



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 FEBRERO

2000





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL FEBRERO 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 4 de febrero de 2009.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	14
Precios y costes	44
Producto, demanda y mercado de trabajo	58
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	64

Recuadros

1 El sector IFM eslovaco y su efecto en las estadísticas monetarias de la zona del euro	15
2 Publicación de los préstamos de las IFM al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones	19
3 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2009	23
4 Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro	49
5 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al primer trimestre del 2009	53
6 Reciente y excepcional aumento de la volatilidad de los tipos de cambio	66

ARTÍCULOS

Nueva evidencia procedente de una encuesta sobre el proceso de determinación de los salarios en Europa	73
Evaluación de las tendencias mundiales de proteccionismo	91

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO

ANEXOS

Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
---	---

5 Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2008	III
9 Glosario	IX

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 5 de febrero de 2009, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Conforme a lo previsto el 15 de enero de 2009, los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes confirman que la zona del euro y sus principales socios comerciales atraviesan un período prolongado de notable ralentización económica y que, en consecuencia, las presiones inflacionistas tanto de origen interno como externo están disminuyendo. El Consejo de Gobierno mantiene su confianza en que las tasas de inflación de la zona del euro serán compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, sustentando por tanto el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio plazo apoyan esta valoración, que también se ve confirmada por la continuación de la desaceleración del crecimiento monetario y crediticio en la zona del euro. De conformidad con su objetivo prioritario de la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno seguirá manteniendo las expectativas de inflación firmemente ancladas en niveles compatibles con su definición de estabilidad de precios, esto es, tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El cumplimiento de este objetivo apoya el crecimiento económico sostenible y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera. En general, el nivel de incertidumbre sigue siendo excepcionalmente elevado. 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, como reflejo de los efectos de la intensificación y generalización de las turbulencias de los mercados financieros, la actividad económica en todo el mundo, incluida la zona del euro, se ha debilitado significativamente. La demanda exterior de exportaciones de la zona del euro ha disminuido y factores internos, principalmente el nivel muy bajo de confianza y las restrictivas condiciones de financiación, han influido desfavorablemente en la demanda interna. Estos elementos, junto con otros datos económicos disponibles para la zona del

euro, apuntan a un crecimiento intertrimestral muy negativo del PIB real de la zona del euro en el último trimestre del 2008.

Esta información está en consonancia con el actual análisis del Consejo de Gobierno y su valoración sobre la evolución futura. El Consejo de Gobierno sigue considerando que la actividad económica en la zona del euro continuará siendo débil en los próximos trimestres, debido a que las tensiones de los mercados financieros tendrán efectos adicionales sobre la economía mundial y de la zona del euro. Paralelamente, el muy notable descenso de los precios de las materias primas desde mediados del 2008 debería apoyar la renta real disponible y, por tanto, el consumo, en los próximos meses. Más recientemente, algunos datos de encuestas parecen mostrar ciertos signos de estabilización, aunque en niveles históricamente bajos. No obstante, hay que comprobar si estas indicaciones se confirman de forma más general.

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.

Con el tiempo, la zona del euro debe recoger efectos beneficiosos de las importantes medidas de política adoptadas durante los últimos meses para hacer frente a las turbulencias financieras y a sus consecuencias adversas. Dichas medidas deben contribuir a restablecer la confianza en el sistema financiero y suavizar las restricciones en la oferta de crédito a empresas y hogares. Para garantizar que estas medidas sustenten eficazmente una recuperación sostenible, es primordial que se atengan a sus objetivos y a su carácter temporal, de modo que mantengan una perspectiva a medio plazo orientada a la estabilidad en la ejecución de las políticas macroeconómicas.



Respecto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC siguió disminuyendo en enero del 2009, situándose en el 1,1%, frente al 1,6% de diciembre del 2008. Aunque aún no se dispone del desglose detallado de la evolución del IAPC en enero, el descenso de la inflación general desde mediados del 2008 refleja principalmente la acusada caída de los precios mundiales de las materias primas durante este período, debido sobre todo a la debilidad de la demanda mundial.

En cuanto al futuro, el descenso de los precios de las materias primas y la perspectiva de una demanda débil confirman la valoración de mediados de enero del Consejo de Gobierno de que las presiones inflacionistas en la zona del euro están disminuyendo. 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 de 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.

Respecto a los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, 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

prioritario que los participantes en el proceso de fijación de precios y salarios asuman plenamente sus responsabilidades.

En lo que concierne al análisis monetario, la evidencia más reciente confirma una continuada desaceleración del ritmo de expansión monetaria subyacente en la zona del euro, lo que apoya la opinión de que las presiones inflacionistas están disminuyendo.

Al analizar la evolución monetaria, debe reconocerse que la intensificación y generalización de las turbulencias financieras desde septiembre del 2008 puede afectar significativamente a la evolución de los agregados monetarios. Dicha intensificación ya ha influido notablemente en el comportamiento de los participantes en el mercado, como indican datos monetarios y crediticios recientes. 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 elevada volatilidad en términos intermensuales. En conjunto, haciendo abstracción de esta volatilidad, el ritmo subyacente de crecimiento del agregado monetario amplio sigue ralentizándose gradualmente desde el máximo observado a principios del 2007. Sin embargo, la intensificación y generalización de las tensiones financieras desde septiembre del 2008 se está traduciendo en una significativa sustitución entre los componentes de M3.

Por lo que se refiere a la evolución de los préstamos bancarios, el flujo de préstamos de IFM al sector privado se moderó durante el 2008, debido en gran parte a la debilidad de los préstamos a hogares, especialmente la de los destinados a la adquisición de vivienda. En diciembre, sin embargo, los saldos vivos de los préstamos de IFM a sociedades no financieras se contrajeron por primera vez desde el inicio de las perturbaciones financieras, confirmando el notable debilitamiento de los préstamos a empresas a finales de año tras un largo período de vigoroso crecimiento. Al mismo tiempo, el considerable descenso de los tipos de interés oficiales del BCE desde octubre del 2008 parece haberse transmitido a los tipos de interés

que aplican las entidades de crédito, suavizando las condiciones de financiación para empresas y hogares. Asimismo, existen algunos signos de estabilización del ritmo de endurecimiento de los criterios de concesión de crédito, que, sin embargo, se sitúan en niveles elevados en términos históricos. En general, los nuevos datos sobre las condiciones de financiación requieren un continuo y atento seguimiento.

