	0,4	0,0	-2,1	-4,4	-0,9	-1,8	-1,7	

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	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	4.851,2	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
A 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)	5.182,3	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	USD	JPY	CHF			GBP	Total	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	-	-	-	-	-	11.798,6	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	USD	JPY	CHF			GBP	Total	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 II	5.993,1	344,2	2.046,7	191,9	1.854,8	2.219,3	786,1	179,7	417,2
III	5.892,8	358,3	2.015,0	187,0	1.828,0	2.168,5	773,6	180,6	396,6
IV	5.781,3	353,4	1.993,4	184,1	1.809,3	2.077,4	784,0	189,1	384,0
2008 I	5.160,6	365,5	1.857,8	164,8	1.693,0	1.670,3	719,8	197,1	350,1
II	5.015,2	359,3	1.807,2	157,5	1.649,7	1.624,4	690,7	204,9	328,7
III ^(p)	4.713,2	377,1	1.747,3	148,1	1.599,2	1.411,4	641,3	202,8	333,3

2. Pasivo

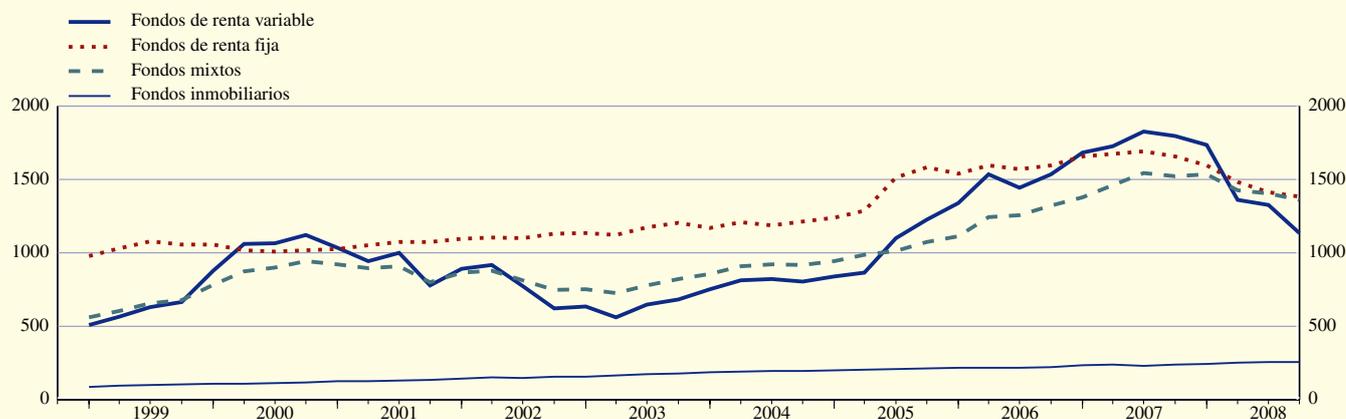
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2007 II	5.993,1	82,9	5.589,0	321,3
III	5.892,8	78,5	5.496,8	317,5
IV	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 I	5.160,6	76,4	4.846,6	237,6
II	5.015,2	74,8	4.720,9	219,5
III ^(p)	4.713,2	71,0	4.413,4	228,7

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

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

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

2. Fondos según el tipo de inversor

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

Fuente: BCE.



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2008 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 <i>Balanza comercial</i>						507,9
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	Administraciones 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
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		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
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		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
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-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
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		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	Administraciones 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
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		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
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		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
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-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
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		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 neto¹⁾	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 neto¹⁾	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 periodo)

	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								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
Total												
2007 Oct	12.778,2	1.351,6	109,2	10.711,4	1.280,1	130,3	12.039,1	1.349,3	147,8	9,1	116,8	9,0
Nov	12.867,6	1.177,0	87,6	10.783,0	1.108,7	69,7	12.084,6	1.161,0	64,6	8,6	52,0	7,5
Dic	12.892,4	1.040,8	27,8	10.779,0	959,2	-1,0	12.064,7	1.002,3	-18,4	9,0	94,1	8,1
2008 Ene	12.925,5	1.200,1	37,0	10.832,8	1.130,5	57,8	12.132,2	1.196,2	67,4	8,5	28,6	7,5
Feb	13.006,4	1.025,8	82,1	10.903,8	967,2	72,2	12.188,3	1.035,4	75,4	8,0	44,8	6,9
Mar	13.112,5	1.072,1	105,1	10.951,0	967,7	46,0	12.209,1	1.023,2	43,8	7,0	20,1	6,1
Abr	13.162,9	1.159,2	50,5	11.016,7	1.067,6	65,8	12.288,0	1.132,3	77,8	7,0	58,7	5,0
May	13.341,3	1.125,0	178,4	11.155,7	1.035,2	138,9	12.450,7	1.109,1	153,8	6,7	98,7	5,8
Jun	13.478,1	1.154,4	135,1	11.231,3	1.039,1	74,1	12.522,6	1.111,4	80,4	6,8	87,1	5,7
Jul	13.491,0	1.136,6	11,4	11.289,5	1.071,3	56,3	12.598,9	1.158,4	75,8	7,1	98,0	6,8
Ago	13.617,8	878,2	124,0	11.398,7	813,8	106,4	12.730,6	887,8	112,9	7,8	164,0	8,8
Sep	13.620,4	1.019,1	1,1	11.366,4	927,8	-33,8	12.689,9	999,2	-42,9	7,1	-14,0	8,2
Oct	.	.	.	11.515,0	1.414,1	148,3	12.887,3	1.492,9	145,0	7,0	103,1	8,9
A largo plazo												
2007 Oct	11.501,0	238,1	78,8	9.567,1	201,9	66,0	10.702,1	226,4	73,2	7,7	70,3	6,6
Nov	11.582,1	176,0	79,5	9.627,9	142,4	59,1	10.744,9	157,4	56,1	7,1	38,8	5,3
Dic	11.637,6	198,9	56,1	9.674,7	164,8	47,4	10.778,8	176,1	36,2	7,3	71,8	5,6
2008 Ene	11.635,9	194,9	1,6	9.666,9	166,6	-4,5	10.775,2	190,4	0,8	6,7	15,4	5,1
Feb	11.681,5	182,4	46,5	9.714,7	163,1	48,7	10.812,6	187,5	51,0	6,1	28,6	4,7
Mar	11.717,4	179,9	35,1	9.740,2	145,1	24,5	10.814,4	160,2	21,4	5,3	11,8	4,5
Abr	11.804,0	258,4	86,7	9.803,1	207,2	63,0	10.887,5	225,0	68,3	5,5	64,0	4,4
May	11.957,2	290,4	153,4	9.916,5	234,6	113,6	11.011,5	257,1	122,8	5,1	69,1	4,9
Jun	12.071,2	283,3	114,3	10.003,9	229,8	87,7	11.098,3	252,9	95,0	5,2	68,0	4,8
Jul	12.097,9	206,8	25,0	10.036,1	176,9	30,3	11.137,7	195,2	36,0	5,4	60,9	5,7
Ago	12.188,0	158,0	88,1	10.115,2	132,0	77,2	11.238,0	147,7	79,0	6,2	134,9	7,7
Sep	12.176,8	181,7	-10,4	10.093,4	144,1	-21,0	11.221,7	157,3	-31,2	5,7	-17,1	7,1
Oct	.	.	.	10.128,1	180,0	34,4	11.314,1	193,9	30,5	5,3	22,6	6,3

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	11.104	4.570	1.192	618	4.411	313	948	699	42	87	110	8
2007	12.065	5.053	1.503	662	4.520	327	1.137	841	59	109	116	12
2007 IV	12.065	5.053	1.503	662	4.520	327	1.171	888	81	94	92	16
2008 I	12.209	5.095	1.519	666	4.612	317	1.085	786	38	92	150	19
II	12.523	5.235	1.625	680	4.663	320	1.118	786	69	102	140	20
III	12.690	5.273	1.694	688	4.711	324	1.015	690	54	97	147	27
2008 Jul	12.599	5.284	1.641	683	4.668	322	1.158	812	44	103	164	36
Ago	12.731	5.319	1.694	686	4.708	325	888	586	81	87	113	20
Sep	12.690	5.273	1.694	688	4.711	324	999	673	36	100	164	26
Oct	12.887	5.314	1.732	694	4.818	330	1.493	1.020	94	111	242	25
	A corto plazo											
2006	1.014	573	29	79	322	12	766	616	11	80	56	4
2007	1.286	786	36	101	345	18	946	754	18	101	64	9
2007 IV	1.286	786	36	101	345	18	984	809	23	86	55	12
2008 I	1.395	817	48	112	407	11	906	700	21	88	83	14
II	1.424	832	51	114	415	11	873	665	21	92	77	17
III	1.468	824	62	112	457	13	848	614	25	92	94	24
2008 Jul	1.461	846	58	117	429	11	963	719	23	98	94	30
Ago	1.493	859	64	116	442	11	740	521	31	84	88	18
Sep	1.468	824	62	112	457	13	842	602	21	95	101	23
Oct	1.573	825	64	114	553	17	1.299	933	54	105	189	18
	Total a largo plazo ²⁾											
2006	10.090	3.997	1.164	539	4.089	301	181	84	31	8	54	5
2007	10.779	4.267	1.468	561	4.174	309	191	86	41	8	52	3
2007 IV	10.779	4.267	1.468	561	4.174	309	187	79	59	9	37	4
2008 I	10.814	4.278	1.471	554	4.205	306	179	86	17	4	67	5
II	11.098	4.403	1.574	566	4.247	309	245	120	48	10	64	3
III	11.222	4.449	1.632	576	4.255	311	167	76	29	5	53	3
2008 Jul	11.138	4.438	1.583	566	4.239	311	195	93	21	5	71	6
Ago	11.238	4.459	1.630	570	4.266	313	148	66	51	3	26	2
Sep	11.222	4.449	1.632	576	4.255	311	157	71	15	5	63	3
Oct	11.314	4.489	1.668	580	4.264	313	194	87	40	7	53	7
	Del cual: a tipo fijo											
2006	7.059	2.135	544	412	3.731	237	108	40	12	5	48	3
2007	7.324	2.272	588	425	3.788	250	107	44	10	5	45	3
2007 IV	7.324	2.272	588	425	3.788	250	93	43	8	6	33	3
2008 I	7.303	2.269	582	417	3.789	246	110	43	4	3	56	3
II	7.470	2.357	599	430	3.836	248	145	66	11	9	56	2
III	7.529	2.382	613	436	3.849	248	101	42	7	3	47	2
2008 Jul	7.481	2.382	598	429	3.822	250	124	52	2	3	64	3
Ago	7.518	2.386	605	432	3.844	251	66	32	9	2	21	1
Sep	7.529	2.382	613	436	3.849	248	112	42	10	4	55	2
Oct	7.564	2.405	617	441	3.853	249	96	39	1	6	47	3
	Del cual: a tipo variable											
2006	2.611	1.512	609	113	312	64	60	34	19	3	4	1
2007	2.999	1.617	862	124	338	58	69	31	30	3	4	0
2007 IV	2.999	1.617	862	124	338	58	81	25	50	2	3	1
2008 I	3.040	1.629	868	126	357	60	53	32	12	1	7	2
II	3.171	1.676	949	126	360	60	88	46	36	1	4	1
III	3.220	1.691	992	130	345	61	52	24	21	2	4	1
2008 Jul	3.193	1.681	959	128	363	61	53	26	18	2	4	2
Ago	3.251	1.696	998	129	366	62	73	27	41	1	3	1
Sep	3.220	1.691	992	130	345	61	29	19	5	2	4	1
Oct	3.276	1.711	1.023	130	349	63	86	41	37	1	3	3

Fuente: BCE.

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

2) La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable se debe a los bonos cupón cero y a los efectos de revalorización.

4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

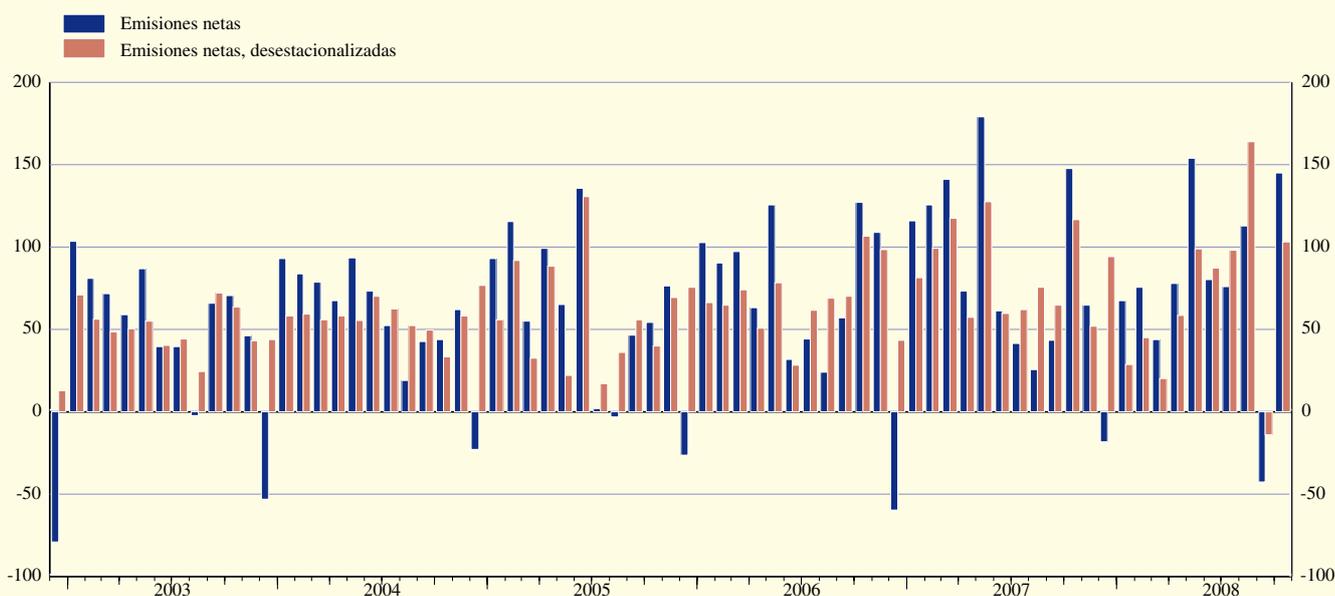
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar ¹⁾						Desestacionalizadas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2006	67,7	35,3	20,9	2,1	7,0	2,3	67,6	35,7	20,5	2,1	7,1	2,3
2007	83,4	40,6	27,7	4,2	9,7	1,2	83,9	41,1	27,2	4,3	10,1	1,2
2007 IV	64,7	32,1	48,6	3,4	-22,8	3,5	87,6	42,7	32,1	5,0	4,9	2,9
2008 I	62,2	23,3	7,3	2,6	32,1	-3,1	31,2	4,1	16,9	2,0	11,5	-3,4
II	104,0	46,1	35,3	4,8	16,9	0,9	81,5	48,0	31,2	0,6	1,1	0,6
III	48,6	11,9	20,1	1,5	14,0	1,2	82,7	19,8	33,4	4,8	22,2	2,4
2008 Jul	75,8	49,0	15,6	3,2	5,3	2,7	98,0	47,5	17,3	3,0	26,7	3,5
Ago	112,9	26,0	48,5	0,9	35,4	2,1	164,0	40,1	67,1	5,8	47,2	3,8
Sep	-42,9	-39,2	-3,8	0,4	1,2	-1,3	-14,0	-28,1	15,8	5,5	-7,1	0,0
Oct	145,0	15,5	26,4	0,1	97,5	5,6	103,1	-21,2	11,5	-5,2	113,5	4,5
A largo plazo												
2006	63,4	29,1	20,1	2,1	10,1	1,9	63,3	29,3	19,8	2,1	10,2	1,9
2007	61,6	23,8	27,1	2,3	7,7	0,7	61,2	24,0	26,7	2,3	7,7	0,7
2007 IV	55,2	9,7	45,2	2,3	-3,7	1,6	60,3	17,7	29,2	1,8	10,7	0,8
2008 I	24,4	11,5	3,2	-1,0	11,4	-0,7	18,6	2,4	12,6	1,5	2,9	-0,8
II	95,4	42,4	34,1	4,0	14,0	0,9	67,0	36,0	30,1	0,4	-0,2	0,7
III	27,9	8,1	16,7	2,2	0,6	0,5	59,5	15,9	29,3	3,8	9,0	1,6
2008 Jul	36,0	32,5	8,9	0,6	-8,2	2,3	60,9	33,0	10,0	0,5	13,7	3,7
Ago	79,0	9,3	42,7	1,9	23,1	2,0	134,9	27,2	62,6	4,7	36,9	3,5
Sep	-31,2	-17,6	-1,6	4,1	-13,1	-3,0	-17,1	-12,5	15,2	6,2	-23,6	-2,4
Oct	30,5	4,1	24,5	-1,8	2,0	1,8	22,6	-3,4	7,1	-3,6	21,7	0,8

C16 Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar

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



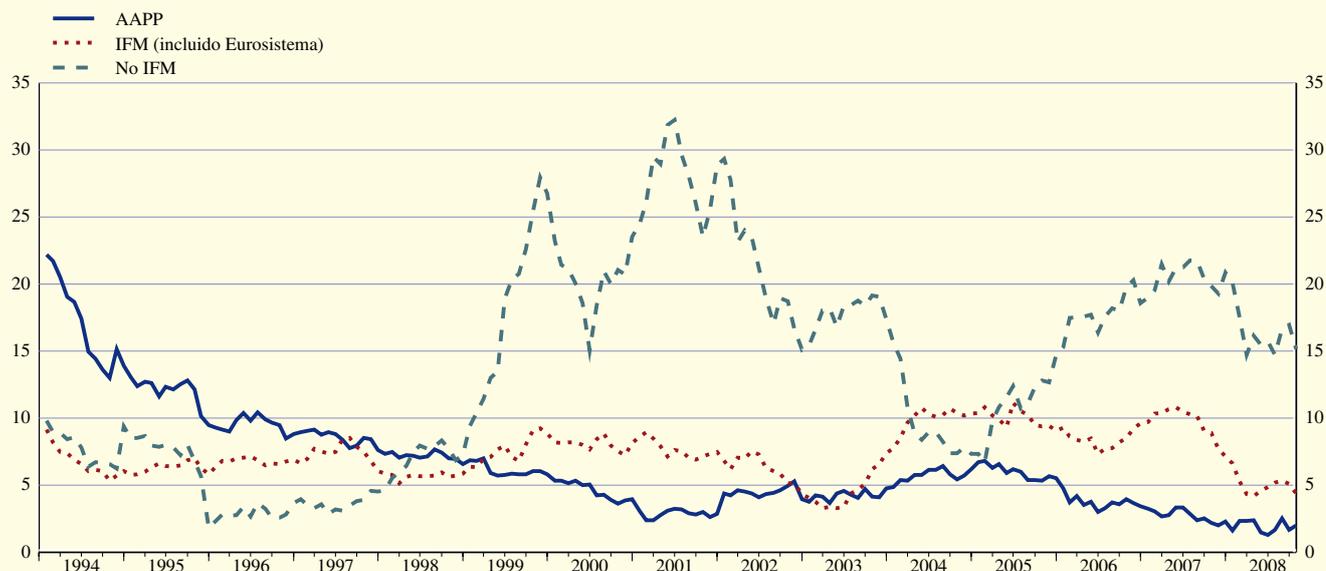
Fuente: BCE.

1) 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 Euro-sistema)	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 Oct	9,1	11,0	26,8	8,1	2,9	6,0	9,0	10,4	25,8	7,5	3,4	4,0
Nov	8,6	10,5	25,6	7,9	2,6	4,7	7,5	9,3	22,4	7,6	1,7	4,7
Dic	9,0	10,6	28,0	8,1	2,6	4,6	8,1	10,5	26,0	3,9	1,2	9,9
2008 Ene	8,5	10,0	26,9	9,2	2,2	3,0	7,5	9,9	23,9	4,2	1,0	4,3
Feb	8,0	8,7	23,9	8,9	3,0	2,1	6,9	7,6	21,8	7,2	2,3	0,4
Mar	7,0	7,7	20,3	7,2	2,8	1,1	6,1	5,7	22,4	6,6	2,2	-1,0
Abr	7,0	7,3	22,4	6,0	3,0	0,3	5,0	4,1	19,0	4,3	2,5	-3,3
May	6,7	7,9	21,3	6,0	1,7	1,9	5,8	6,3	20,0	4,3	1,7	-0,9
Jun	6,8	8,3	23,2	3,2	1,4	2,1	5,7	6,3	20,6	2,4	1,7	-5,2
Jul	7,1	8,5	22,1	2,6	2,1	3,3	6,8	7,4	20,5	0,9	3,1	2,2
Ago	7,8	8,3	24,7	4,8	3,0	3,4	8,8	9,2	27,5	2,5	3,7	6,6
Sep	7,1	6,9	24,6	5,6	2,6	2,3	8,2	8,1	27,1	4,9	3,1	5,8
Oct	7,0	5,4	21,7	3,9	4,9	2,8	8,9	6,5	24,5	3,4	7,4	9,5
	A largo plazo											
2007 Oct	7,7	8,9	26,7	5,6	2,0	4,6	6,6	5,7	24,9	4,7	2,7	2,8
Nov	7,1	7,7	25,5	6,0	1,9	3,1	5,3	4,6	21,3	5,3	1,4	3,2
Dic	7,3	7,1	28,1	5,2	2,3	2,7	5,6	4,2	24,8	1,7	2,0	4,1
2008 Ene	6,7	6,6	26,6	5,9	1,6	2,2	5,1	4,1	22,7	3,6	1,0	3,1
Feb	6,1	5,3	22,7	5,8	2,3	1,9	4,7	2,9	18,9	4,3	2,3	0,9
Mar	5,3	4,3	19,1	4,4	2,4	0,9	4,5	2,9	19,3	3,6	2,0	0,0
Abr	5,5	4,2	21,2	4,4	2,5	0,4	4,4	2,7	17,7	4,1	2,3	-1,9
May	5,1	4,5	20,0	4,8	1,4	1,8	4,9	4,5	18,5	4,2	1,4	0,5
Jun	5,2	4,9	21,6	1,9	1,2	1,9	4,8	5,5	18,6	2,0	0,4	-0,1
Jul	5,4	5,2	20,1	1,9	1,5	3,1	5,7	6,2	17,6	0,2	2,1	3,0
Ago	6,2	5,3	22,4	2,8	2,4	3,5	7,7	7,8	26,1	1,3	2,5	6,2
Sep	5,7	5,1	22,3	4,0	1,6	2,2	7,1	7,4	25,6	4,5	1,3	4,6
Oct	5,3	4,4	19,9	3,2	2,0	1,4	6,3	6,1	22,2	2,3	1,8	5,0

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.

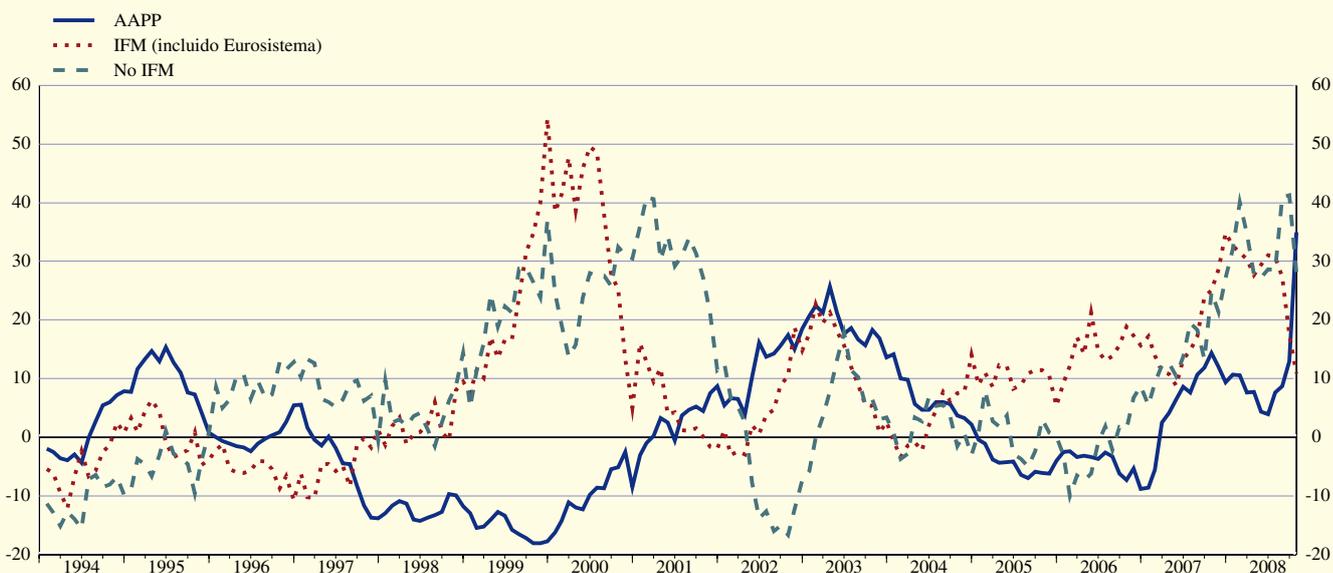
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(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	0,1	3,2	13,5	16,2	11,9	40,2	24,7	5,0	4,3
2007	5,1	7,1	17,4	3,7	2,4	6,6	15,8	11,1	37,7	17,8	3,8	-1,8
2007 IV	4,5	6,7	13,1	4,7	1,8	6,3	15,0	9,1	38,5	13,8	4,8	-6,5
2008 I	3,3	5,3	8,4	4,4	1,3	3,3	14,1	6,0	37,3	12,2	11,4	-3,2
II	2,6	4,3	5,2	3,7	1,3	1,4	12,0	5,0	32,2	8,1	7,6	0,4
III	3,1	5,6	5,1	3,1	1,4	2,0	12,5	5,3	33,4	2,9	6,3	6,0
2008 May	2,6	4,7	4,6	4,7	1,0	1,7	12,1	5,4	31,5	8,0	6,9	2,0
Jun	2,8	5,3	6,2	2,3	0,9	1,9	11,8	4,9	32,8	2,3	5,4	1,6
Jul	3,0	5,7	4,8	2,5	1,2	2,1	11,7	5,1	30,9	2,0	5,7	6,6
Ago	3,3	5,6	4,4	3,3	1,9	2,4	13,7	5,7	35,6	3,4	9,3	7,0
Sep	3,1	5,6	5,8	4,7	1,1	0,8	12,3	5,0	34,5	4,0	2,6	7,4
Oct	2,8	4,6	3,7	3,3	1,7	-0,7	11,8	5,2	31,1	4,9	1,6	9,2
En euros												
2006	3,8	3,1	11,5	-0,7	3,2	13,7	15,0	10,2	36,8	26,9	5,2	3,5
2007	4,5	6,4	14,1	2,0	2,7	6,7	15,1	10,3	35,4	17,6	3,9	-2,4
2007 IV	4,0	6,2	10,9	3,1	2,1	6,6	14,8	8,8	36,9	12,4	4,9	-7,1
2008 I	2,9	4,9	7,1	2,9	1,5	3,5	14,7	5,9	37,6	11,3	11,7	-4,0
II	2,4	3,9	4,6	1,6	1,5	1,4	13,2	5,6	33,4	7,8	8,0	-1,2
III	3,0	5,4	6,1	0,8	1,6	1,8	14,3	6,7	35,3	3,5	6,7	4,6
2008 May	2,3	4,3	4,1	2,8	1,1	1,7	13,4	6,4	32,6	7,8	7,2	0,5
Jun	2,5	5,0	6,6	-0,2	1,1	2,0	13,4	6,3	33,8	2,7	5,8	0,1
Jul	2,8	5,5	5,3	0,2	1,5	2,0	13,4	6,5	32,8	2,5	6,1	5,2
Ago	3,3	5,4	6,1	0,8	2,2	2,1	15,7	7,1	37,8	4,1	9,8	5,6
Sep	3,0	5,6	7,6	2,7	1,4	0,4	14,4	6,8	36,8	4,7	2,9	6,3
Oct	2,8	4,7	5,8	1,2	1,9	-1,2	13,8	6,9	33,7	5,7	1,8	8,2

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)

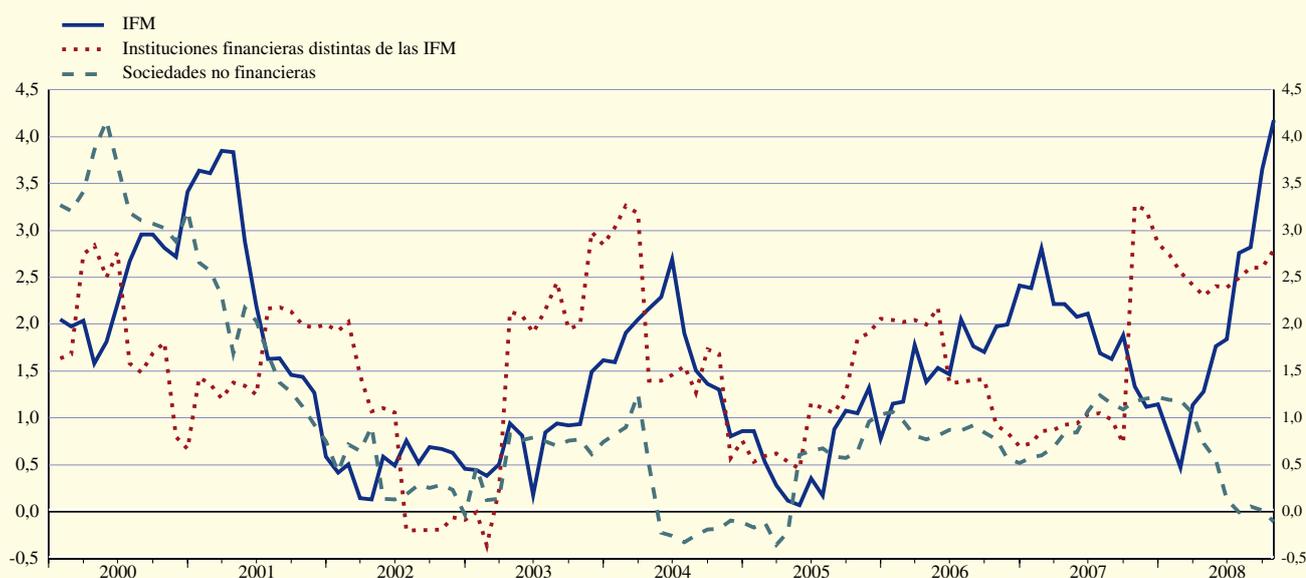
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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 Oct	5.917,6	103,0	1,0	1.024,6	2,0	623,9	0,9	4.269,1	0,8
Nov	5.972,2	103,1	0,8	1.031,8	2,0	613,7	0,8	4.326,8	0,6
Dic	6.190,9	103,2	0,9	1.063,9	2,4	633,3	0,7	4.493,7	0,5
2007 Ene	6.369,9	103,3	0,9	1.123,5	2,4	646,3	0,7	4.600,2	0,6
Feb	6.283,9	103,4	1,0	1.092,8	2,8	637,9	0,9	4.553,2	0,6
Mar	6.510,1	103,5	1,0	1.111,4	2,2	649,3	0,9	4.749,4	0,7
Abr	6.760,5	103,7	1,1	1.168,6	2,2	675,6	0,9	4.916,3	0,8
May	7.040,4	103,7	1,1	1.174,5	2,1	688,9	0,9	5.177,0	0,8
Jun	6.961,9	104,0	1,3	1.128,7	2,1	677,2	1,0	5.156,0	1,1
Jul	6.731,4	104,2	1,3	1.099,8	1,7	608,9	1,0	5.022,6	1,2
Ago	6.618,1	104,1	1,2	1.060,2	1,6	583,8	1,0	4.974,0	1,2
Sep	6.682,0	104,2	1,2	1.048,8	1,9	597,3	0,7	5.035,9	1,1
Oct	6.936,7	104,5	1,4	1.072,8	1,3	629,3	3,3	5.234,7	1,2
Nov	6.622,4	104,5	1,4	1.032,7	1,1	579,2	3,2	5.010,5	1,2
Dic	6.579,3	104,6	1,4	1.017,2	1,1	579,0	2,9	4.983,1	1,2
2008 Ene	5.756,8	104,6	1,3	887,9	0,8	497,4	2,7	4.371,5	1,2
Feb	5.811,0	104,7	1,2	858,2	0,5	492,4	2,6	4.460,5	1,2
Mar	5.557,5	104,7	1,2	858,5	1,1	501,3	2,4	4.197,6	1,0
Abr	5.738,4	104,6	0,9	835,2	1,3	519,4	2,3	4.383,7	0,7
May	5.719,1	104,7	0,9	768,9	1,8	497,1	2,4	4.453,1	0,6
Jun	5.070,6	104,7	0,6	663,2	1,8	435,8	2,4	3.971,6	0,1
Jul	4.962,2	104,8	0,6	689,5	2,8	428,2	2,5	3.844,5	0,0
Ago	4.988,9	104,8	0,7	663,5	2,8	438,4	2,6	3.886,9	0,1
Sep	4.419,8	104,9	0,7	610,1	3,7	382,2	2,6	3.427,5	0,0
Oct	3.734,3	105,2	0,7	450,0	4,2	280,3	2,8	3.004,0	-0,1