En síntesis, conforme a las previsiones que fundamentaron la decisión de tipos de interés del 15 de enero de 2009, los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes confirman que la zona del euro y sus principales socios comerciales atraviesan un período prolongado de notable ralentización económica y que, en consecuencia, las presiones inflacionistas de origen interno y externo están disminuyendo. El Consejo de Gobierno mantiene su confianza en que las tasas de inflación de la zona del euro serán compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, sustentando por tanto el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio plazo apoyan esta valoración, que también se ve confirmada por el contraste de los resultados del análisis monetario con los del análisis económico, en un contexto de continuación de la desaceleración del crecimiento monetario y crediticio en la zona del euro. De conformidad con su objetivo prioritario de la estabilidad precios, el Consejo de Gobierno seguirá manteniendo las expectativas de inflación firmemente ancladas en niveles compatibles con su definición de estabilidad de precios, esto es, tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El cumplimiento de este objetivo apoya el crecimiento económico sostenible y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera. En general, el nivel de incertidumbre sigue siendo excepcionalmente elevado. En consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En cuanto a la política fiscal, las previsiones provisionales de la Comisión Europea de enero del 2009 señalan un aumento sustancial del déficit presu-

puestario medio de los países de la zona del euro, que se situaría en el 4,0% del PIB en el 2009, frente al 1,7% del 2008. Este rápido deterioro de la situación presupuestaria es generalizado entre los países de la zona del euro y se debe a la fuerte ralentización económica, a los ingresos menores de lo previsto y a las medidas de estímulo fiscal aprobadas por muchos Gobiernos. La Comisión espera que los déficit presupuestarios de siete países de la zona del euro superen el valor de referencia del 3% del PIB en el 2009. Asimismo, muchos Gobiernos han asumido importantes pasivos contingentes al conceder garantías a entidades de crédito y deberán financiar inyecciones de capital destinadas a apoyar al sector financiero. En consecuencia, para reforzar la confianza de los ciudadanos en la sostenibilidad de las finanzas públicas, es esencial que los Gobiernos retomen un compromiso creíble con los objetivos presupuestarios a medio plazo tan pronto como sea posible.

En lo concerniente a las políticas estructurales, es importante avanzar por la vía de las reformas a largo plazo prevista en la agenda de Lisboa. En las circunstancias actuales, es esencial aplicar políticas económicas acordes con el principio de una economía de mercado abierta con libre competencia, resistiendo toda presión proteccionista. Las reformas de los mercados de productos y servicios deben fomentar la competencia y contribuir a acelerar una reestructuración efectiva. Las reformas del mercado de trabajo deben contribuir a mejorar el proceso de fijación de salarios, además de la movilidad geográfica y sectorial, lo que será particularmente importante para áreas o sectores que se han visto duramente afectados por las perturbaciones de demanda negativas. En varios países, también es prioritario adoptar medidas con vistas a hacer frente a las pérdidas de competitividad acumuladas en los últimos años.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero ofrece nueva evidencia procedente de una encuesta realizada a nivel de las empresas sobre el proceso de determinación de salarios en Europa. El segundo presenta una evaluación de las tendencias mundiales de proteccionismo y comenta sus posibles efectos económicos adversos sobre la economía mundial.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial está atravesando una severa recesión. El impacto notablemente negativo de las turbulencias financieras en la actividad económica real se ha visto agravado por una fuerte contracción del comercio internacional. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas a escala mundial continúan reduciéndose, debido, sobre todo, al descenso de los precios de las materias primas, pero también a la débil situación de los mercados laborales y a la atonía de la demanda mundial. Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial siguen siendo muy inciertas y los riesgos se sitúan, claramente, a la baja.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial está atravesando una severa recesión. El impacto notablemente negativo de las turbulencias financieras en la actividad económica real se ha visto agravado por una fuerte contracción del comercio internacional. En enero del 2009, el índice general de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) se mantuvo muy por debajo del umbral que separa la contracción de la expansión y próximo al nivel más bajo registrado desde que se inició la encuesta en 1998. La debilidad de la situación económica mundial en enero se debía, principalmente a la evolución del sector manufacturero, ya que la demanda mundial de productos manufacturados experimentó una nueva caída.

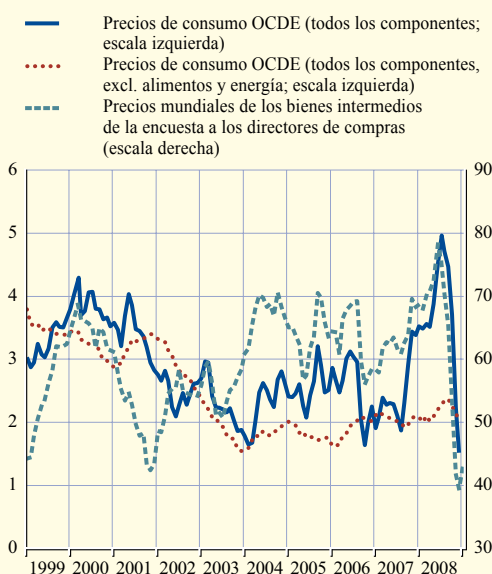
Las presiones inflacionistas a escala mundial continúan reduciéndose, debido, sobre todo, al descenso de los precios de las materias primas, pero también a la débil situación de los mercados laborales y a la atonía de la demanda mundial. En los países de la OCDE, los precios de consumo aumentaron un 1,5% en el año transcurrido hasta diciembre del 2008, en comparación con un 2,2% en el mes anterior. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación, medida por los precios de consumo, fue del 2% en el año transcurrido hasta diciembre, frente a un 2,2% en los doce meses transcurridos hasta noviembre. El índice general de directores de compras sobre los precios de los consumos intermedios apunta a una nueva caída de los costes medios de dichos consumos en enero (véase gráfico 1).

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la economía experimentó un debilitamiento generalizado de la actividad en el último trimestre del 2008 en un clima de señales claras de profundización de la recesión. De acuerdo con las estimaciones preliminares de la Oficina de Análisis Económico, la contracción del PIB real, en cifras anualizadas, fue del 3,8%, frente a la contracción del 0,5% registrada en el tercer trimestre. La caída de la demanda interna final se acentuó, mientras que el impacto del comercio —uno de los principales factores que contribuyeron al crecimiento en trimestres anteriores— fue, en general, neutral, ya que el descenso de la demanda exterior dio lugar a una acusada caída de las exportaciones. El consumo personal siguió contrayéndose a un ritmo rápido (–3,5% en cifras anualizadas) como consecuencia de un fuerte retroceso de la demanda de bienes de consumo duradero, que se ha visto afectada por la escasa

Gráfico I Evolución de los precios internacionales

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



Fuentes: OCDE y Markit.

confianza de los consumidores, la reducción de la riqueza y la fragilidad del mercado de trabajo. La inversión privada en capital fijo fue otro lastre importante para el crecimiento del PIB, ya que la contracción tanto de la inversión en bienes de equipo y software como de la inversión residencial aumentó en comparación con el trimestre anterior. La contribución positiva de las existencias (1,3 puntos porcentuales) limitó la caída del PIB.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 0,1% en diciembre del 2008, frente a la media del 3,8% registrada para el año. La desaceleración de los precios refleja la rápida reducción de los costes de la energía, que fue especialmente acusada en el último trimestre del 2008, así como una creciente atonía de la economía y efectos de base. La tasa de inflación interanual, excluidos los alimentos y la energía se redujo de nuevo, hasta el 1,8% en diciembre, frente a la media del 2,3% registrada para el año.

El 28 de enero de 2009, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en una banda del 0% al 0,25%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. El Comité señaló que estaba dispuesto a seguir recurriendo, incluso con más intensidad, a medidas no convencionales para apoyar el funcionamiento de los mercados financieros y estimular la economía.