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

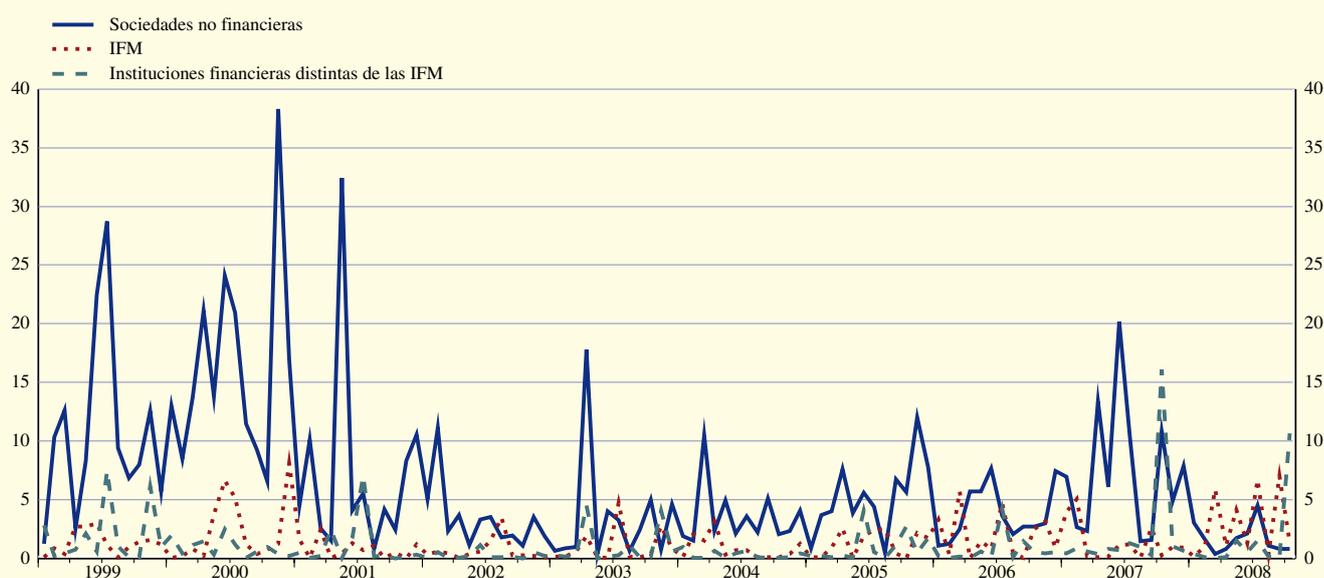
1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.

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	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2006 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	0,4	0,4	0,0	3,0	1,6	1,4
Dic	8,9	3,8	5,1	0,9	0,3	0,6	0,5	0,0	0,5	7,5	3,4	4,0
2007 Ene	11,3	3,9	7,4	4,0	0,1	3,8	0,4	0,0	0,4	6,9	3,8	3,2
Feb	8,5	2,0	6,5	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,7	2,0	0,6
Mar	3,1	1,7	1,4	0,2	0,0	0,2	0,6	0,3	0,2	2,3	1,4	0,9
Abr	13,8	0,4	13,4	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,0	0,3	13,4	0,2	13,2
May	7,0	1,9	5,2	0,1	0,0	0,1	0,8	0,0	0,8	6,1	1,9	4,2
Jun	21,9	1,6	20,4	1,1	0,0	1,1	0,7	0,0	0,7	20,2	1,6	18,6
Jul	13,1	1,8	11,3	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	10,7	1,5	9,1
Ago	2,4	6,6	-4,2	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	1,4	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	-0,6
Oct	27,1	8,0	19,1	0,2	3,2	-3,0	16,1	0,5	15,5	10,8	4,3	6,5
Nov	6,8	3,3	3,5	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	4,9	2,0	2,9
Dic	9,4	4,6	4,8	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	7,9	2,5	5,4
2008 Ene	3,6	1,4	2,2	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,3	3,0	0,7	2,3
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	6,3	5,8	0,4	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,4	5,4	-5,0
Abr	2,0	3,0	-1,0	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7
May	7,3	5,9	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
Jun	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
Jul	12,7	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,6
Ago	1,5	1,5	0,0	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,1	1,5	-0,5
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
Oct	12,8	0,6	12,2	1,4	0,0	1,4	10,7	0,0	10,7	0,8	0,6	0,1

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 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	4,52	5,19	4,67	4,27
Oct	1,34	4,77	4,85	3,56	3,01	4,12	2,20	4,25	5,05	4,55	3,66
Nov	1,29	4,27	4,68	3,70	3,02	4,20	1,98	3,55	4,59	4,36	3,19

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

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					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 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	10,80	8,77	7,20	8,70	8,86	5,80	5,43	5,28	5,37	5,71	6,24	6,36	5,77
Oct	10,83	8,89	7,23	8,70	8,93	5,84	5,39	5,28	5,37	5,69	6,37	6,26	5,80
Nov	10,80	9,00	7,17	8,68	8,92	5,62	5,33	5,22	5,27	5,60	5,85	6,16	5,60

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 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		6,92	6,34	6,37	5,64	5,62	5,84	5,63
Oct		6,89	6,52	6,35	5,57	5,59	5,75	5,07
Nov		6,66	6,04	6,10	5,39	4,87	5,05	5,01

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.
- Para esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se 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.
- La tasa anual equivalente cubre el coste total de un préstamo. El coste total comprende un componente de tipo de interés y un componente de comisiones (relacionadas con la operación del préstamo), que se derivan de los costes de información, de preparación de documentos, avales, etc.

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

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

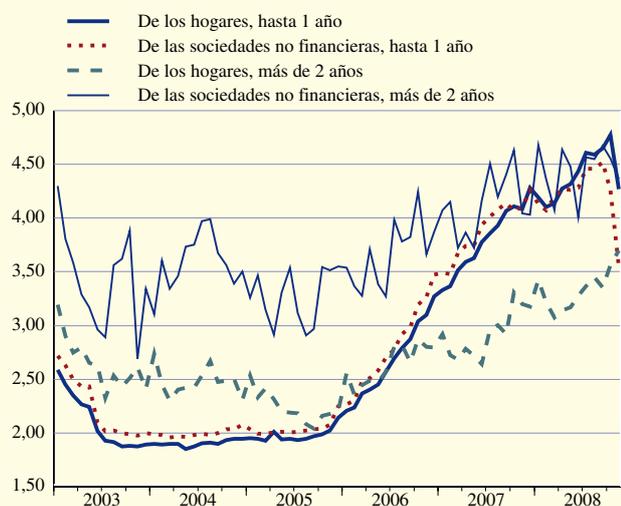
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 Dic	1,18	3,95	3,03	2,57	3,68	1,95	4,33	4,16	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	4,23	3,96
Abr	1,22	4,07	3,07	2,72	3,81	2,05	4,37	4,29	3,91
May	1,23	4,13	3,06	2,73	3,84	2,07	4,43	4,26	4,04
Jun	1,24	4,20	3,08	2,74	3,88	2,06	4,47	4,31	4,12
Jul	1,26	4,31	3,07	2,81	3,94	2,14	4,59	4,39	4,24
Ago	1,29	4,38	3,09	2,87	3,98	2,17	4,65	4,38	4,23
Sep	1,32	4,45	3,11	2,97	4,01	2,20	4,73	4,44	4,32
Oct	1,34	4,54	3,08	3,01	4,12	2,20	4,68	4,45	4,06
Nov	1,29	4,51	3,11	3,02	4,20	1,98	4,44	4,42	3,95

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 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	5,62	4,85	5,05	9,08	7,22	6,27	6,09	5,59	5,32
Jun	5,68	4,89	5,07	9,11	7,29	6,35	6,18	5,68	5,39
Jul	5,72	4,93	5,11	9,19	7,34	6,37	6,25	5,76	5,44
Ago	5,78	4,95	5,11	9,26	7,38	6,41	6,28	5,79	5,46
Sep	5,79	5,02	5,14	9,38	7,47	6,47	6,39	5,90	5,54
Oct	5,81	5,05	5,17	9,45	7,48	6,48	6,43	5,99	5,58
Nov	5,74	4,99	5,16	9,24	7,51	6,47	6,17	5,81	5,51

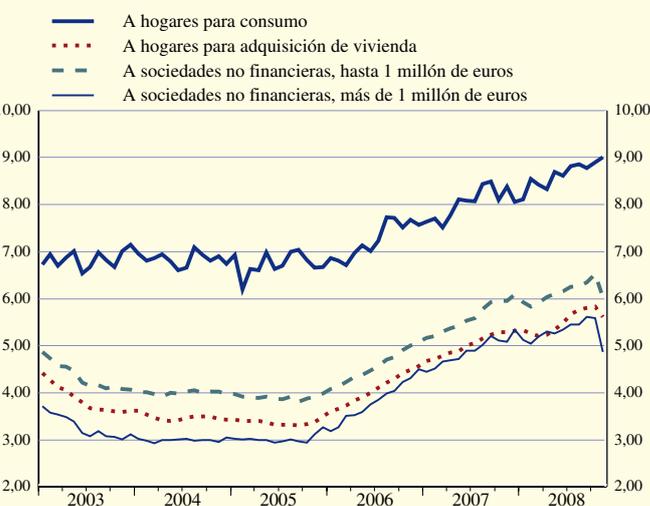
C21 Nuevos depósitos a plazo

(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)

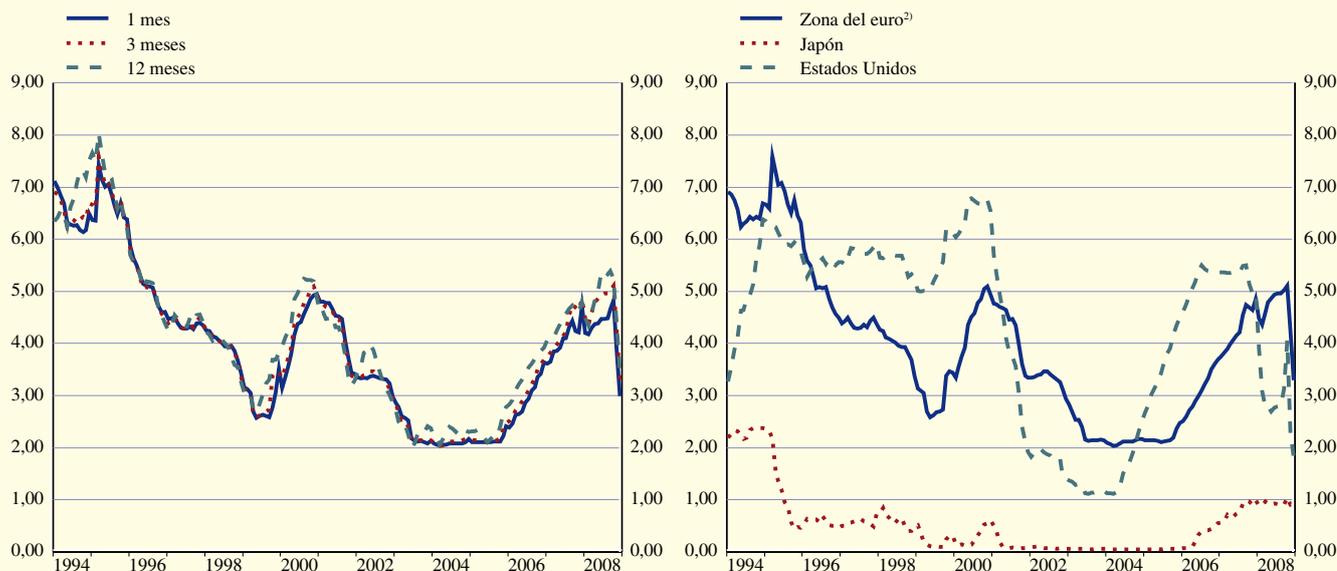
	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,20	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2007 IV	3,95	4,37	4,72	4,70	4,68	5,03	0,96
2008 I	4,05	4,23	4,48	4,48	4,48	3,29	0,92
II	4,00	4,41	4,86	4,93	5,05	2,75	0,92
III	4,25	4,54	4,98	5,18	5,37	2,91	0,90
IV	3,17	3,92	4,24	4,31	4,38	2,77	0,96
2007 Dic	3,88	4,71	4,85	4,82	4,79	4,98	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
Dic	2,49	2,99	3,29	3,37	3,45	1,83	0,92

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.

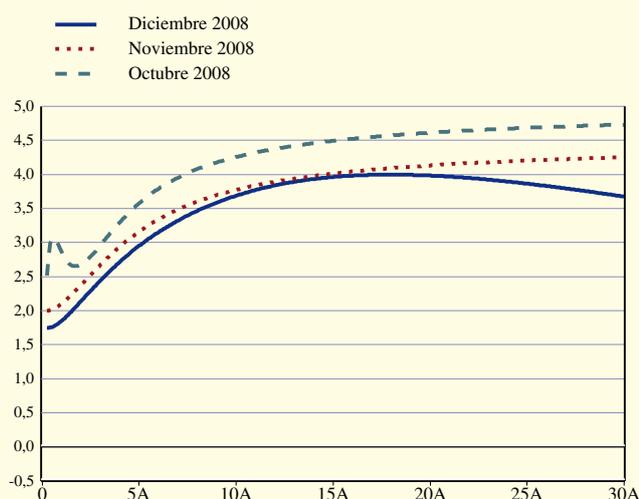
2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

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
Dic	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60

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	
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2007 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	13.372,6
II	355,9	3.705,6	576,2	185,0	317,8	442,8	313,7	408,2	306,5	557,1	437,7	427,1	1.371,7	13.818,3
III	309,7	3.278,8	506,0	162,2	282,2	382,8	260,5	345,7	285,6	494,8	412,4	407,4	1.252,7	12.758,7
IV	228,7	2.497,7	320,7	136,5	236,9	287,6	169,3	238,1	200,0	384,7	387,0	358,1	910,9	8.700,4
2007 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	15.520,0
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
Dic	219,0	2.407,0	304,0	137,8	224,2	281,0	152,5	238,7	189,4	369,2	396,6	349,4	877,2	8.492,1

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, 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
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,3	3,0
2007 IV	105,7	2,9	2,3	3,2	2,5	1,0	2,6	1,2	0,3	2,9	0,6	3,0	1,9
2008 I	106,4	3,4	2,5	3,9	2,6	1,0	2,1	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	108,2	2,3	2,2	2,1	2,6	-0,5	0,2	0,3	0,4	-8,7	0,6	2,1	3,4
2008 Jul	108,5	4,0	2,5	5,1	2,6	0,3	0,4	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	108,0	2,1	2,2	1,8	2,6	-0,4	0,0	-0,2	0,0	-4,9	0,2	2,0	3,4
Dic	107,9	1,6	2,1	0,9	2,6	-0,4	0,0	0,1	0,0	-4,7	0,2	1,3	3,4

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% 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
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2007 IV	3,9	4,5	3,1	2,8	1,0	8,1	2,7	2,0	2,6	-2,1	3,0	3,2
2008 I	5,2	6,4	3,5	3,2	0,8	10,7	2,5	1,9	3,1	-2,5	3,2	3,2
II	5,7	6,9	3,7	3,9	0,8	13,6	2,3	1,9	3,6	-1,8	3,0	2,2
III	5,6	6,7	3,9	4,2	0,7	15,1	2,3	1,9	4,4	-2,4	3,4	2,3
IV	3,8	4,3	3,0	1,2	0,9	2,1	2,2	1,9	4,5	-2,0	3,3	2,2
2008 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	-2,2	3,3	2,3
Nov	3,7	4,2	2,8	0,8	0,9	0,7	2,2	1,8	4,4	-2,1	3,4	2,2
Dic	3,3	3,5	2,8	-0,3	0,8	-3,7	2,2	1,8	4,5	-1,8	3,2	2,1

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.