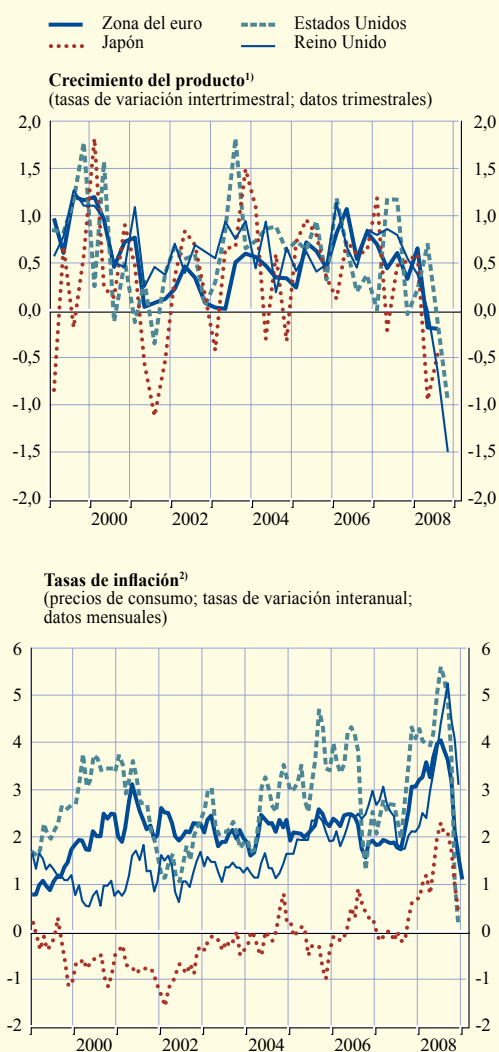
JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha experimentado recientemente un fuerte retroceso, mientras que la inflación continúa su tendencia descendente. En diciembre del 2008, la producción industrial registró una caída intermensual récord, que siguió al anterior récord observado en noviembre.

Las exportaciones también se han contraído de forma acusada, registrando una caída sin precedentes en diciembre. Además, se ha reducido la inversión empresarial, y también el consumo privado como consecuencia del debilitamiento del mercado de trabajo.

La inflación, medida por los precios de consumo, siguió reduciéndose en diciembre. Como consecuencia de la moderación de los precios de la energía y de un aumento de la brecha de producción, la inflación interanual, medida por el IPC, descendió hasta el 0,4%, desde el 1% registrado en noviembre. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación interanual, medida por el IPC, se mantuvo en el 0% en diciembre.

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.

En su reunión de 22 de enero de 2008, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el PIB real registró un descenso del 1,5%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2008, según la estimación provisional de la Oficina de Estadísticas Nacionales. El descenso fue generalizado en todos los componentes de la demanda, pero reflejó, en particular, una contracción de la demanda interna. Los indicadores de confianza sugieren que el producto probablemente se reducirá aún más en los próximos trimestres. Al mismo tiempo, continuó la corrección en el mercado de la vivienda, con una bajada de los precios de un 16,2% en tasa interanual en diciembre, según el índice *Halifax* de precios de la vivienda. Por lo que respecta a la situación de los mercados de crédito, la encuesta del Banco de Inglaterra (publicada el 2 de enero de 2009) sugiere que se ha producido un endurecimiento de la oferta de crédito y un descenso de la demanda. La inflación interanual, medida por el IAPC, descendió de nuevo, hasta el 3,1% en diciembre (desde el 4,1% registrado en noviembre), como consecuencia del impacto de una reducción transitoria de la tasa estándar del IVA y de la bajada de los precios de las materias primas.

El 8 de enero de 2009, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió recortar su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos hasta el 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 han venido acompañadas de un descenso de la inflación.

En Suecia, el PIB se contrajo, por segundo trimestre consecutivo, un 0,1% en tasa intertrimestral en el tercer trimestre del 2008, debido a la situación financiera más restrictiva, al debilitamiento de la demanda exterior y a una mayor cautela por parte de los hogares. Estos factores también moderaron la actividad económica en Dinamarca, que registró una contracción del producto del 0,4% en el tercer trimestre tras un aumento del 0,4% en el segundo trimestre. Los indicadores de actividad a corto plazo apuntan a un nuevo debilitamiento de la actividad económica en ambos países, en los que la inflación, medida por el IAPC, siguió reduciéndose tras alcanzar un máximo a finales del verano. En Suecia, descendió hasta el 2,1% en diciembre; en Dinamarca hasta el 2,4%. El 15 de enero de 2009, el Danmarks Nationalbank redujo sus principales tipos de interés oficiales en 75 puntos básicos, hasta el 2,75%.

En los países más grandes de la UE de Europa central y oriental comenzaron a observarse indicios de debilitamiento de la actividad económica en el segundo semestre del 2008. En Hungría, los datos sobre el PIB, correspondientes al tercer trimestre, indican que la economía se contrajo un 0,1% en tasa intertrimestral. En la República Checa y Polonia, el crecimiento del PIB real se redujo ligeramente en el tercer trimestre, hasta el 0,9% y el 1,2%, respectivamente. Los indicadores a corto plazo apuntan a nueva reducción del crecimiento en ambos países. En Rumanía, el crecimiento del PIB real siguió siendo sólido en el tercer trimestre (debido, en parte, a una abundante cosecha en el sector agrícola), pero los indicadores de corto plazo sugieren un acusado descenso en los meses más recientes. Las perspectivas macroeconómicas han empeorado notablemente en los últimos meses en estos cuatro países como consecuencia del aumento de la aversión al riesgo hacia la región, del endurecimiento de las condiciones de financiación y de la contracción del comercio internacional. Las tasas de inflación interanuales se han reducido en diciembre, hasta el 6,4% en Rumanía, el 3,4% en Hungría y el 3,3% en la República Checa y Polonia. La moderación de la inflación, medida por el IAPC, refleja principalmente el descenso de los precios de los alimentos y la energía, así como un debilitamiento de la actividad económica. El 19 de enero de 2009, el Magyar Nemzeti Bank redujo su principal tipo de interés oficial en 50 puntos

básicos, hasta el 9,5%. El 27 de enero, el Narodowy Bank Polski decidió rebajar su principal tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 4,25%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

La actividad económica ha seguido desacelerándose en las economías emergentes de Asia como consecuencia del fuerte y sincronizado retroceso de la demanda exterior, que ha afectado especialmente a las exportaciones y a la producción industrial. La demanda interna también se ha debilitado en muchos países de la región y han aumentado las tasas de paro. La inflación, medida por los precios de consumo, se ha reducido aún más, lo que ha permitido a varios bancos centrales aplicar una política monetaria menos restrictiva.

En China, la economía experimentó una acusada recesión en el último trimestre del 2008, cuando la tasa de crecimiento interanual del PIB real cayó hasta el 6,8% desde el 9% registrado en el tercer trimestre, con lo que el crecimiento del PIB durante el 2008 se situó en el 9%. Los principales factores determinantes de la desaceleración del PIB fueron el descenso de la demanda exterior y la contracción del sector inmobiliario nacional. El debilitamiento de las exportaciones también ha contribuido a la reducción de los beneficios en el sector industrial. En diciembre, la inflación interanual, medida por el IPC, descendió de nuevo, hasta el 1,2%, desde el 2,4% de noviembre, mientras que los precios industriales se situaron un 1,2% por debajo del nivel registrado un año antes. Las tasas de crecimiento interanual del agregado monetario M2 y de los préstamos bancarios aumentaron hasta el 17,8% y el 18,8%, respectivamente, en diciembre, desde el 14,8% y el 15,4%, observados en noviembre.

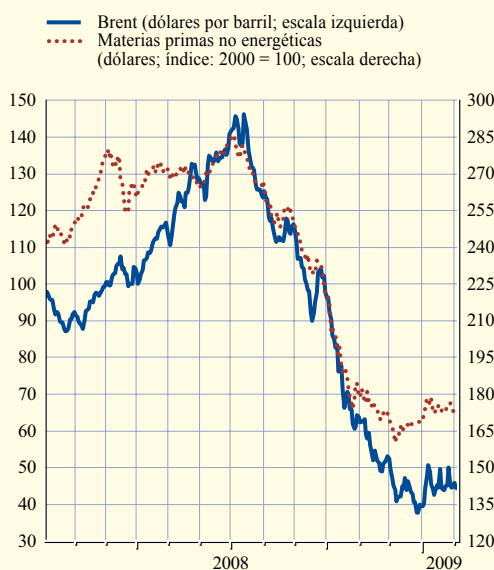
AMÉRICA LATINA

La actividad económica ha seguido desacelerándose en la mayoría de los países de América Latina, al tiempo que persisten las presiones inflacionistas. En Brasil, la producción industrial se redujo, en noviembre del 2008, un 6,2% en tasa interanual, mientras que la inflación, medida por el IPC, se mantuvo en un nivel elevado del 6,4%, el mismo que en el mes anterior. En Argentina, la producción industrial creció un 2,6% en diciembre, mientras que la inflación interanual se situó en el 7,2%. En México, continuó la contracción de la actividad económica, con una caída de la producción industrial del 5,4% en noviembre en comparación con un año antes, tras haberse reducido un 2,4% en octubre. No obstante, el IPC interanual siguió siendo elevado, aumentando hasta el 6,5% en diciembre desde el 6,2% observado en noviembre.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo se recuperaron en enero del 2009. El 4 de febrero, el precio del barril se situaba en 44,3 dólares estadounidenses, aproximadamente un 12% por encima del nivel registrado a principios del 2009 (en euros, el incremento es de alrededor del 22%). A medio plazo, los participantes en el mercado

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

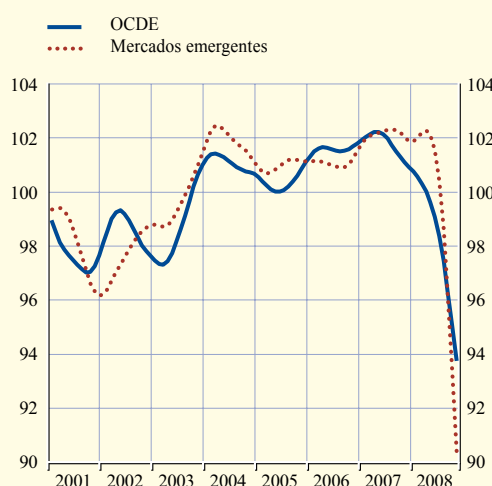
esperan una subida de los precios, negociándose actualmente los futuros con entrega en diciembre del 2009 a unos 54 dólares estadounidenses.

La recuperación se ha producido, principalmente, como resultado de factores relacionados con la oferta. Se han comenzado a observar indicios de que los países miembros de la OPEP están llevando a cabo los recortes acordados: los datos sobre la oferta de crudo correspondientes a diciembre indican una reducción de alrededor de un millón de barriles al día respecto a las cifras de septiembre. Sin embargo, desde la perspectiva de la demanda, la Agencia Internacional de la Energía, en su informe más reciente, revisaba considerablemente a la baja las perspectivas de la demanda de petróleo para el 2009, proyectándose reducciones significativas tanto en los países de la OCDE como en los que no pertenecen a esta organización.

Los precios de las materias primas no energéticas aumentaron ligeramente en enero del 2009. Los precios de los metales mostraron señales de recuperación, pero siguieron siendo propensos a las presiones a la baja como resultado de la desaceleración de la economía mundial, siendo los precios del aluminio especialmente sensibles a esta tendencia. Los precios de las materias primas alimenticias han fluctuado dentro de intervalos estrechos. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de enero, aproximadamente un 28% por debajo del nivel observado un año antes.

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.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Las perspectivas de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro han experimentado un considerable deterioro. Al extenderse cada vez más a las economías emergentes la recesión que afecta a las economías industrializadas, el comercio internacional ha registrado una notable contracción en el último trimestre del 2008. El indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a noviembre sugiere que se producirán fuertes desaceleraciones en todas las grandes economías industrializadas, así como en las principales economías no pertenecientes a la OCDE, especialmente en China, India y Rusia.

El grado de incertidumbre que rodea a las perspectivas de la economía mundial es excepcionalmente alto, sobre todo por el aumento de la volatilidad en los mercados financieros (véase el recuadro 6 de la sección 5, titulado «Reciente y excepcional aumento de la volatilidad de los tipos de cambio»). En conjunto, los riesgos para el crecimiento se sitúan claramente a la baja y están relacionados, principalmente, con la posibilidad de que las turbulencias que afectan a los mercados financieros tengan un impacto más significativo sobre la economía real. La profundidad y la duración de la recesión económica mundial dependerán, esencialmente, de la celeridad con que pueda resolverse la crisis financiera. Otros riesgos están relacionados con la preocupación por la aparición e intensificación de las presiones proteccionistas y con la posibilidad de que se produzca una evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios correspondientes a diciembre del 2008 confirman la moderación actual del crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito. Las intensificación de las tensiones en el sistema financiero siguen siendo evidentes en determinadas posiciones del balance de las IFM, como por ejemplo en los valores distintos de acciones, que registraron emisiones netas negativas, y en la transformación de préstamos en valores mediante operaciones de titulización. La eliminación de préstamos del balance a gran escala que se está produciendo en el contexto de estas operaciones tiene un efecto estadístico a la baja sobre los préstamos al sector privado. No obstante, incluso teniendo en cuenta este efecto, los flujos de financiación todavía fueron relativamente moderados en diciembre, particularmente en el caso de las sociedades no financieras. Parece que la moderación observada en la evolución de los préstamos se debe principalmente a la desaceleración de la actividad económica real, si bien los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios sugieren que factores de oferta también pueden haber influido.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

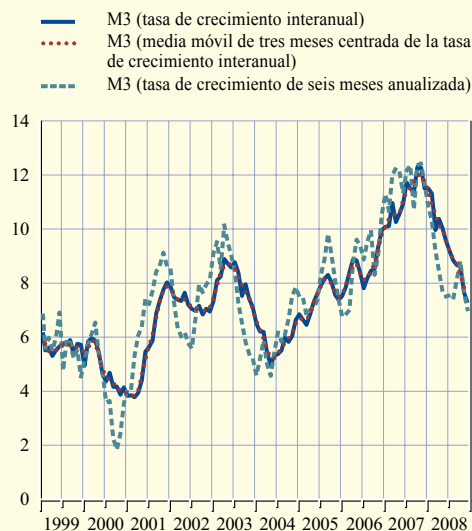
La evolución observada en diciembre del 2008 apunta a una nueva moderación de la expansión monetaria. Ese mes, la tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo hasta el 7,3%, desde el 7,7% de noviembre. La tasa de crecimiento de tres meses anualizada disminuyó hasta situarse en niveles ligeramente por debajo de los registrados antes de la intensificación de las perturbaciones financieras en septiembre (véase gráfico 5). Esta reducción tiene su origen en la moderación de la tasa de crecimiento intermensual observada en diciembre, mes en que se situó en el 0,2%. No obstante, es necesaria cierta cautela al interpretar la evolución monetaria al final del año, ya que la intensificación de las turbulencias financieras puede haber dado lugar a consideraciones contables que no quedan reflejadas en los ajustes estacionales.