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	1,7	1,6	1,7	13,3	4,1	6,4
2007	119,1	2,8	3,1	3,2	4,8	1,8	2,4	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	3,7	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	4,5	2,3	4,8	18,0	4,0	2,5 ⁴⁾
III	129,5	8,5	6,5	4,3	5,9	2,2	3,8	2,5	4,0	22,7	-	-
2008 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	4,3	2,5	4,5	25,0	-	-
Ago	129,4	8,5	6,6	4,3	6,0	2,2	3,9	2,4	4,1	22,7	-	-
Sep	129,1	7,9	5,5	4,1	5,8	2,3	3,3	2,5	3,4	20,4	-	-
Oct	128,0	6,3	3,4	3,2	4,3	2,2	2,7	2,7	2,7	15,9	-	-
Nov	125,6	3,3	0,6	2,3	2,7	2,2	2,0	2,5	1,9	6,3	-	-

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						Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Deflatores del PIB				Expor- ³⁾ taciones	Impor- ⁸⁾ taciones
		Ponderados ⁶⁾ por las importaciones			Ponderados ⁷⁾ por el destino					Demanda interna					
		Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios	Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo		
		1	2	3	4	5	6			7	8	9	10			11	12	13	14	15
% del total ³⁾	100,0	35,2	64,8	100,0	44,3	55,7									
2005	44,6	11,5	0,9	17,4	9,3	2,5	14,8	111,6	2,0	2,3	2,1	2,4	2,5	2,4	3,3
2006	52,9	27,5	5,8	37,8	24,6	5,9	38,0	113,7	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,7	3,9
2007	52,8	7,5	14,4	5,1	5,1	9,4	2,7	116,3	2,3	2,2	2,2	1,6	2,7	1,5	1,3
2008	65,9	1,6	18,2	-5,0	-1,5	9,7	-8,1	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 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	1,5	2,8
2008 I	64,2	8,1	36,6	-1,8	7,2	31,6	-5,3	117,8	2,1	2,9	3,1	2,1	2,4	2,3	4,3
II	78,5	2,2	32,5	-8,1	-0,3	20,3	-10,7	118,7	2,2	3,2	3,4	3,2	2,5	2,5	4,9
III	77,6	6,3	16,1	2,2	0,8	4,3	-1,4	119,3	2,3	3,3	3,5	2,4	2,9	3,1	5,6
IV	43,5	-10,9	-7,8	-12,3	-14,3	-12,9	-15,3	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 Jul	85,3	6,9	25,3	-0,4	1,7	12,2	-4,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Ago	77,0	7,5	17,4	3,3	2,4	7,1	-0,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Sep	70,0	4,7	6,3	3,9	-1,8	-5,5	0,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Oct	55,2	-7,1	-5,1	-7,9	-11,4	-12,6	-10,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Nov	43,1	-7,9	-4,5	-9,5	-10,4	-7,4	-12,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Dic	32,1	-17,7	-13,5	-19,9	-21,0	-18,3	-23,1	-	-	-	-	-	-	-	-

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					Administración pública educación, sanidad y otros servicios	8
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			7
	1	2	3	4	5	6	7		
Costes laborales unitarios ¹⁾									
2004	107,6	0,8	-11,1	-1,2	3,1	-0,1	2,4	2,1	
2005	108,9	1,2	8,7	-1,1	3,0	1,4	2,0	1,9	
2006	109,9	1,0	3,2	-0,3	3,3	0,0	2,6	2,0	
2007	111,8	1,7	0,2	-0,3	3,6	1,5	2,5	2,2	
2007 III	111,8	1,6	0,2	-1,0	4,6	2,0	2,3	2,1	
IV	112,9	2,6	0,4	0,2	4,0	2,8	3,0	2,9	
2008 I	113,6	2,6	0,8	1,3	2,0	2,5	3,8	2,9	
II	115,2	3,2	-0,6	2,0	2,3	3,7	2,8	4,7	
III	115,8	3,6	-0,8	4,7	2,0	5,1	3,0	2,8	
Remuneración por asalariado									
2004	110,0	2,1	1,6	3,0	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	3,5	3,4	1,5	2,3	1,5	
2007	117,4	2,5	2,2	2,8	3,1	2,2	2,1	2,4	
2007 III	117,6	2,3	2,0	2,4	2,9	2,4	1,8	2,3	
IV	118,8	2,9	2,5	3,2	3,4	2,2	2,5	3,2	
2008 I	119,9	3,0	3,8	3,5	4,4	2,4	2,9	2,8	
II	121,1	3,4	3,9	2,8	5,2	2,7	2,6	4,3	
III	121,7	3,5	3,7	3,4	5,1	4,2	3,1	2,8	
Productividad del trabajo ²⁾									
2004	102,2	1,3	14,2	4,2	-0,2	1,5	-0,7	0,3	
2005	103,0	0,7	-5,9	2,9	-0,9	0,7	0,4	-0,1	
2006	104,2	1,2	-0,2	3,9	0,1	1,5	-0,2	-0,6	
2007	105,1	0,8	2,0	3,2	-0,6	0,8	-0,4	0,3	
2007 III	105,2	0,7	1,8	3,4	-1,6	0,4	-0,4	0,2	
IV	105,2	0,3	2,1	2,9	-0,6	-0,5	-0,5	0,3	
2008 I	105,5	0,5	2,9	2,1	2,4	0,0	-0,9	-0,1	
II	105,2	0,2	4,6	0,8	2,8	-0,9	-0,3	-0,4	
III	105,0	-0,1	4,5	-1,3	3,0	-0,9	0,1	0,0	

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	
	1	2	3	4	5	6	7	8
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
2004	113,6	2,6	2,5	3,2	2,9	2,7	2,3	2,1
2005	116,3	2,4	2,5	2,2	2,4	2,0	2,4	2,1
2006	119,1	2,5	2,7	2,1	3,4	1,6	2,1	2,3
2007	122,3	2,6	2,7	2,3	2,6	3,1	2,6	2,2
2007 III	122,6	2,5	2,6	2,2	2,1	3,5	2,5	2,2
IV	123,7	2,9	3,1	2,2	2,9	4,0	2,7	2,1
2008 I	124,7	3,5	3,6	2,9	4,1	4,1	3,0	2,9
II	125,7	2,8	2,7	2,8	2,9	3,9	2,5	2,8
III	127,0	4,0	3,8	4,4	3,8	4,3	4,0	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	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2004	7.807,8	7.650,9	4.470,3	1.594,5	1.578,3	7,8	156,9	2.863,5	2.706,7
2005	8.104,5	7.981,8	4.644,5	1.657,6	1.673,6	6,2	122,7	3.083,7	2.961,0
2006	8.508,4	8.404,0	4.843,5	1.723,6	1.823,1	13,8	104,4	3.435,2	3.330,7
2007	8.931,3	8.793,2	5.030,4	1.790,3	1.951,1	21,4	138,1	3.693,0	3.554,8
2007 III	2.246,8	2.213,5	1.265,0	449,0	489,9	9,6	33,3	935,5	902,1
IV	2.262,8	2.231,9	1.279,1	453,9	498,1	0,8	30,9	942,3	911,4
2008 I	2.291,9	2.263,0	1.289,0	457,6	508,5	7,7	28,9	968,1	939,2
II	2.305,0	2.278,6	1.298,5	468,3	508,2	3,6	26,4	974,9	948,5
III	2.311,8	2.301,9	1.309,5	470,0	508,0	14,3	9,9	983,6	973,6
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2007	100,0	98,5	56,3	20,0	21,8	0,2	1,5	-	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2007 III	0,6	0,7	0,4	0,5	1,0	-	-	1,9	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	-	-	1,6	1,5
II	-0,2	-0,3	-0,2	0,8	-0,9	-	-	-0,1	-0,4
III	-0,2	0,4	0,0	0,7	-0,6	-	-	0,0	1,4
<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	1,3	2,1	3,2	-	-	3,9	3,8
2008 I	2,1	1,7	1,3	1,4	3,7	-	-	5,2	4,2
II	1,4	1,0	0,4	2,0	2,5	-	-	3,9	3,0
III	0,6	0,7	0,0	2,2	0,8	-	-	2,0	2,2
<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	0,1	-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	-0,2	0,1	-	-
III	-0,2	0,4	0,0	0,1	-0,1	0,4	-0,6	-	-
<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	-0,1	0,4	-	-
II	1,4	1,0	0,2	0,4	0,5	-0,2	0,4	-	-
III	0,6	0,7	0,0	0,4	0,2	0,1	-0,1	-	-

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	Intern. 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	7.010,8	154,4	1.434,5	412,4	1.492,0	1.916,7	1.600,8	796,9
2005	7.263,8	142,7	1.471,9	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	7.978,4	149,6	1.616,5	516,0	1.655,6	2.252,2	1.788,4	952,9
2007 III	2.008,2	38,1	407,4	129,5	417,1	567,2	448,8	238,6
IV	2.026,3	38,7	409,5	132,3	418,7	573,1	454,0	236,5
2008 I	2.051,4	39,8	415,9	136,3	423,7	579,4	456,2	240,4
II	2.068,4	39,6	416,6	136,4	424,1	587,0	464,7	236,6
III	2.075,0	39,0	411,5	136,8	427,8	594,0	466,0	236,8
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2007	100,0	1,9	20,3	6,5	20,8	28,2	22,4	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ¹⁾								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2007 III	0,6	-0,8	1,1	-0,1	0,5	0,7	0,4	0,7
IV	0,5	1,3	0,5	0,9	0,1	0,6	0,4	-0,7
2008 I	0,5	1,7	0,2	2,6	0,6	0,6	0,1	1,7
II	-0,1	0,2	-0,6	-1,8	-0,5	0,6	0,5	-1,3
III	-0,2	-0,6	-1,3	-1,3	-0,2	0,2	0,6	0,0
<i>tasas de variación interanual</i>								
2004	2,3	12,0	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	0,4	3,6	2,2	2,7	3,5	1,7	1,2
IV	2,5	0,7	3,2	1,7	1,7	3,4	1,8	-0,8
2008 I	2,3	1,5	2,6	2,8	2,3	2,7	1,2	0,5
II	1,6	2,3	1,2	1,5	0,8	2,5	1,3	0,4
III	0,7	2,5	-1,1	0,2	0,0	2,0	1,5	-0,3
<i>contribuciones a las tasas de crecimiento intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
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	0,5	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	-
II	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-
III	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de crecimiento interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
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	0,3	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	
	% del total ¹⁾	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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	1,4	104,0	1,4	1,5	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	113,6	3,0	2,6	2,0	1,9	5,3	0,6	-2,7	1,2	5,5	-0,5
2008 I	2,4	113,4	2,5	1,9	1,8	1,6	5,0	0,3	-1,6	0,6	4,4	1,3
II	0,7	112,1	1,1	1,3	1,0	0,5	4,0	-1,2	-2,6	-0,9	1,6	-2,3
III	-1,8	110,4	-1,5	-1,6	-2,0	-2,0	-0,1	-2,8	-6,1	-2,3	0,3	-3,4
2008 Jun	-0,7	111,1	-0,4	-0,4	-0,7	-0,9	1,7	-1,2	-4,1	-0,7	-1,0	-2,8
Jul	-1,4	110,6	-1,1	-1,2	-1,3	-1,7	-0,1	-1,5	-5,3	-0,8	0,3	-3,4
Ago	-1,0	111,3	-0,6	-0,9	-1,4	0,1	0,8	-3,6	-6,1	-3,2	0,4	-2,9
Sep	-2,7	109,3	-2,5	-2,6	-3,1	-3,9	-0,8	-3,4	-6,8	-2,8	0,1	-3,7
Oct	-5,5	107,6	-5,7	-5,9	-6,1	-7,9	-5,4	-3,8	-8,9	-2,9	-1,5	-4,3
Nov	.	105,9	-7,7	-7,9	-8,4	-11,2	-8,0	-3,8	-10,3	-2,7	-3,6	.
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2008 Jun	-0,3	-	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5	0,6	0,3	0,7	0,4	-0,8
Jul	-0,3	-	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,3	-1,1	-0,1	0,8	-0,1
Ago	0,5	-	0,7	0,6	0,7	1,1	1,2	-0,2	0,8	-0,4	1,2	0,0
Sep	-1,6	-	-1,8	-1,9	-2,2	-3,1	-1,9	-1,0	-2,5	-0,8	-0,5	-0,8
Oct	-1,3	-	-1,6	-1,7	-1,7	-2,4	-2,3	-0,2	-1,8	0,0	-0,4	-0,1
Nov	.	-	-1,6	-1,7	-1,8	-2,8	-1,8	-0,3	-2,4	0,1	-1,5	.

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			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% 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		
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,3	106,8	1,4	0,8	1,8	2,6	1,4	942	1,5
2006	119,3	9,3	119,3	7,7	2,9	108,5	1,5	0,3	2,5	2,7	4,4	973	3,3
2007	128,9	8,3	126,6	6,3	2,4	109,5	0,9	-0,3	1,8	3,2	2,0	965	-0,9
2007 IV	132,3	8,3	127,9	5,2	2,1	109,2	-0,3	-0,8	0,1	0,2	-1,3	978	-0,8
2008 I	130,7	3,7	131,6	4,4	3,1	108,9	-0,2	-1,5	0,6	0,1	-1,4	941	-1,5
II	128,2	0,1	132,3	6,3	1,9	108,0	-1,6	-2,4	-1,0	-2,4	-2,3	905	-4,9
III	124,9	-1,3	131,0	3,9	2,1	108,1	-1,4	-2,1	-0,9	-1,0	-3,5	891	-9,0
2008 Jun	125,9	-6,7	132,8	4,1	0,9	107,6	-3,2	-4,2	-2,5	-3,2	-4,8	881	-8,9
Jul	128,5	3,2	131,9	6,3	2,0	108,0	-1,5	-2,2	-0,9	0,1	-3,1	883	-8,7
Ago	126,4	-6,6	132,4	-2,3	2,0	108,1	-1,7	-2,1	-1,6	-2,9	-4,0	923	-6,1
Sep	119,8	-1,6	128,6	6,7	2,4	108,3	-1,1	-1,8	-0,4	-0,4	-3,5	868	-11,5
Oct	113,7	-15,4	125,3	-2,6	0,3	107,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,5	-4,1	841	-14,6
Nov	.	.	.	.	0,6	107,8	-1,5	-1,3	-1,5	.	.	803	-18,4
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2008 Jun	-	-0,2	-	1,2	-0,6	-	-0,8	-0,7	-0,8	-2,8	-1,7	-	-2,3
Jul	-	2,0	-	-0,7	0,5	-	0,3	-0,2	0,6	2,3	1,1	-	0,2
Ago	-	-1,6	-	0,4	0,2	-	0,1	0,4	0,0	-1,7	-0,3	-	4,5
Sep	-	-5,3	-	-2,9	0,3	-	0,2	0,4	0,2	2,6	-0,8	-	-6,0
Oct	-	-5,1	-	-2,6	-1,1	-	-1,0	-0,8	-1,1	-3,2	-0,5	-	-3,1
Nov	-	.	-	.	0,5	-	0,6	0,5	0,6	.	.	-	-4,4

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				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ³⁾	Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial					Total ⁴⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005	97,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,3	2	0	6	13	83,3	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,4	4	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2008	89,9	-9	-15	11	-2	.	-18	-10	-25	23	-14
2007 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	83,4	-15	-10	-22	13	-14
III	88,5	-10	-15	12	-2	82,3	-19	-12	-28	23	-15
IV	74,0	-25	-36	18	-22	.	-26	-11	-34	44	-15
2008 Jul	89,5	-8	-13	11	1	82,9	-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	-36	17	-22	-	-25	-11	-32	44	-15
Dic	67,1	-33	-47	22	-30	-	-30	-11	-39	55	-14

	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
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
2008	-14	-21	-7	-7	-6	16	1	2	-5	4	7
2007 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
IV	-24	-31	-16	-15	-16	17	-13	-12	-20	-9	-6
2008 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	-32	-16	-13	-11	15	-12	-12	-21	-8	-7
Dic	-27	-35	-20	-19	-22	18	-17	-17	-27	-15	-10