Los datos monetarios correspondientes a diciembre apuntan a la continuación de las considerables tensiones observadas en el sistema financiero tras la intensificación de las turbulencias a mediados de septiembre. Esto es evidente, por ejemplo, en la emisión neta negativa de valores distintos de acciones por parte de las IFM y en su incapacidad para vender estos valores al sector tenedor de dinero o a no residentes. Además, las IFM continuaron haciendo más líquidos sus activos dando de baja préstamos, eliminándolos con ello del balance, con el fin de transformarlos en valores ajenos a este sector. Posteriormente, las IFM recompraron estos valores. Al final del año 2008 se estaban llevando a cabo numerosas operaciones de titulización.

Los datos monetarios correspondientes a diciembre muestran también un nuevo descenso de la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero. Ciertamente, por primera vez desde el comienzo de las turbulencias financieras, los datos muestran un flujo neto negativo de presta-

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

mos de las IFM al sector privado, principalmente a las sociedades no financieras, incluso después de corregirlos por el impacto a la baja de las operaciones de titulización. La moderada evolución de los préstamos parece reflejar básicamente la desaceleración de la actividad económica real, si bien los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios sugieren que factores de oferta también pueden haber desempeñado un papel.

Las estadísticas monetarias de Eslovaquia se incluirán por primera vez en los agregados de la zona del euro de enero del 2009 (véase el recuadro a continuación).

Recuadro 1

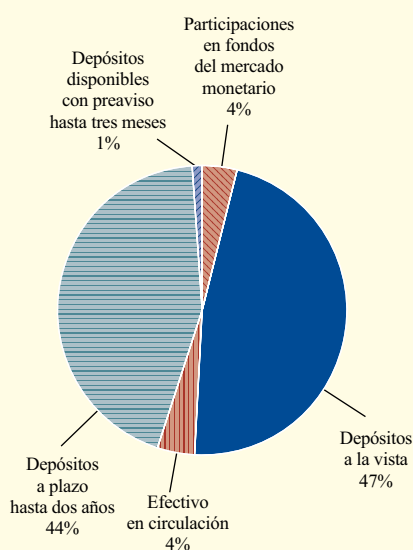
EL SECTOR IFM ESLOVACO Y SU EFECTO EN LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO

El 1 de enero de 2009, Eslovaquia adoptó el euro, con lo que el número de países de la zona del euro pasó de quince a dieciséis. Las estadísticas monetarias de Eslovaquia se incluirán por primera vez en los agregados de la zona del euro para enero, que se publicarán el 26 de febrero de 2009 y se presentarán en el Boletín Mensual de marzo del 2009¹. En este recuadro se ponen de relieve algunas características de los balances de las IFM residentes en Eslovaquia², que forman la base de la contribución eslovaca a las estadísticas monetarias de la zona del euro.

- 1 En el caso de las estadísticas monetarias, la serie de la zona del euro abarca a todos aquellos Estados miembros que habían adoptado el euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Este enfoque, que también se aplica a las estadísticas de tipos de interés de las IFM y del IAPC, difiere del que se aplica a todos los demás conjuntos de datos, como el PIB, en cuyo caso los datos se refieren a la última composición de la zona del euro para toda la serie temporal.
- 2 Para más información sobre la metodología adoptada en las estadísticas de balance de las IFM en lo que se refiere a la ampliación de la zona del euro, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de septiembre del 2007, titulado «Repercusiones de la incorporación de Eslovenia a la zona del euro en las estadísticas monetarias». Véase también la sección titulada «Notas Generales» del Boletín Mensual.

Gráfico A Composición de M3 en Eslovaquia

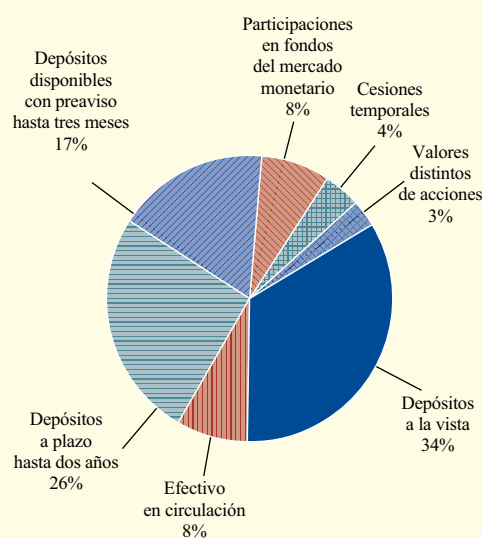
(en porcentaje; diciembre del 2008)



Fuente: BCE.

Gráfico B Composición de M3 en la zona del euro

(en porcentaje; diciembre del 2008)



Fuente: BCE.

Características más relevantes del sector IFM en Eslovaquia

A finales de diciembre del 2008 había en Eslovaquia 40 IFM residentes, de las que 26 eran entidades de crédito, 13, fondos del mercado monetario, y la restante, el Banco Central de Eslovaquia —Národná banka Slovenska—. Ese mismo mes, había en la zona del euro un total de 8.310 IFM residentes (excluida Eslovaquia): 6.570 entidades de crédito, 1,721 fondos del mercado monetario, 15 BCN y el BCE³. El balance agregado de las IFM eslovacas se cifraba en 80 mm de euros a finales de diciembre del 2008, lo que supone en torno al 0,2% del balance agregado de las IFM de la zona del euro ampliada.

Según los cálculos del BCE, la contribución de Eslovaquia al agregado M3 de la zona del euro en diciembre del 2008 habría ascendido a 37 mm de euros. En ese mes, los depósitos suponían el 92% del agregado M3 eslovaco. Los depósitos a la vista y los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo) representaban los porcentajes más elevados: un 47% y un 44%, respectivamente, del agregado M3 eslovaco, mientras que los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses representaban solamente el 1% (véase gráfico A). Esta desagregación es distinta de la del agregado M3 de la zona del euro (excluida Eslovaquia), pues el total de depósitos, excluidas las cesiones temporales, representaban el 77% de M3 de la zona del euro, con contribuciones más reducidas de los depósitos a la vista y de los depósitos a plazo hasta dos años (véase gráfico B). Las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario suponían el 4% del agregado M3 en Eslovaquia, mientras que ascendía al 8% en la zona del euro. Las tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo y las cesiones temporales, que en la zona del euro representaban el 3% y el 4% de M3, respectivamente, eran insignificantes en Eslovaquia.