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	7,7	25,4	15,8	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	138,451	0,8	0,7	1,4	-2,0	-1,4	1,3	1,3	2,4	1,3
2005	139,779	1,0	1,1	0,4	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,4	1,5
2006	142,055	1,6	1,8	0,7	-1,8	-0,3	2,6	1,6	3,9	1,9
2007	144,634	1,8	2,0	0,8	-1,2	0,3	3,9	1,8	4,1	1,4
2007 III	145,030	1,9	2,0	1,5	-1,4	0,2	3,6	2,3	3,9	1,5
IV	145,454	1,8	2,0	0,5	-1,6	0,2	2,4	2,3	3,9	1,5
2008 I	145,961	1,7	1,8	0,6	-1,4	0,5	0,8	2,4	3,7	1,2
II	146,205	1,3	1,5	0,0	-2,3	0,4	-1,2	1,8	2,9	1,6
III	146,109	0,8	1,1	-0,8	-2,1	0,1	-2,8	1,1	2,1	1,6
	<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>									
2007 III	0,635	0,4	0,4	0,4	-1,0	0,0	-0,1	0,8	0,8	0,5
IV	0,424	0,3	0,5	-0,8	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,7	0,5
2008 I	0,507	0,3	0,3	0,4	0,5	0,3	0,0	0,5	0,9	0,1
II	0,244	0,2	0,2	-0,2	-1,2	0,1	-1,2	0,3	0,4	0,5
III	-0,096	-0,1	0,0	-0,6	-0,8	-0,3	-1,5	0,0	-0,1	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	13,094	8,8	10,156	7,7	2,938	17,1	6,555	7,9	6,539	9,9
2005	13,285	8,8	10,342	7,8	2,943	17,2	6,699	8,0	6,586	9,9
2006	12,514	8,3	9,779	7,3	2,735	16,2	6,214	7,4	6,301	9,3
2007	11,357	7,4	8,880	6,5	2,477	14,8	5,587	6,6	5,770	8,4
2007 III	11,317	7,4	8,835	6,5	2,482	14,7	5,585	6,6	5,732	8,3
IV	11,135	7,2	8,695	6,3	2,441	14,6	5,489	6,5	5,647	8,2
2008 I	11,150	7,2	8,703	6,3	2,447	14,5	5,497	6,5	5,653	8,2
II	11,419	7,4	8,887	6,4	2,533	15,1	5,703	6,7	5,716	8,2
III	11,637	7,5	9,058	6,5	2,579	15,4	5,932	6,9	5,705	8,2
2008 Jun	11,505	7,4	8,956	6,5	2,549	15,2	5,775	6,8	5,730	8,2
Jul	11,538	7,4	8,994	6,5	2,544	15,2	5,840	6,8	5,697	8,2
Ago	11,614	7,5	9,051	6,5	2,563	15,3	5,916	6,9	5,698	8,2
Sep	11,758	7,6	9,128	6,6	2,630	15,7	6,039	7,1	5,719	8,2
Oct	11,978	7,7	9,265	6,7	2,712	16,1	6,213	7,2	5,765	8,2
Nov	12,180	7,8	9,405	6,8	2,775	16,4	6,384	7,4	5,796	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	Hogares		Empresas		Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital	
			3	4	5	6								
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		
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,1	25,1	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	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	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	2,2	1,9	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,2	10,5	4,9	3,3	25,4	2,2	1,9	4,0	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	2,2	1,8	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,0	3,0	25,1	2,2	1,7	3,9	2,5	1,4	0,1	44,4
2006	46,8	42,9	10,2	5,0	2,9	24,8	2,1	1,7	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,2	42,4	10,0	5,0	3,0	24,4	2,1	1,6	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
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,6	19,9	10,6	4,8	4,9	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,5	3,9	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	2,0	19,8	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,2	1,9	2,2	8,1	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3
2007	-0,6	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,3	20,1	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,2

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

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2004	-0,2	-3,8	1,4	-7,5	-0,3	-3,6	-3,5	-4,1	-1,2	-4,7	-1,7	-4,4	-3,4	-2,2	-2,3	2,4
2005	-2,6	-3,3	1,7	-5,1	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	-0,1	-2,8	-0,3	-1,5	-6,1	-1,4	-2,8	2,9
2006	0,3	-1,5	3,0	-2,8	2,0	-2,4	-3,4	-1,2	1,3	-2,3	0,6	-1,5	-3,9	-1,2	-3,5	4,1
2007	-0,3	-0,2	0,2	-3,5	2,2	-2,7	-1,6	3,5	3,2	-1,8	0,3	-0,4	-2,6	0,5	-1,9	5,3

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

- 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.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				Otros acreedores ³⁾
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				
						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
1998	72,9	61,2	6,1	5,2	0,3	8,2	64,7	8,0	15,5	26,3	31,0	71,1	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	7,0	13,6	27,8	30,7	70,0	2,0
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,8	6,3	13,4	27,8	28,1	67,5	1,8
2001	68,2	57,1	6,1	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,7	1,5
2002	68,1	56,7	6,3	4,7	0,4	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,3
2003	69,2	57,0	6,5	5,0	0,6	7,8	61,4	5,1	14,9	26,0	28,3	68,3	0,9
2004	69,6	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,8	14,9	26,2	28,5	68,7	0,9
2005	70,2	57,7	6,7	5,2	0,5	7,9	62,3	4,7	14,9	25,6	29,7	69,2	1,0
2006	68,5	56,0	6,5	5,4	0,5	7,5	61,0	4,5	14,5	24,1	29,9	67,8	0,7
2007	66,3	54,2	6,3	5,3	0,6	7,5	58,8	4,2	14,2	22,6	29,5	65,8	0,5

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2004	94,3	65,6	29,4	98,6	46,2	64,9	103,8	70,2	6,3	72,1	52,4	64,8	58,3	27,2	41,4	44,1
2005	92,1	67,8	27,3	98,8	43,0	66,4	105,9	69,1	6,1	69,9	51,8	63,7	63,6	27,0	34,2	41,3
2006	87,8	67,6	24,7	95,9	39,6	63,6	106,9	64,6	6,6	63,8	47,4	62,0	64,7	26,7	30,4	39,2
2007	83,9	65,1	24,8	94,8	36,2	63,9	104,1	59,5	7,0	62,2	45,7	59,5	63,6	23,4	29,4	35,1

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- 1) 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.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la 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⁾											Otros ¹⁰⁾
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP						Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen		
	1	2	3	Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital	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	0,0	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	
2002 III	43,5	43,1	11,2	12,8	15,5	1,9	0,7	0,4	0,3	39,7
IV	49,0	48,4	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,0
2003 I	41,9	41,4	9,8	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,4
II	46,0	44,6	12,0	12,9	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,7
III	42,6	42,1	10,8	12,5	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,0
IV	49,3	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 I	41,3	40,9	9,6	12,8	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
II	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	1,0	0,8	0,6	41,0
III	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,6	0,5	0,3	39,0
IV	49,1	48,1	13,0	14,3	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,9
2005 I	42,0	41,5	9,9	13,0	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
II	44,6	44,0	11,8	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,4
III	43,3	42,6	11,0	12,9	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,4
IV	49,2	48,4	13,4	14,3	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 I	42,4	41,9	10,2	13,3	15,1	1,7	0,8	0,5	0,3	38,9
II	45,7	45,2	12,4	13,6	15,1	2,0	1,3	0,5	0,3	41,4
III	43,6	43,2	11,5	12,9	15,2	1,9	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	49,5	48,9	14,1	14,3	15,9	2,9	0,8	0,6	0,3	44,6
2007 I	42,2	41,8	10,3	13,4	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
II	46,2	45,8	13,0	13,6	15,0	2,0	1,4	0,4	0,3	41,9
III	43,8	43,3	12,1	12,8	15,0	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
IV	49,7	49,2	14,5	14,2	15,8	2,9	0,9	0,5	0,3	44,8
2008 I	42,3	41,9	10,6	13,0	14,9	1,7	0,8	0,4	0,2	38,7
II	45,5	45,1	12,9	13,0	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	41,2
III	43,2	42,8	11,8	12,4	15,1	1,9	0,8	0,4	0,3	39,6

2. Zona del euro - empleos y déficit/superávit, datos trimestrales

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital				
2002 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	21,5	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	0,0
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	23,9	20,5	1,1	3,1	2,0	1,2	-2,2	0,7
II	44,8	41,6	9,9	4,8	3,2	23,7	20,7	1,1	3,2	2,3	0,8	1,4	4,6
III	45,1	41,4	9,6	4,7	3,0	24,0	20,8	1,2	3,7	2,5	1,2	-1,3	1,7
IV	50,2	45,1	10,7	5,7	2,8	25,9	22,1	1,4	5,1	3,3	1,8	-0,5	2,3
2008 I	44,5	41,3	9,8	4,6	2,9	24,1	20,5	1,2	3,2	2,0	1,1	-2,2	0,7
II	45,1	41,8	10,1	4,9	3,1	23,7	20,6	1,1	3,3	2,4	1,0	0,4	3,5
III	45,6	42,1	9,7	4,9	3,1	24,3	21,1	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,4	0,8

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-15. Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero²⁾

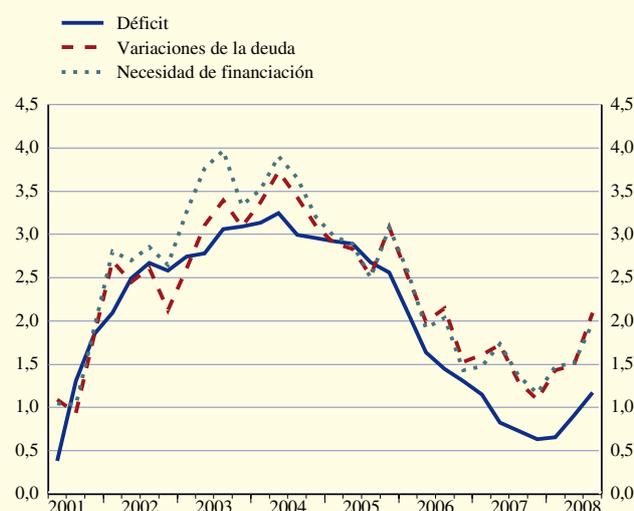
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2005 IV	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3
2006 I	70,5	2,5	11,7	4,9	51,3
II	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
III	70,1	2,5	11,6	4,7	51,2
IV	68,5	2,5	11,4	4,1	50,4
2007 I	68,8	2,4	11,5	4,8	50,1
II	68,9	2,2	11,2	5,1	50,4
III	68,0	2,1	11,1	5,2	49,6
IV	66,3	2,2	10,8	4,3	49,0
2008 I	67,2	2,2	11,1	5,0	49,0
II	67,5	2,1	11,0	5,0	49,3
III	67,5	2,1	10,9	5,6	48,9

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Deficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7				Acciones y otras participaciones 8
2005 IV	-0,6	-1,4	-2,0	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	-1,5	-0,6
2006 I	4,8	-2,9	1,9	1,2	1,0	0,1	0,6	-0,5	-0,4	1,0	5,1
II	3,3	0,2	3,5	3,2	2,5	0,0	0,4	0,2	0,6	-0,3	2,6
III	1,2	-1,7	-0,5	-0,8	-0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,1	1,0
IV	-2,8	-0,9	-3,7	-2,2	-1,4	-0,6	-0,2	-0,2	-0,1	-1,4	-2,7
2007 I	4,9	-2,2	2,7	2,1	1,0	0,1	0,6	0,3	-0,2	0,8	5,1
II	3,6	1,4	5,1	4,8	4,1	0,0	0,5	0,2	0,1	0,2	3,6
III	-0,4	-1,3	-1,8	-1,6	-2,1	0,2	0,4	0,0	0,0	-0,2	-0,4
IV	-3,4	-0,5	-3,9	-2,9	-2,2	-0,1	-0,6	0,0	-0,1	-0,9	-3,3
2008 I	6,1	-2,2	3,9	2,2	1,9	0,0	0,1	0,3	0,0	1,7	6,2
II	3,8	0,4	4,1	2,4	2,0	0,2	0,1	0,0	0,1	1,7	3,7
III	2,0	-2,4	-0,4	-0,7	-1,6	0,1	0,2	0,6	0,5	-0,1	1,5

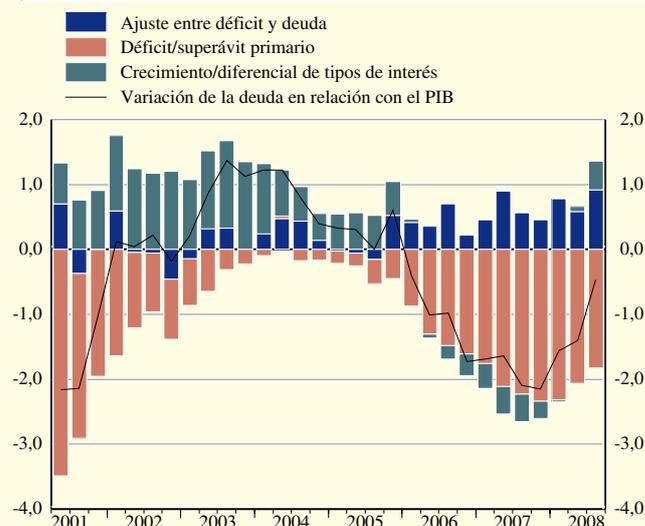
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(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

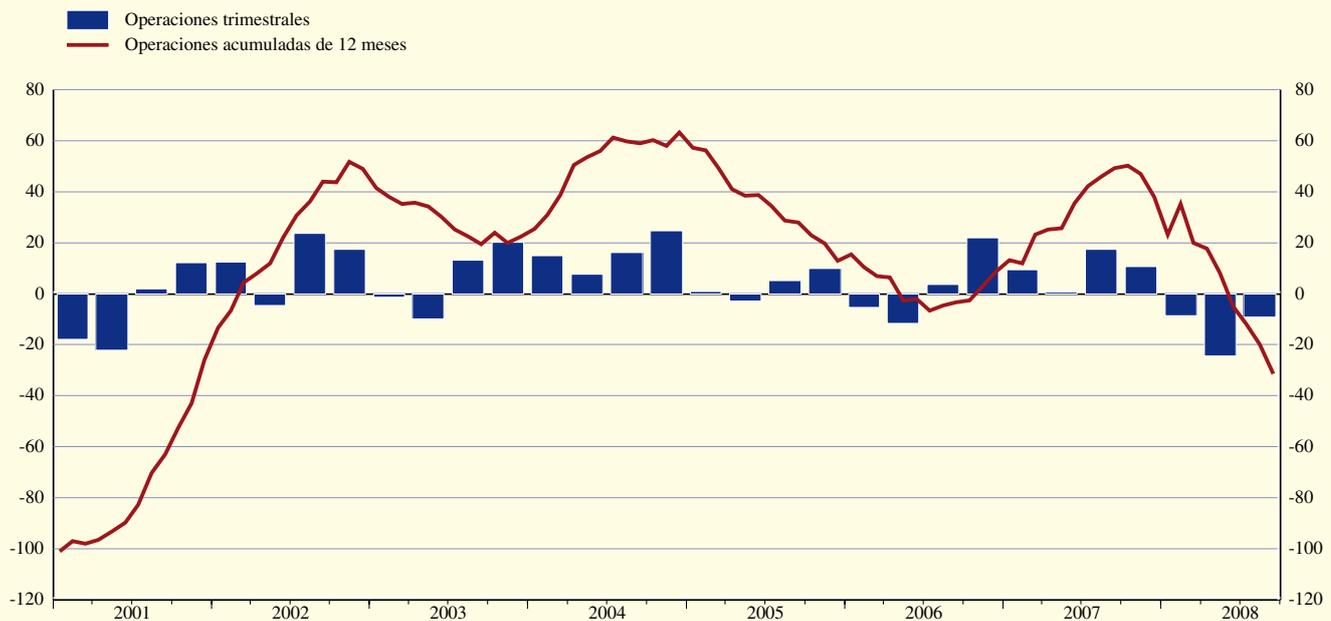
7.1 Resumen de la balanza de pagos¹⁾

(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	-9,1	-5,9	15,6	3,9	-22,7	2,0	-7,1	-41,1	-40,5	17,4	-1,0	-19,2	2,2	48,2
2007 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	-4,2	-2,9	4,6	2,1	-7,9	0,5	-3,7	-5,8	-18,5	44,5	2,8	-36,1	1,4	9,5
Oct	-4,8	2,3	2,7	1,2	-11,1	0,0	-4,8	75,3	-14,1	121,7	24,0	-47,8	-8,6	-70,4
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2008 Oct	-40,7	4,0	52,7	-9,6	-87,8	15,1	-25,6	90,5	-217,5	222,3	-23,5	116,0	-6,8	-64,9

C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

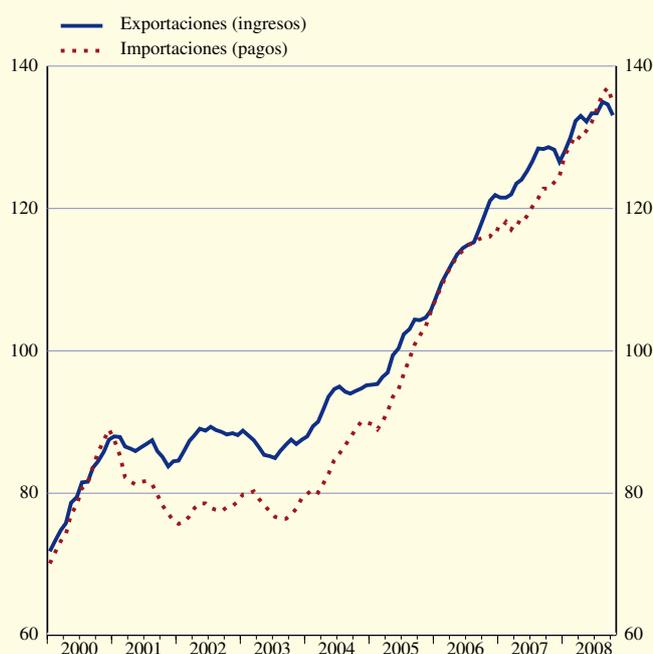
(mm de euros; operaciones)

1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente													Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes				Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
											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	695,1	704,2	-9,1	398,9	404,8	136,0	120,4	145,8	142,0	14,4	-	37,1	-	4,7	2,7
2008 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	238,7	242,9	-4,2	138,1	141,0	44,6	40,0	50,6	48,5	5,4	-	13,3	-	1,4	0,9
Oct	239,2	244,0	-4,8	143,1	140,8	43,9	41,1	47,5	46,3	4,7	-	15,7	-	0,9	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	716,0	-17,1	403,8	410,8	126,0	114,0	151,5	153,4	17,6	-	37,9	-	-	-
2008 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	239,4	-8,8	131,6	136,3	42,0	39,6	50,2	50,2	6,7	-	13,3	-	-	-
Oct	227,9	234,3	-6,4	130,5	129,5	41,9	39,1	49,8	50,2	5,8	-	15,5	-	-	-

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			Beneficios reinvertidos	Ingresos	Pagos	Beneficios reinvertidos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
			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	Dinamarca	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	97,8	56,7	41,1	4,3	2,5	1,8	71,7	31,2	-49,8	-32,3	1,0	77,0	57,8	-2,2
2008 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	17,3	11,5	5,8	.	.	.	35,2	16,7	-86,9	-42,4	-2,8	73,3	37,2	-1,4
Oct	-88,3	-13,0	-75,3	.	.	.	18,0	3,9	-131,0	-9,3	-24,0	40,2	-7,6	8,6
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	6,7	.	.	.	.	10,2	6,0	5,7	5,0	.	6,9	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)

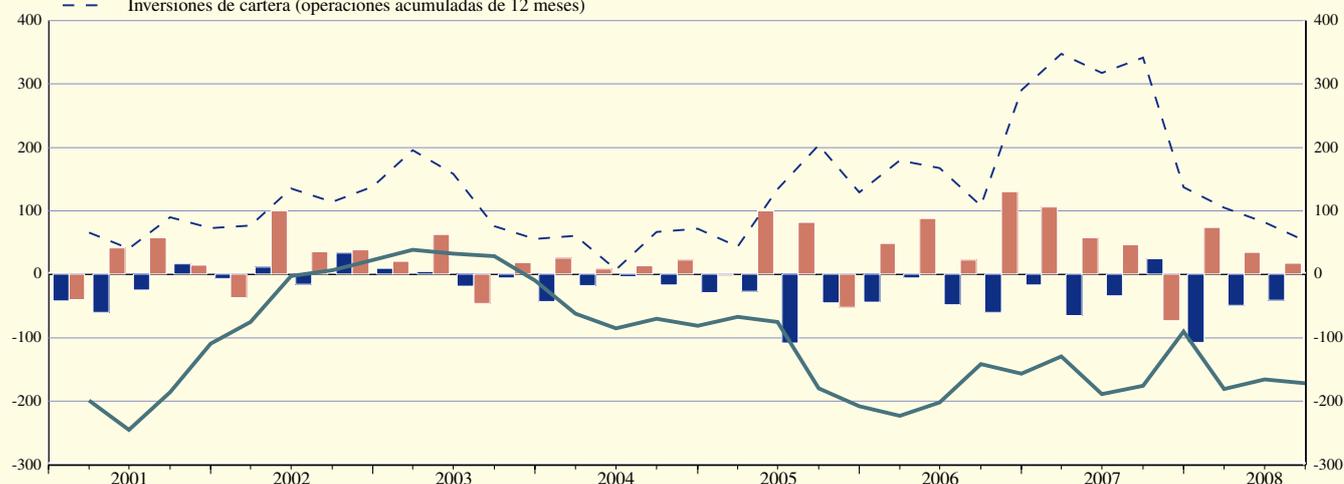
2. Inversiones directas

	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	62,8	-7,4	70,2	8,9	-0,2	9,1	31,2	21,9	1,3	20,6	9,3	1,2	8,1
2008 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	17,3	13,5	-0,6	14,1	16,7	10,0	0,3	9,7	6,7	0,3	6,5
Oct	18,0	13,5	3,0	10,5	4,5	0,0	4,5	3,9	3,9	-1,0	4,9	0,0	0,2	-0,2
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	1,2	4,7	10,7	23,0	10,5

C33 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)

- Inversiones directas (operaciones trimestrales)
- Inversiones de cartera (operaciones trimestrales)
- Inversiones directas (operaciones acumuladas de 12 meses)
- - - Inversiones de cartera (operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
							Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
		Total	IFM	No IFM			Total	IFM	No IFM			Total	IFM	No IFM		
				Euro-sistema	AAPP				Euro-sistema	AAPP				Euro-sistema	AAPP	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2006	4.370,2	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	-49,8	-27,4	-11,7	0,1	-15,7	-	6,8	-3,0	0,0	9,8	-	-29,1	-26,7	0,1	-2,4	-
2008 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	-86,9	-26,4	-11,5	0,0	-14,9	.	-7,1	-6,0	-0,5	-1,1	.	-53,4	-53,3	0,1	-0,1	.
Oct	-131,0	-48,7	-11,6	0,0	-37,1	.	-30,3	-13,0	-0,2	-17,2	.	-52,0	-30,5	0,0	-21,6	.
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	IFM	No IFM	
				AAPP				AAPP				AAPP	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
III	-32,3	-93,0	-36,1	-56,8	60,9	25,1	35,8	-	-0,3	-37,9	37,6	-	
2008 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	-42,4	-89,3	.	.	29,5	.	.	.	17,4	.	.	.	
Oct	-9,3	-43,4	.	.	-22,9	.	.	.	57,0	.	.	.	
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	
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	
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	
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	
III	5,0	-3,7	2,4	-5,8	13,8	13,6	13,9	-	5,2	-6,7	16,2	-	

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
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	77,0	-1,9	-	-	82,2	-	-	-8,5	-	-	-8,5	5,2	-	-	-1,4
2008 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	73,3	-0,1	-	-	73,4	-	-	1,6	-	-	1,0	-1,7	-	-	-3,3
Oct	40,2	-6,4	-	-	25,1	-	-	0,3	-	-	-2,8	21,2	-	-	14,9
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	6,9	4,5	-	-	7,6	-	-	-5,7	-	-	-33,2	6,3	-	-	-11,2

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
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	57,8	106,2	-	-	-29,9	-	-	2,9	-	-	-	-21,4	-	-	-
2008 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	37,2	105,5	-	-	-46,9	-	-	2,0	-	-	-	-23,4	-	-	-
Oct	-7,6	131,6	-	-	-180,8	-	-	6,8	-	-	-	34,9	-	-	-
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		
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos	Activos	Pasivos	
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores					Derivados financieros	Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados
							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 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	254,4	-250,8
Nov	393,4	223,8	349,718	5,0	7,1	157,5	9,1	12,8	139,1	-	-	-	-3,5	0,0	255,1	-245,5
	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
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2007	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
Inversiones directas	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.

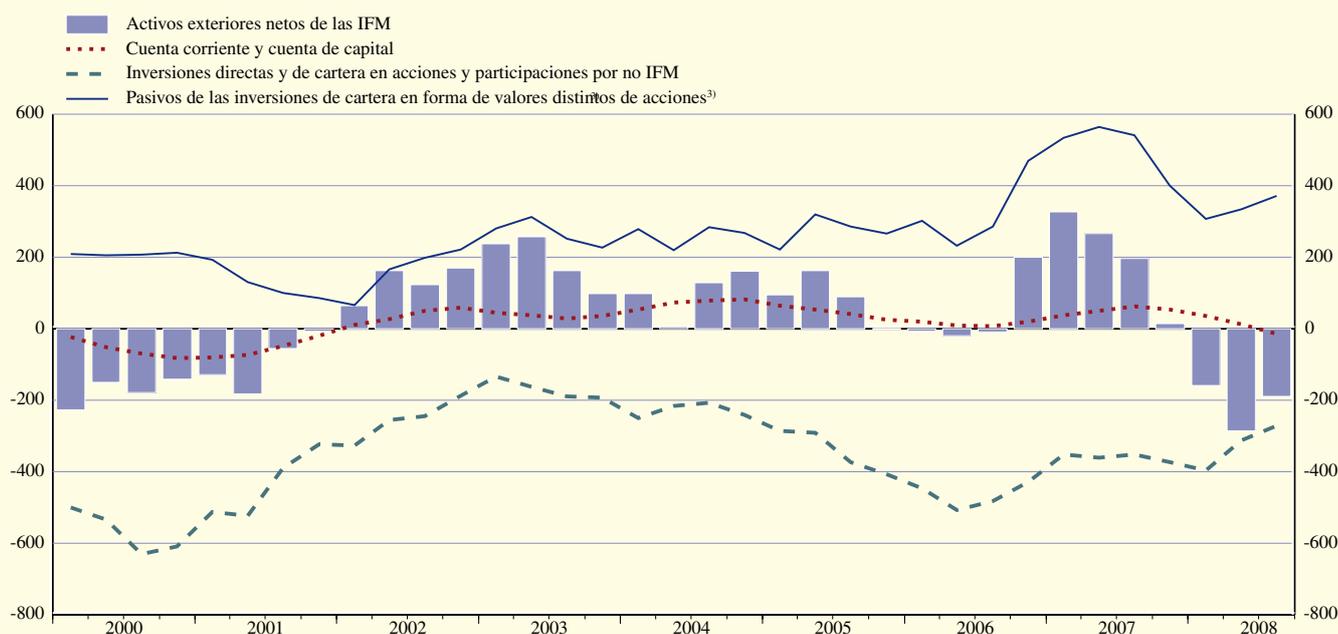
7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(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	-7,1	-79,3	30,0	8,4	-88,9	96,2	3,3	-18,5	-1,0	48,2	-8,8	28,5
2007 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	-3,7	-31,4	16,4	16,1	-52,9	83,4	0,1	-21,4	2,8	9,5	18,9	36,6
Oct	-4,8	-15,0	3,7	75,9	-42,9	59,0	-21,5	41,6	24,0	-70,4	49,7	55,1
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2008 Oct	-24,5	-315,9	115,5	-31,3	-179,9	422,0	-96,6	43,6	-23,5	-61,6	-152,2	-146,4

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, veáanse las Notas Generales.
- 2) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.
- 3) Excluidos valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona del euro.

7.5 Comercio exterior de bienes

1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2005	7,8	13,4	1.237,7	604,5	271,2	328,6	1.068,3	1.226,2	724,1	210,3	272,9	846,5	187,0
2006	11,7	13,7	1.384,7	686,9	296,5	365,1	1.183,0	1.396,9	857,3	216,4	304,3	943,9	224,6
2007	8,6	6,4	1.504,4	740,6	327,2	396,0	1.277,1	1.483,1	905,2	231,9	326,2	1.016,7	225,4
2007 IV	5,6	7,8	382,8	188,8	82,9	100,5	322,7	382,0	236,4	57,5	83,0	253,3	65,1
2008 I	6,9	8,5	396,2	196,1	84,2	104,2	332,8	396,2	248,5	57,6	82,4	257,7	70,2
II	8,3	10,8	398,2	198,6	84,0	103,2	333,5	401,4	255,9	55,0	82,6	255,8	75,2
III	5,2	11,9	400,7	199,6	84,4	101,7	331,2	416,7	265,5	56,5	82,9	260,2	84,6
2008 May	3,5	6,6	130,3	64,7	27,4	33,6	109,2	131,5	84,3	18,0	27,2	84,6	24,3
Jun	4,7	10,4	131,2	65,4	27,8	33,7	110,9	134,4	86,0	18,0	27,4	85,7	27,0
Jul	9,4	14,8	135,0	67,7	28,5	34,6	110,9	141,0	90,0	19,4	27,9	86,8	30,6
Ago	-3,1	5,7	131,7	66,0	26,7	32,8	110,4	137,2	87,7	18,3	27,2	87,0	28,1
Sep	8,7	14,9	134,1	65,9	29,2	34,3	109,9	138,5	87,8	18,8	27,9	86,4	25,8
Oct	0,6	3,0	130,7	.	.	.	108,4	132,1	.	.	.	84,6	.
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	120,8	141,5	139,7	134,7	108,4
2007 IV	3,5	2,1	144,0	142,0	154,9	142,7	144,3	127,0	120,4	141,2	141,8	135,1	108,4
2008 I	4,0	-1,8	146,6	144,0	154,6	146,4	147,5	126,1	120,2	139,8	139,0	135,4	109,7
II	5,8	-1,3	146,4	143,6	155,1	145,2	148,0	123,6	117,0	135,3	141,8	135,0	103,0
III	1,0	-3,7	144,6	140,9	154,0	141,5	144,6	121,1	113,2	137,2	137,6	132,9	106,8
2008 May	1,8	-5,2	144,4	140,8	152,4	143,2	146,5	121,9	116,0	133,2	141,2	134,3	100,4
Jun	1,4	-3,7	143,0	140,2	153,4	140,7	146,6	120,4	112,9	132,4	140,2	134,6	101,4
Jul	5,2	-1,8	145,8	143,1	155,6	143,8	145,2	121,9	113,3	142,8	139,7	134,1	108,2
Ago	-6,8	-9,9	143,0	139,8	147,4	138,1	145,2	119,2	111,2	133,3	136,2	133,5	106,1
Sep	4,1	0,4	144,9	139,8	159,2	142,6	143,5	122,3	115,0	135,4	137,0	131,2	106,0
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 me- moría: Ind. manufac- turera	Total (índice 2005 = 100)	Total				Pro me- moría: Ind. manufac- turera		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% 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
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	3,0	0,6	2,7	33,6	3,1	121,6	11,3	3,1	-2,7	1,5	41,9	1,8
2008 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
Sep	107,2	3,3	3,2	0,9	2,5	28,1	3,1	119,1	8,6	4,1	-2,3	1,9	28,9	1,9
Oct	106,7	2,9	3,2	1,4	3,2	8,1	2,7	114,6	3,7	3,4	-1,5	3,2	9,2	1,5
Nov	105,7	1,6	2,1	1,8	3,3	-14,6	1,6	110,2	-1,8	1,9	-0,4	4,0	-10,1	0,5

Fuente: Eurostat.