En cuanto a las contrapartidas de M3, el valor de los pasivos a plazo más largo de las IFM eslovacas era algo inferior a 2,5 mm de euros en diciembre del 2008, mientras que, en el lado del activo del balance, el saldo vivo de los préstamos de las IFM al sector privado se cifraba en 30 mm de euros. Si se considera por sectores, 15 mm de euros se habían concedido a las sociedades no financieras, 13 mm de euros, a los hogares, y 2 mm de euros, a los otros intermediarios financieros.

Las estadísticas del balance de las IFM de la zona del euro incluyen los datos de aquellos Estados miembros de la UE que, en el mes de referencia, ya habían introducido el euro. Así, a partir de enero del 2009 tanto el valor nominal como las tasas de crecimiento incluirán los 16 países que pertenecen ahora a la zona del euro⁴. La contribución de Eslovaquia al agregado M3 de la zona del euro en diciembre del 2008 se habría situado en torno al 0,4%. En general, dado el tamaño de la contribución, la integración de Eslovaquia en enero del 2009 no afectará de modo significativo a la dinámica de las estadísticas de M3 de la zona del euro.

3 Para una panorámica de la evolución del sector IFM en la UE, véase, por ejemplo, <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/mfi/statrep/html/index.en.html>.

4 Para evitar rupturas en las estadísticas, la inclusión de nuevos países se trata como una reclasificación, es decir, se corrige en los datos de operaciones, y, por lo tanto, también en las tasas de crecimiento. Para más detalles, véase, por ejemplo, el Anexo III del «Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet» (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/handbookcompilationflowstatisticsmfi-balance200602en.pdf>).

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La moderación observada en el crecimiento interanual de M3 en diciembre del 2008 estuvo impulsada por la menor contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista, que compensó con creces el aumento de las contribuciones de M1 y de los instrumentos negociables.

La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó hasta el 3,2% en diciembre, desde el 2,2% de noviembre, como consecuencia de la sólida evolución de sus dos subcomponentes (véase cuadro 1). En cuanto al efectivo en circulación, el crecimiento intermensual de diciembre confirma la normalización observada en noviembre. Al mismo tiempo, el incremento de la demanda de efectivo registrada en octubre todavía no se ha corregido, lo que confirma la valoración anterior de que esto puede deberse, en gran medida, a la demanda de no residentes.

En cuanto a los depósitos a la vista, tras las considerables salidas del mes anterior, en diciembre volvieron a observarse flujos de entrada en este componente. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual se recuperó hasta situarse en el 1,2% desde el 0,1% de noviembre. Los desplazamientos observados desde los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a corto plazo) hacia los depósitos a la vista afectaron principalmente a los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones, y pueden haber sido provocados por el deseo de mantener activos líquidos a principios de año.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista disminuyó sensiblemente en diciembre, hasta el 13,3%, desde el 16% de noviembre, reflejando la evolución divergente de sus subcomponentes. Pese a haberse mantenido en niveles muy elevados, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo se redujo considerablemente en diciembre, hasta el 23,2%, desde el 29,3% de los dos meses anteriores. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (depósitos de ahorro a corto plazo) fue ligeramente positiva

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2008 Nov	2008 Dic
M1	42,4	3,8	2,3	0,6	2,7	2,2	3,2
Efectivo en circulación	7,6	7,8	7,8	7,5	12,4	13,5	13,4
Depósitos a la vista	34,8	3,0	1,2	-0,7	0,8	0,1	1,2
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	42,9	18,4	19,3	18,9	15,7	16,0	13,3
Depósitos a plazo hasta dos años	26,4	41,4	40,4	37,6	29,0	29,3	23,2
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	16,6	-3,3	-2,3	-2,0	-0,9	-0,7	0,6
M2	85,4	10,3	10,0	9,1	8,8	8,7	8,0
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,6	16,3	10,3	8,9	3,9	1,7	3,0
M3	100,0	11,2	10,1	9,0	8,1	7,7	7,3
Crédito a residentes en la zona del euro		10,0	9,6	9,1	7,4	7,2	6,5
Crédito a las Administraciones Públicas		-2,5	-1,2	0,6	2,1	2,5	5,4
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,9	0,8	2,2	2,9	3,1	1,2
Crédito al sector privado		12,7	11,9	10,8	8,4	8,2	6,8
Préstamos al sector privado		11,1	10,5	9,1	7,3	7,1	5,8
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		12,0	11,5	10,3	8,6	8,4	7,4
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		6,8	4,5	3,3	1,0	0,9	-0,1

Fuente: BCE.

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

en diciembre, del 0,6%, tras registrar constantemente tasas de crecimiento negativas durante el año pasado. Puede que consideraciones relativas a la remuneración expliquen la evolución divergente de los depósitos a la vista y la de los diversos tipos de depósitos a corto plazo. Según datos de los tipos de interés disponibles hasta noviembre, mientras que la remuneración de los depósitos de ahorro a corto plazo prácticamente no se modificó ese mes, los tipos de interés aplicados a los depósitos a corto plazo cayeron considerablemente, reduciendo también con ello el coste de oportunidad de mantener activos líquidos como los depósitos a la vista.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3–M2) aumentó hasta el 3% en diciembre, desde el mínimo histórico del 1,7% observado en noviembre. Esta evolución es reflejo de la recuperación de las cesiones temporales y de los sustanciales flujos de entrada en participaciones en fondos del mercado monetario. Ciertamente, tras las retiradas observadas en septiembre y octubre tras la quiebra de Lehman Brothers, las citadas participaciones registraron nuevas entradas en diciembre, lo que sugiere que la preocupación de los residentes en la zona del euro en cuanto a la seguridad de los fondos del mercado monetario está desapareciendo.

Por lo que respecta a otros tipos de instrumentos negociables, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM (es decir, valores distintos de acciones hasta dos años) que obran en poder del sector tenedor de dinero experimentó un acusado descenso en diciembre, hasta el –14,1%, desde el –8,1% de noviembre. Los datos del balance agregado indican no sólo que la emisión neta de este tipo de valores volvió a ser negativa en diciembre (al igual que en septiembre y octubre), sino también que estos instrumentos fueron adquiridos por las propias IFM, mientras que el sector tenedor de dinero y los no residentes continuaron mostrando reticencias en relación con este tipo de valores.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluye los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle por sectores, continuó la tendencia a la moderación observada desde principios del 2008, y se situó en el 8,1% en diciembre, desde el 8,9% de noviembre. Esta evolución tiene su origen, principalmente, en el nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos mantenidos por las sociedades no financieras, hasta el 0,3% en diciembre, desde el 2,9% de noviembre. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de los hogares también disminuyó, hasta el 8,8%, desde el 10% de noviembre. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 de los intermediarios financieros no monetarios aumentó hasta el 17,5% en diciembre, desde el 13,9% de noviembre.

La evolución observada en la composición sectorial de las tenencias de depósitos confirma la valoración de que las sociedades no financieras están utilizando de manera creciente sus reservas de liquidez. Esto puede deberse a varios factores, como por ejemplo la falta de oportunidades de inversión debido al deterioro de las perspectivas relativas a la actividad económica, la existencia de limitaciones asociadas a los flujos de caja, o las dificultades que están experimentando las empresas para conseguir préstamos.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se redujo hasta situarse en el 6,5% en diciembre, desde el 7,2% de noviembre (véase cuadro 1). Este descenso oculta un aumento de la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas, hasta el 5,4% en diciembre, desde el 2,5% del mes precedente (véase gráfico 6). Aunque los préstamos concedidos por las IFM al sector público volvieron a disminuir, las adquisiciones de las IFM de valores emitidos por este último sector se incrementaron.

Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado disminuyó de nuevo en diciembre, hasta el 6,8%, desde el 8,2% de noviembre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos, el principal componente del crédito al sector privado, continuó descendiendo y se situó en el 5,8%, desde el 7,1% observado el mes anterior. Todos los sectores —los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones, las sociedades no financieras y los hogares— contribuyeron a esta caída, aunque con tasas de crecimiento muy diferentes. No obstante, al igual que en meses anteriores, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado reflejó el efecto estadístico a la baja de la eliminación de préstamos del balance en el contexto de las operaciones de titulización a gran escala realizadas. En diciembre, el efecto de estas actividades fue de 1,7 puntos porcentuales en total, en comparación con 1,5 puntos porcentuales en noviembre (véanse cuadro 1 y recuadro 2).

Recuadro 2

PUBLICACIÓN DE LOS PRÉSTAMOS DE LAS IFM AL SECTOR PRIVADO AJUSTADOS POR VENTAS Y TITULIZACIONES

En su nota de prensa sobre la evolución monetaria en el mes de referencia de diciembre del 2008, el BCE publicó por primera vez datos de flujos de los préstamos de las IFM al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones de préstamos. En este recuadro se describe brevemente la construcción y presentación de esta serie ajustada, que a partir de ahora se presentará de forma regular y se podrá consultar en el sitio web del BCE, en el apartado Statistical Data Warehouse. Con la publicación de esta serie, el BCE tiene presente la mayor relevancia adquirida por el análisis de la evolución a corto plazo en lo que se refiere al origen de los préstamos de las IFM y a la financiación disponible para el sector privado. Efectivamente, al evaluar los factores fundamentales que favorecen la oferta de préstamos de las IFM o su demanda por parte del sector privado, hay que señalar en particular la evolución a corto plazo de los datos de préstamos atribuible a factores transitorios, tales como operaciones concretas de titulización de préstamos¹ efectuadas por las IFM de la zona del euro. El impacto de estos factores transitorios se ha venido analizando regularmente en el Boletín Mensual².

La construcción de los flujos de préstamos ajustados por ventas y titulizaciones

Con el fin de ajustar los flujos de préstamos de las IFM por ventas y titulizaciones, las operaciones declaradas en un mes dado (es decir, nuevos préstamos menos amortizaciones y devoluciones) se incrementan con el número de préstamos eliminados del balance de las IFM (es decir, dados de baja), debido a su titulización o a su venta a no-IFM. La forma en que se registra esta eliminación del balance suele depender de las normas contables de país, de modo que los datos de bajas no pueden deducirse fácilmente sólo de la información relativa a la emisión de valores creados a través del proceso de titulización. Cuando se dispone de información, el ajuste también tiene en cuenta los efectos de la reintermediación —es decir, el flujo de préstamos se ajusta a la baja cuando las IFM

1 Para más información sobre el origen y la titulización de préstamos, véase el artículo titulado «Titulización en la zona del euro» en el Boletín Mensual de febrero del 2008.

2 Para evaluaciones anteriores del impacto que tiene la titulización real o fuera de balance sobre el crecimiento de los préstamos, véase el recuadro 3 del Boletín Mensual de septiembre del 2008, titulado «El impacto de la titulización fuera de balance o real tradicional sobre la evolución reciente de los préstamos concedidos por las IFM»; el recuadro 3 del Boletín Mensual de marzo del 2008, titulado «La importancia de las normas contables para interpretar las estadísticas de préstamos de las IFM»; el recuadro 2 del artículo titulado «La titulización en la zona del euro», que se publicó en el Boletín Mensual de febrero del 2008; y el recuadro 1 del Boletín Mensual de septiembre del 2005, titulado «El impacto de la titulización de préstamos otorgados por las IFM en el análisis monetario de la zona del euro».

recompran préstamos a las no-IFM³—. Además, la cuantía amortizada y/o devuelta por los deudores tras la eliminación de esos préstamos también se considera, en principio, en la construcción del flujo ajustado. Por último, la información necesaria para ajustar los datos de préstamos por ventas y titulizaciones sólo se recopila actualmente en el caso de los préstamos al sector privado en su conjunto. No obstante, la evidencia anecdótica sugiere que en los últimos años la mayoría de las titulizaciones de préstamos han afectado a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. En estos momentos se está trabajando en la elaboración de estadísticas mejores y más detalladas sobre la titulización de los préstamos de las IFM, y se espera que se pueda disponer de ellas en el año 2010⁴.

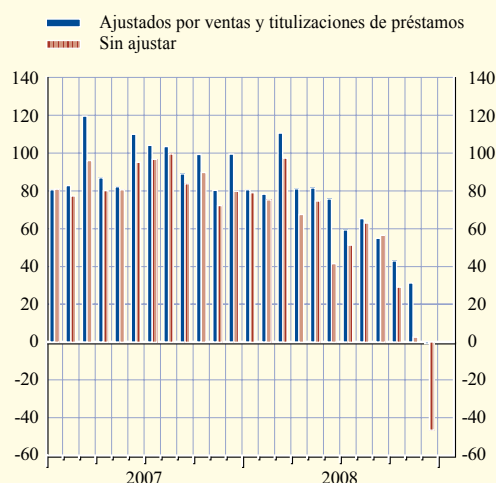
Presentación de información sobre los préstamos de las IFM ajustados por ventas y titulizaciones

Los préstamos de las IFM ajustados por ventas y titulizaciones están disponibles como series mensuales desestacionalizadas y sin desestacionalizar en forma de flujos (es decir, operaciones durante el período de referencia), tasas de crecimiento (incluidas las tasas de crecimiento a corto plazo en el caso de la versión desestacionalizada) e índices encadenados⁵.

En el gráfico figuran los flujos mensuales desestacionalizados de los préstamos de las IFM al sector privado, tanto ajustados como sin ajustar de ventas y titulizaciones. Esta comparación muestra el creciente impacto a la baja que la titulización de préstamos de las IFM ha tenido sobre los flujos regulares de préstamos de las IFM en los últimos meses. Efectivamente, mientras que el impacto medio mensual a la baja entre enero del 2006 y el inicio de las turbulencias en los mercados financieros en agosto del 2007 fue ligeramente superior a los 6 mm de euros, el impacto medio mensual a la baja entre octubre y diciembre del 2008 fue cuatro veces y media superior a la cifra anterior. Al mismo tiempo, es importante observar que, en el 2008, los valores creados a través del proceso de titulización real, o fuera de balance, tradicional fueron comprados, principalmente, por las propias IFM, y no se vendieron en el mercado o se colocaron de forma privada, como ocurría hasta el 2007.