- Grupos de productos según la clasificación por destino económico. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en la sección 5.1 del cuadro 3, debido a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.
- Los precios industriales de exportación se refieren a las operaciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, 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
	1	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	6	7	8	9	China	Japón	13	14	15	
Exportaciones (f.o.b.)															
2004	1.144,3	25,8	42,1	204,5	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	108,5
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	296,3	60,3	34,3	87,5	61,6	134,5
2007 II	370,8	8,4	13,8	55,8	54,1	16,6	20,0	9,9	48,7	73,0	14,7	8,8	21,5	15,5	33,6
2007 III	382,7	8,5	14,2	58,8	56,8	17,3	20,7	10,3	49,3	75,3	15,6	8,5	22,2	15,6	33,7
2007 IV	382,8	8,5	13,7	57,7	57,5	17,6	20,9	10,6	47,5	76,1	15,7	8,3	22,4	15,6	34,6
2008 I	396,2	8,8	13,9	57,4	60,2	19,4	21,0	11,9	49,0	78,8	16,8	8,5	24,0	16,1	35,7
2008 II	398,2	8,9	14,1	57,5	61,1	19,6	22,1	11,2	47,0	78,1	16,9	8,5	24,9	16,5	37,2
2008 III	400,7	9,0	13,9	56,0	62,3	20,1	21,7	10,8	46,2	76,7	16,0	8,2	26,6	18,0	39,4
2008 May	130,3	3,0	4,7	18,6	20,0	6,5	7,3	3,6	15,0	25,8	5,5	2,8	8,2	5,5	12,0
2008 Jun	131,2	3,0	4,7	18,8	20,3	6,6	7,3	3,6	15,5	25,9	5,6	2,8	8,5	5,6	11,3
2008 Jul	135,0	3,0	4,7	19,0	20,8	6,8	7,2	3,8	15,1	25,8	5,6	2,8	8,8	6,0	13,9
2008 Ago	131,7	3,0	4,6	18,6	20,6	6,6	7,2	3,5	15,4	25,4	5,2	2,7	8,9	5,8	12,2
2008 Sep	134,1	3,0	4,6	18,4	21,0	6,7	7,2	3,5	15,7	25,6	5,2	2,7	8,9	6,2	13,2
2008 Oct	130,7	.	.	.	.	6,6	7,3	3,2	14,8	25,6	5,5	2,7	8,8	6,3	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
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	1.075,0	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	75,7
2005	1.226,2	26,5	42,3	153,2	127,8	76,2	58,1	25,5	119,8	363,5	118,1	53,2	96,0	53,8	83,4
2006	1.396,9	28,6	47,9	167,2	152,3	95,6	62,3	29,4	125,9	418,6	144,5	57,0	110,5	66,2	92,6
2007	1.483,1	28,5	52,0	168,6	174,7	97,9	67,2	32,4	131,6	450,5	171,2	58,7	114,2	75,1	90,4
2007 II	363,1	7,2	12,9	42,0	42,8	24,0	16,5	7,9	32,1	109,2	40,4	14,5	27,4	18,3	22,8
2007 III	376,1	7,4	13,0	43,0	45,0	23,7	17,2	8,2	33,2	114,8	44,5	14,9	28,1	18,9	23,7
2007 IV	382,0	6,9	13,3	42,7	45,2	27,4	16,5	8,4	32,7	114,3	43,5	14,5	31,6	19,7	23,4
2008 I	396,2	7,2	13,8	43,6	47,6	28,0	17,0	8,3	34,2	117,7	43,8	14,9	34,3	19,8	24,6
2008 II	401,4	7,7	13,2	41,5	48,4	29,2	17,4	8,4	33,8	117,5	44,2	14,3	36,7	20,6	27,0
2008 III	416,7	8,0	13,1	42,0	49,0	32,1	17,8	8,2	34,6	122,8	47,6	14,4	37,6	20,8	30,5
2008 May	131,5	2,6	4,4	13,5	15,9	9,8	5,6	2,8	11,1	38,4	14,7	4,6	11,7	6,9	8,6
2008 Jun	134,4	2,4	4,3	13,8	16,0	9,4	5,9	2,8	11,4	39,6	14,8	4,7	12,5	6,7	9,5
2008 Jul	141,0	3,0	4,4	14,0	16,1	11,6	6,1	2,8	12,0	41,3	15,7	4,8	12,5	6,8	10,5
2008 Ago	137,2	2,4	4,4	14,1	16,6	10,1	5,8	2,7	11,1	41,1	16,0	4,9	13,0	7,0	8,9
2008 Sep	138,5	2,6	4,4	13,9	16,3	10,5	5,9	2,7	11,4	40,5	15,9	4,7	12,1	7,0	11,1
2008 Oct	132,1	.	.	.	.	8,9	5,9	2,7	10,9	39,8	16,0	4,5	10,6	6,9	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
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	6,1
Saldo															
2004	69,2	0,4	2,3	59,6	18,4	-20,7	13,3	8,6	59,3	-83,4	-52,0	-20,8	-8,4	-4,5	24,4
2005	11,5	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	25,0
2006	-12,2	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	29,0
2007	21,3	5,3	3,3	60,4	46,7	-30,8	14,9	8,6	63,5	-154,2	-110,9	-24,5	-26,8	-13,5	44,1
2007 II	7,7	1,2	0,9	13,8	11,3	-7,4	3,5	2,0	16,6	-36,2	-25,7	-5,7	-5,9	-2,8	10,8
2007 III	6,6	1,2	1,2	15,8	11,9	-6,4	3,5	2,1	16,1	-39,4	-28,9	-6,3	-5,9	-3,3	10,0
2007 IV	0,7	1,7	0,5	15,0	12,3	-9,8	4,4	2,3	14,8	-38,2	-27,8	-6,3	-9,2	-4,2	11,3
2008 I	0,0	1,6	0,1	13,8	12,6	-8,6	4,0	3,6	14,8	-38,9	-27,0	-6,4	-10,3	-3,7	11,1
2008 II	-3,3	1,2	0,9	16,0	12,7	-9,5	4,6	2,8	13,2	-39,4	-27,3	-5,8	-11,8	-4,1	10,2
2008 III	-16,0	1,0	0,8	14,0	13,3	-12,0	3,9	2,6	11,6	-46,1	-31,6	-6,2	-11,1	-2,8	8,9
2008 May	-1,2	0,4	0,3	5,0	4,1	-3,3	1,7	0,8	3,9	-12,6	-9,2	-1,8	-3,6	-1,5	3,4
2008 Jun	-3,2	0,6	0,4	4,9	4,3	-2,8	1,4	0,8	4,1	-13,7	-9,2	-1,9	-3,9	-1,2	1,8
2008 Jul	-6,1	0,0	0,3	5,0	4,7	-4,8	1,1	1,0	3,1	-15,5	-10,1	-2,0	-3,6	-0,8	3,5
2008 Ago	-5,5	0,6	0,2	4,5	4,0	-3,5	1,4	0,8	4,3	-15,7	-10,8	-2,2	-4,2	-1,2	3,3
2008 Sep	-4,4	0,4	0,2	4,5	4,7	-3,8	1,4	0,8	4,2	-14,9	-10,7	-2,0	-3,2	-0,8	2,1
2008 Oct	-1,3	.	.	.	.	-2,3	1,3	0,5	3,9	-14,3	-10,5	-1,8	-1,8	-0,6	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-22						TCE-42	
	Nominal 1	Real, IPC 2	Real, IPRI 3	Real, deflactor del PIB 4	Real, CLUM 5	Real, CLUT 6	Nominal 7	Real, IPC 8
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
2008	112,7	112,7	110,0	.	.	.	119,7	110,4
2007 IV	110,5	111,2	109,7	108,6	107,6	106,5	117,0	109,0
2008 I	112,7	113,2	111,5	111,0	110,6	108,7	119,4	110,8
II	115,7	115,6	113,2	114,1	114,1	112,3	122,6	113,2
III	113,7	113,2	110,3	112,2	112,0	110,3	120,4	110,6
IV	108,8	109,0	105,0	.	.	.	116,4	107,1
2007 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
Dic	112,0	112,3	107,5	-	-	-	119,9	110,4
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2008 Dic	4,9	5,4	5,1	-	-	-	5,0	5,2
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2008 Dic	0,7	0,5	-2,4	-	-	-	2,0	0,9

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

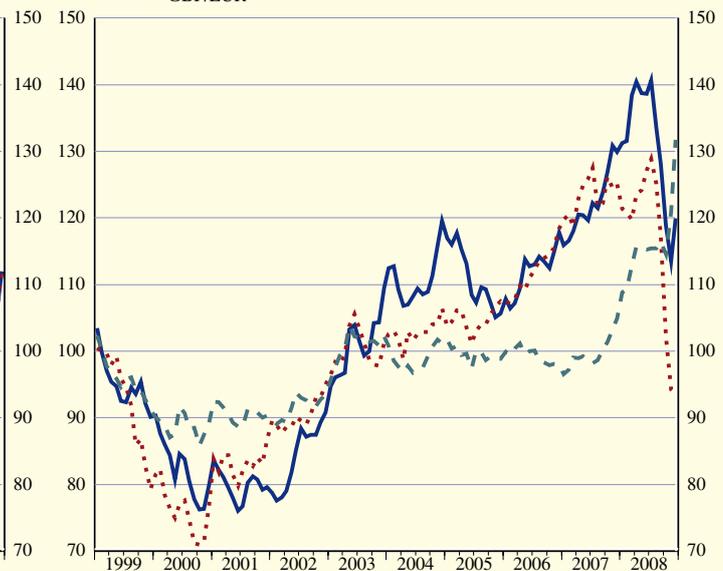
C36 Tipos de cambio bilaterales

(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 estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1.606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2008 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
2008 III	7,4592	9,4738	0,79504	1,5050	161,83	1,6115	1.600,93	11,7372	2,1010	1,5650	8,0604	1,6955
2008 IV	7,4512	10,2335	0,83907	1,3180	126,71	1,5249	1.796,44	10,2191	1,9588	1,5916	8,9328	1,9606
2008 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
2008 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
2008 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
2008 Sep	7,4583	9,5637	0,79924	1,4370	153,20	1,5942	1.630,26	11,1905	2,0549	1,5201	8,1566	1,7543
2008 Oct	7,4545	9,8506	0,78668	1,3322	133,52	1,5194	1.759,07	10,3368	1,9666	1,5646	8,5928	1,9345
2008 Nov	7,4485	10,1275	0,83063	1,2732	123,28	1,5162	1.783,12	9,8687	1,9183	1,5509	8,8094	1,9381
2008 Dic	7,4503	10,7538	0,90448	1,3449	122,51	1,5393	1.850,06	10,4240	1,9888	1,6600	9,4228	2,0105
	% variación sobre mes anterior											
2008 Dic	0,0	6,2	8,9	5,6	-0,6	1,5	3,8	5,6	3,7	7,0	7,0	3,7
	% variación sobre año anterior											
2008 Dic	-0,1	14,0	25,5	-7,7	-25,1	-7,2	36,4	-8,3	-5,8	13,5	17,6	20,4

	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	
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	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	31,262	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064	
2008 II	24,830	15,6466	0,6997	3,4528	248,04	3,4070	31,403	1,9558	3,6521	7,2556	1,9717	
2008 III	24,093	15,6466	0,7045	3,4528	236,07	3,3081	30,312	1,9558	3,5768	7,1827	1,8235	
2008 IV	25,344	15,6466	0,7090	3,4528	263,36	3,7658	30,350	1,9558	3,8165	7,1752	2,0261	
2008 Jun	24,316	15,6466	0,7032	3,4528	242,42	3,3736	30,322	1,9558	3,6556	7,2469	1,9206	
2008 Jul	23,528	15,6466	0,7035	3,4528	231,82	3,2591	30,319	1,9558	3,5764	7,2297	1,9128	
2008 Ago	24,287	15,6466	0,7039	3,4528	235,88	3,2920	30,334	1,9558	3,5271	7,1947	1,7669	
2008 Sep	24,497	15,6466	0,7060	3,4528	240,68	3,3747	30,283	1,9558	3,6248	7,1223	1,7843	
2008 Oct	24,768	15,6466	0,7093	3,4528	260,15	3,5767	30,459	1,9558	3,7479	7,1639	1,9612	
2008 Nov	25,193	15,6466	0,7092	3,4528	265,32	3,7326	30,385	1,9558	3,7838	7,1366	2,0342	
2008 Dic	26,120	15,6466	0,7084	3,4528	265,02	4,0044	30,196	1,9558	3,9227	7,2245	2,0894	
	% variación sobre mes anterior											
2008 Dic	3,7	0,0	-0,1	0,0	-0,1	7,3	-0,6	0,0	3,7	1,2	2,7	
	% variación sobre año anterior											
2008 Dic	-0,7	0,0	1,6	0,0	4,7	11,2	-9,6	0,0	11,0	-1,3	21,5	

	Real brasileño ¹⁾	Yuan renminbi chino	Corona islandesa	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano ^{b)}	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
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	2,6737	10,2236	146,25	14.165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475	
2008 II	2,5882	10,8687	119,09	14.460,45	5,0183	16,2919	2,0129	67,174	36,9108	12,1648	50,437	
2008 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 IV	3,0102	9,0155	264,12	14.469,21	4,6798	17,1856	2,2829	63,653	35,9649	13,0786	45,904	
2008 Jun	2,5185	10,7287	123,28	14.445,41	5,0666	16,0617	2,0424	68,903	36,7723	12,3467	51,649	
2008 Jul	2,5097	10,7809	123,61	14.442,77	5,1258	16,1119	2,0900	70,694	36,8261	12,0328	52,821	
2008 Ago	2,4103	10,2609	122,07	13.700,21	4,9843	15,1269	2,1097	67,307	36,2502	11,4680	50,697	
2008 Sep	2,5712	9,8252	131,33	13.430,23	4,9461	15,2805	2,1293	67,113	36,3727	11,5899	49,264	
2008 Oct	2,9112	9,1071	274,64	13.283,63	4,6895	16,8177	2,1891	63,882	35,2144	12,9341	45,872	
2008 Nov	2,8967	8,6950	242,95	14.984,85	4,5682	16,6735	2,2554	62,496	34,7964	12,8785	44,677	
2008 Dic	3,2266	9,2205	290,00	15.276,62	4,7755	18,0764	2,4119	64,505	37,8999	13,4275	47,107	
	% variación sobre mes anterior											
2008 Dic	11,4	6,0	19,4	1,9	4,5	8,4	6,9	3,2	8,9	4,3	5,4	
	% variación sobre año anterior											
2008 Dic	23,9	-14,2	219,3	12,2	-1,7	14,3	27,4	6,5	5,9	34,8	6,7	

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	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
IAPC											
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,7	2,3
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	.
2008 II	14,0	6,7	3,7	11,5	17,5	12,3	6,8	4,3	8,6	3,6	3,4
III	12,5	6,5	4,6	11,0	15,6	12,0	6,3	4,4	8,2	4,0	4,8
IV	9,0	4,4	3,0	8,7	11,9	9,4	4,2	3,6	6,9	2,7	.
2008 Ago	11,8	6,2	4,8	11,1	15,6	12,2	6,4	4,4	8,1	4,1	4,7
Sep	11,4	6,4	4,5	10,8	14,7	11,3	5,6	4,1	7,3	4,2	5,2
Oct	11,2	5,7	3,8	10,1	13,7	10,7	5,1	4,0	7,4	3,4	4,5
Nov	8,8	4,1	2,8	8,5	11,6	9,2	4,1	3,6	6,8	2,4	4,1
Dic	7,2	3,3	2,4	7,5	10,4	8,5	3,4	3,3	6,4	2,1	.
Déficit (-) superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB											
2005	1,9	-3,6	5,2	1,5	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,2	2,4	-3,4
2006	3,0	-2,7	5,1	2,9	-0,2	-0,4	-9,3	-3,8	-2,2	2,3	-2,7
2007	0,1	-1,0	4,9	2,7	0,1	-1,2	-5,0	-2,0	-2,6	3,6	-2,8
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB											
2005	29,2	29,8	36,4	4,5	12,4	18,4	61,7	47,1	15,8	50,9	42,3
2006	22,7	29,6	30,5	4,3	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	45,9	43,4
2007	18,2	28,9	26,2	3,5	9,5	17,0	65,8	44,9	12,9	40,4	44,2
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje: media del período											
2008 Jul	5,17	4,90	4,78	-	6,57	5,49	8,11	6,45	7,28	4,37	5,00
Ago	5,17	4,47	4,49	-	6,60	5,47	7,77	6,11	8,20	4,11	4,67
Sep	5,17	4,42	4,37	-	6,60	5,45	7,99	5,89	8,32	3,90	4,58
Oct	5,17	4,53	4,43	-	6,60	5,40	9,57	6,35	8,27	3,57	4,52
Nov	6,00	4,52	4,06	-	7,60	8,16	9,41	6,23	8,38	3,34	4,14
Dic	7,76	4,30	3,50	-	9,03	9,00	8,31	5,70	8,38	2,67	3,37
Tipo de interés a tres meses en porcentaje: media del período											
2008 Jul	7,19	4,11	5,38	6,37	6,23	5,77	8,99	6,62	11,41	5,09	5,83
Ago	7,31	3,81	5,38	6,35	6,26	5,75	8,33	6,52	12,11	5,12	5,77
Sep	7,32	3,81	5,42	6,34	6,35	5,80	8,62	6,56	13,00	5,33	5,91
Oct	7,69	4,19	5,99	6,69	10,03	7,00	8,95	6,80	18,21	5,27	6,13
Nov	7,89	4,24	6,08	7,25	12,19	7,86	-	6,74	15,24	4,50	4,45
Dic	7,74	3,89	5,29	7,84	13,94	9,20	11,18	6,38	14,70	2,75	3,20
PIB real											
2006	6,3	6,8	3,3	10,4	12,2	7,8	4,1	6,2	7,9	4,2	2,8
2007	6,2	6,0	1,6	6,3	10,3	8,9	1,1	6,7	6,0	2,5	3,0
2008 I	7,0	4,9	-0,7	0,2	5,1	7,0	1,1	6,1	8,2	1,7	2,6
II	7,1	4,6	0,6	-1,1	-0,9	5,3	1,6	5,8	9,3	0,7	1,7
III	6,8	4,2	-1,3	-3,5	-4,7	2,8	1,0	5,6	9,1	0,3	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	7,8	-3,3
2007	-20,6	-1,2	0,7	-16,9	-21,8	-12,8	-5,1	-3,6	-12,9	8,4	-2,6
2008 I	-25,1	4,1	-2,3	-11,2	-17,2	-15,2	-3,4	-3,6	-13,5	10,1	-0,9
II	-27,6	-4,7	3,4	-9,6	-12,5	-15,1	-6,8	-4,1	-14,7	5,0	-1,8
III	-13,8	-3,2	0,0	-6,6	-11,7	-8,4	-8,7	-3,9	-10,3	8,1	-2,0
Costes laborales unitarios											
2006	4,4	1,2	2,2	8,7	15,6	10,2	1,3	0,1	4,9	-0,4	2,2
2007	14,2	3,1	4,2	19,8	25,0	10,6	4,9	3,1	14,6	4,7	1,3
2008 I	16,8	4,9	7,1	19,4	23,6	10,9	-	-	-	2,2	1,3
II	17,7	3,3	3,8	15,2	20,4	11,4	-	-	-	0,8	1,5
III	13,0	2,3	.	19,6	25,1	12,0	-	-	-	2,2	1,8
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	7,0	5,4
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	6,1	5,3
2008 I	6,2	4,5	3,2	4,6	6,3	4,5	7,7	7,8	5,7	5,9	5,2
II	5,9	4,5	3,2	4,5	6,2	4,8	7,7	7,3	5,7	5,8	5,4
III	5,3	4,3	3,3	6,3	7,3	6,1	7,9	6,8	5,8	6,2	5,8
2008 Jul	5,5	4,4	3,2	5,7	6,9	5,9	7,8	6,9	5,8	5,9	5,7
Ago	5,3	4,3	3,3	6,4	7,3	6,3	7,9	6,8	5,8	6,2	5,8
Sep	5,2	4,3	3,5	7,0	7,7	6,2	7,9	6,6	5,8	6,4	5,9
Oct	5,1	4,4	3,8	7,7	8,2	6,3	8,0	6,5	.	6,7	.
Nov	5,1	4,5	4,1	8,3	9,0	7,0	8,3	6,5	.	7,0	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

9.2 En Estados Unidos y Japón

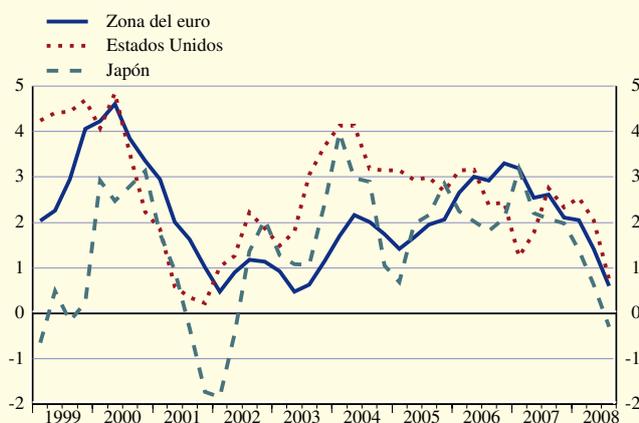
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ (cupón cero) ⁴⁾ 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											
2005	3,4	2,2	2,9	4,2	5,1	4,3	3,57	4,84	1,2441	-3,3	49,1
2006	3,2	2,8	2,8	2,8	4,6	5,0	5,20	5,41	1,2556	-2,2	48,5
2007	2,9	2,7	2,0	1,8	4,6	5,7	5,30	5,35	1,3705	-2,9	49,3
2008	.	.	.	.	5,8	.	2,93	4,39	1,4708	.	.
2007 IV	4,0	0,9	2,3	2,5	4,8	5,7	5,03	5,07	1,4486	-3,2	49,3
2008 I	4,1	0,0	2,5	2,0	4,9	6,3	3,29	4,48	1,4976	-4,0	50,4
II	4,4	0,1	2,1	-0,3	5,4	6,2	2,75	4,66	1,5622	-5,7	49,6
III	5,3	1,4	0,7	-3,5	6,1	5,9	2,91	4,69	1,5050	.	.
IV	.	.	.	.	6,9	.	2,77	3,71	1,3180	.	.
2008 Ago	5,4	-	-	-2,3	6,2	5,3	2,81	4,75	1,4975	-	-
Sep	4,9	-	-	-6,6	6,2	6,2	3,12	4,48	1,4370	-	-
Oct	3,7	-	-	-5,7	6,6	7,4	4,06	4,46	1,3322	-	-
Nov	1,1	-	-	-7,3	6,8	7,6	2,28	3,95	1,2732	-	-
Dic	.	-	-	.	7,2	.	1,83	2,75	1,3449	-	-
Japón											
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,49	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-0,6	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,98	146,02	-1,4	159,5
2007	0,1	-1,6	2,4	2,8	3,8	1,6	0,79	1,89	161,25	.	.
2008	.	.	.	.	.	2,1	0,93	1,67	152,45	.	.
2007 IV	0,5	-1,4	2,0	3,4	3,8	2,0	0,96	1,78	163,83	.	.
2008 I	1,0	0,0	1,4	2,3	3,9	2,2	0,92	1,61	157,80	.	.
II	1,4	-0,3	0,6	1,0	4,0	2,0	0,92	1,85	163,35	.	.
III	2,2	.	-0,3	-1,3	4,1	2,2	0,90	1,75	161,83	.	.
IV	.	.	.	.	.	1,8	0,96	1,46	126,71	.	.
2008 Ago	2,1	-	-	-6,9	4,2	2,4	0,89	1,70	163,63	-	-
Sep	2,1	-	-	0,2	4,0	2,2	0,91	1,71	153,20	-	-
Oct	1,7	-	-	-7,1	3,7	1,8	1,04	1,56	133,52	-	-
Nov	1,0	-	-	-16,3	3,9	1,8	0,91	1,50	123,28	-	-
Dic	.	-	-	.	.	1,8	0,92	1,33	122,51	-	-

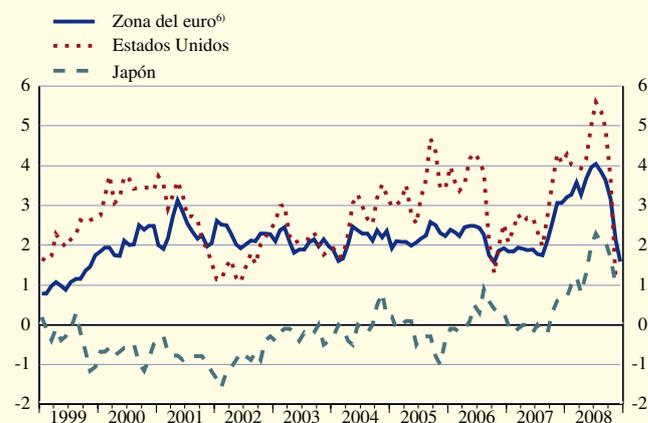
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(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:

$$h) a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas f) o g).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

$$i) I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula g).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL 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 deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

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 14 de enero de 2009.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2009 se refieren al Euro-16 (la zona del euro que incluye Eslovaquia) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, lo que, cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año respectivo de incorporación a la zona del euro de Grecia (2001), Eslovenia (2007), Chipre (2008), Malta (2008) y Eslovaquia (2009), calculadas tomando como base el año anterior al año de incorporación, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de estos países a la zona. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Eslovaquia pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>).

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísti-

cas. Así, los datos anteriores al 2001 se refieren al Euro-11, es decir, los siguientes once Estados miembros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre el 2001 y el 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. Los datos del 2007 se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia. Los datos del 2008 se refieren al Euro-15, es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta y a partir del 2009 los datos se refieren al Euro-16, es decir, el Euro-15 más Eslovaquia.

Dado que la composición de la Unidad de Cuenta Europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio correspondiente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios vo-

luntarios (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 centra-

les 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) equiva-

len 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 nº 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 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) nº 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) nº 501/2004 y nº 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 mantienen 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.

18 DE DICIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las operaciones principales de financiación continúen llevándose a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena tras el período de mantenimiento que finalizará el 20 de enero de 2009. Esta medida permanecerá vigente mientras se estime necesario, como mínimo hasta la última adjudicación del tercer período de mantenimiento del 2009, que se efectuará el 31 de marzo. Además, a partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes, que el 9 de octubre de 2008 se redujo a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, volverá a ampliarse simétricamente en 200 puntos básicos.

15 DE ENERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo fijo aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 21 de enero del 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 21 de enero del 2009, de conformidad con la decisión adoptada el 18 de diciembre de 2008.



DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2008

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2008. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre octubre y diciembre 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 2007», abril 2008.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2008».

«Informe de Convergencia mayo 2008: Introducción, marco para el análisis, situación de la convergencia económica y resúmenes de países».

BOLETÍN MENSUAL, EDICIÓN ESPECIAL

«10º aniversario del BCE 1998-2008», mayo 2008.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«Evolución de la productividad y política monetaria», enero 2008.

«Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro», enero 2008.

«Experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas», enero 2008.

«El análisis del mercado monetario de la zona del euro desde la perspectiva de la política monetaria», febrero 2008.

«La titulización en la zona del euro», febrero 2008.

«Las nuevas curvas de rendimientos de la zona del euro», febrero 2008.

«La inversión empresarial en la zona del euro y el papel de la situación financiera de las empresas», abril 2008.

«Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro», abril 2008.

«Evolución de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE», abril 2008.

«Estabilidad de precios y crecimiento», mayo 2008.

«Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros», mayo 2008.

«Una política monetaria y múltiples políticas fiscales para garantizar el buen funcionamiento de la UEM», julio 2008.

«El comercio de servicios en la zona del euro: algunos hechos estilizados clave», julio 2008.

«El Eurosistema presta asistencia técnica a las regiones vecinas a la UE», julio 2008.

«La dimensión externa del análisis monetario», agosto 2008.

«El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», agosto 2008.

«Diez años del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», octubre 2008.

«Fusiones y adquisiciones bancarias transfronterizas e inversores institucionales», octubre 2008.

«Seguimiento de la evolución de los costes laborales en los países de la zona del euro», noviembre 2008.

- «Valoración de los mercados de valores y prima de riesgo de las acciones», noviembre 2008.
- «Diez años de TARGET y puesta en marcha de TARGET2», noviembre 2008.
- «Riqueza inmobiliaria y consumo privado en la zona del euro», enero 2009.
- «Acumulación de activos exteriores por parte de las autoridades en los mercados emergentes», enero 2009.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 6 «The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law», junio 2008.
- 7 «Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects», P. Athanassiou y N. Max-Guix, julio 2008.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 78 «A framework for assessing global imbalances», T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora y R. Straub, enero 2008.
- 79 «The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues», P. Moutot, A. Jung y F. P. Mongelli, enero 2008.
- 80 «China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?», M. Bussière y A. Mehl, enero 2008.
- 81 «Measuring financial integration in new EU Member States», M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis y S. Manganelli, marzo 2008.
- 82 «The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation», L. Cappiello 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 7, junio 2008.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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. Manganeli, 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.
- 973 «Do China and oil exporters influence major currency configurations?, M. Fratzscher y A. Mehl, diciembre 2008.
- 974 «Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the US and Japan», P. Du Caju, E. Gautier, D. Momferatou y M. Ward-Warmedinger, diciembre 2008
- 975 «Early estimates of euro area real GDP growth: a bottom up approach from the production side», E. Hahn y F. Skudelny, diciembre 2008.
- 976 «The term structure of interest rates across frequencies», K. Assenmacher-Wesche y S. Gerlach, diciembre 2008.
- 977 «Predictions of short-term rates and the expectations hypothesis of the term structure of interest rates», M. Guidolin y D. L. Thornton, diciembre 2008.
- 978 «Measuring monetary policy expectations from financial market instruments», M. Joyce, J. Relleen y S. Sorensen, diciembre 2008.
- 979 «Futures contract rates as monetary policy forecasts», G. Ferrero y A. Nobili, diciembre 2008.
- 980 «Extracting market expectations from yield curves augmented by money market interest rates: the case of Japan», T. Nagano y N. Baba, diciembre 2008.
- 981 «Why the effective price for money exceeds the policy rate in the ECB tenders?», T. Välimäki, diciembre 2008.
- 982 «Modelling short-term interest rate spreads in the euro money market», N. Cassola y C. Morana, diciembre 2008.
- 983 «What explains the spread between the euro overnight rate and the ECB's policy rate?», T. Linzert y S. Schmidt, diciembre 2008.
- 984 «The daily and policy-relevant liquidity effects», D. L. Thornton, diciembre 2008.
- 985 «Portuguese banks in the euro area market for daily funds», L. Farinha y V. Gaspar, diciembre 2008.
- 986 «The topology of the federal funds market», M. L. Bech y E. Atalay, diciembre 2008.
- 987 «Probability of informed trading on the euro overnight market rate: an update», J. Idier y S. Nardelli, diciembre 2008.
- 988 «The interday and intraday patterns of the overnight market: evidence from an electronic platform», R. Beaupain y A. Durré, diciembre 2008.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union», enero 2008 (sólo en Internet).
- «Oversight framework for card payment schemes – standards», enero 2008 (sólo en Internet).
- «The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006», febrero 2008.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», marzo 2008 (sólo en Internet).
- «ECB statistics quality framework (SQF)», abril 2008 (sólo en Internet).
- «Quality assurance procedures within the ECB statistical function», abril 2008 (sólo en Internet).
- «ECB statistics – an overview», abril 2008 (sólo en Internet).
- «TARGET Annual Report 2007», abril 2008 (sólo en Internet).
- «Financial integration in Europe», abril 2008.
- «Financial Stability Review», junio 2008.
- «Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», junio 2008.
- «The international role of the euro», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Payment systems and market infrastructure oversight report», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments», julio 2008.
- «CCBM2 User Requirements 4.1», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007», septiembre 2008.
- «New procedure for constructing ECB staff projection ranges», septiembre 2008 (sólo en Internet).
- «Commission’s draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation», septiembre 2008 (sólo en Internet).
- «Euro money market survey», septiembre 2008 (sólo en Internet).
- «EU banking structures», octubre 2008 (sólo en Internet).
- «28/10/2008 Letter from the ECB President to Mr Mario Borghesio, 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).
- «Government finance statistics guide», diciembre 2008 (sólo en Internet).
- «Financial Stability Review», diciembre 2008.
- «Covered bonds in the EU financial system», diciembre 2008 (sólo en Internet).
- «The incentive structure of the ‘originate and distribute’ model», diciembre 2008 (sólo en Internet).
- «Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks’ exposures», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties», diciembre 2008 (sólo en Internet).

FOLLETOS INFORMATIVOS

«The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», 2.^a edición, abril 2008.

«Price stability – why is it important for you?», junio 2008.

«A single currency – an integrated market infrastructure», septiembre 2008.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Activos exteriores netos de las IFM: activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): la diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Balance consolidado del sector de las IFM: obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Comercio exterior de bienes: exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuentas de capital: parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

Cuenta financiera: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Cuentas financieras: parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

Curva de rendimientos: representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Deuda (Administraciones Públicas): la deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período.

Deuda pública indicia con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB): encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar

índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema durante un período de mantenimiento predeterminado. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios en la cuenta de reservas durante el período de mantenimiento.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Fondos de inversión: (excluidos fondos del mercado monetario): instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

IFM (instituciones financieras monetarias): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario, esto es, fondos que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo, normalmente con vencimiento no superior a un año.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Otras inversiones: rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la forma-

ción bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado o por hora trabajada: la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

Reservas internacionales: activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida puján tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-21, integrado por los 11 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-41, compuesto por el TCE-21 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Vacantes: término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, han adoptado el euro como moneda única.