Flujos mensuales de los préstamos de las IFM al sector privado

(mm de euros; desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- La información que el BCE utiliza para ajustar el balance estadístico de las IFM por la eliminación de los préstamos se considera de gran calidad. Por otra parte, la cobertura de las recompras de préstamos y las pautas de la amortización, devolución de los préstamos tras su eliminación es algo menos fiable. Por ese motivo, el BCE no publica series de saldos vivos. Sin embargo, a pesar de esta pequeña salvedad, se considera que la nueva serie contribuye significativamente a la interpretación adecuada de estas estadísticas de préstamos.
- El sistema detallado de presentación de información relativa a la titulización de préstamos a partir del 2010 ha quedado establecido en virtud del Reglamento (CE) n° 25/2009 del Banco Central Europeo, de 19 de diciembre de 2008, relativo al balance del sector de las instituciones financieras monetarias (Versión refundida) (BCE/2008/32), que está disponible en <http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/L01520090120es00140062.pdf>.
- Para más detalles relativos a la construcción de índices encadenados y el cálculo de las tasas de crecimiento, consulte las ecuaciones e), f), g) y h) en las notas técnicas de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del presente Boletín.

En diciembre, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se redujo de nuevo, hasta el 9,4%, desde el 11,1% de noviembre (véase cuadro 2). La tasa de crecimiento de tres meses anualizada (un indicador de la evolución a más corto plazo) experimentó un descenso más acusado, como consecuencia de los flujos mensuales negativos observados ese mes. Esto, a su vez, fue el resultado de flujos nulos de los préstamos a corto plazo, mientras que los flujos mensuales de préstamos a más largo plazo fueron negativos por primera vez desde el comienzo de las perturbaciones. Esta evolución está asociada al deterioro de las perspectivas económicas de la zona del euro, que afecta principalmente a la demanda de préstamos, pero que también influye en las decisiones de las entidades de crédito sobre las condiciones establecidas para la concesión de créditos. Además, puede que las operaciones de titulización también se estén realizando de manera creciente con préstamos otorgados a las sociedades no financieras. No obstante, es poco probable que estas operaciones sean lo suficientemente importantes como para modificar la valoración de que los flujos de préstamos fueron negativos. Es posible que el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras continúe moderándose, habida cuenta de las perspectivas económicas y de que los criterios de aprobación del crédito se han endurecido. Para más información sobre la evolución de estos criterios a finales del año pasado y principios de este año, véase el recuadro 3, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2009».

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares volvió a disminuir en diciembre, hasta el 1,8%, desde el 2,5% de noviembre. La evolución a más corto plazo, medida por la tasa de crecimiento de tres meses anualizada, experimentó una acusada desaceleración. No obstante, esta evolución debe interpretarse con cautela, ya que refleja, en gran medida, el impacto de la eliminación de préstamos del balance como consecuencia de las operaciones de titulización fuera de balance. Dado que dicha eliminación afecta principalmente a los préstamos hipotecarios, los flujos mensuales de préstamos a hogares, particularmente de los destinados a adquisición de vivienda, continuaron siendo positivos.

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 -0,1% en diciembre,

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

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

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.

desde el 0,9% de octubre y noviembre. Esta tasa negativa oculta una evolución divergente de sus distintos subcomponentes. Ciertamente, la tasa de crecimiento de las tenencias de valores distintos de acciones a más de dos años de las IFM continuó siendo negativa, compensando con creces el crecimiento positivo, aunque en descenso, de los depósitos a más de dos años, mientras que el crecimiento de los depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses fue prácticamente nulo. Los datos mensuales sobre las emisiones netas de valores distintos de acciones por parte de las IFM muestran persistentes flujos negativos, y confirman que las entidades de crédito están teniendo dificultades para obtener financiación fuera del sector de las IFM a través de esta fuente.

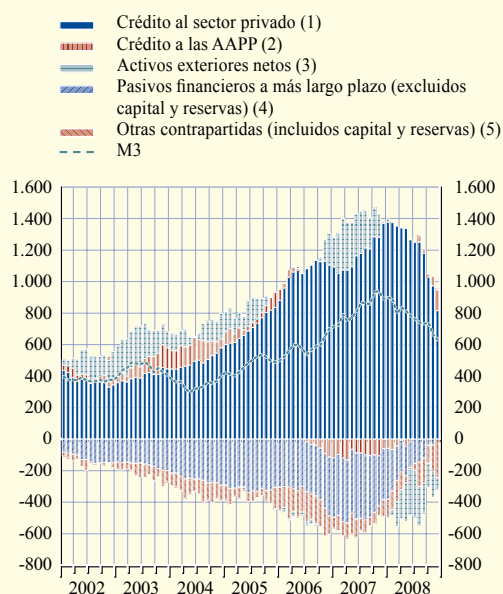
La tasa de crecimiento interanual del capital y reservas disminuyó hasta el 9,5% en diciembre, desde el 12% de noviembre. Esta evolución, que refleja unas salidas mensuales de 11 mm de euros en estos instrumentos en diciembre, oculta la recapitalización que están llevando a cabo instituciones financieras individuales con la ayuda de los Gobiernos.

Si se considera la evolución de los activos y los pasivos exteriores del sector de las IFM se observan cuantiosos flujos de salida a ambos lados del balance. Estas salidas confirman la valoración de que las actividades de negocio de las IFM con no residentes en la zona del euro están disminuyendo, y con ello están contribuyendo a la reducción del endeudamiento de las entidades de crédito. En diciembre, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró considerables entradas netas, por importe de 47 mm de euros, ya que los pasivos cayeron con mayor intensidad que los activos. Las salidas interanuales de la citada posición se redujeron a 79 mm de euros, desde 168 mm de euros en noviembre.

En resumen, los datos de diciembre confirman que la reciente intensificación de las tensiones en los mercados financieros ha causado un impacto sobre determinadas posiciones del balance de las IFM. Esto es especialmente evidente en la reducción de los niveles de endeudamiento que se está observando en relación con no residentes en la zona del euro. El crecimiento del crédito al sector privado no financiero, particularmente a las sociedades no financieras, fue relativamente moderado en diciembre. Esto se debió, fundamentalmente, a la desaceleración de la actividad económica real y al deterioro de las perspectivas económicas, si bien los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios sugieren que factores de oferta también pueden haber influido.

Gráfico 6 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

Recuadro 3

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

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2009¹. En el cuarto trimestre del 2008, el porcentaje neto de entidades que indicaron que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas se mantuvo, en general, en los elevados niveles del trimestre anterior². Este endurecimiento fue igualmente considerable para las grandes empresas y para las pequeñas y medianas empresas (PYMES). Las entidades participantes en la encuesta señalaron asimismo que los criterios de aprobación del crédito aplicados a los préstamos a hogares también habían experimentado un nuevo endurecimiento, en términos netos, con el endurecimiento neto de los criterios aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos alcanzando un nivel similar al de los préstamos para adquisición de vivienda. Para el primer trimestre del 2009, las entidades esperaban que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación se redujera considerablemente con respecto al cuarto trimestre del 2008 en las tres modalidades de préstamo. En cuanto a la demanda, las entidades indicaron que la demanda neta de préstamos a empresas y de crédito al consumo y otros préstamos a hogares intensificó su descenso, mientras que la demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo en niveles considerablemente negativos en el cuarto trimestre del 2008³.

En esta encuesta se incluían una serie de preguntas ad hoc relativas al efecto de las turbulencias financieras que, en parte, eran las mismas que se planteaban en encuestas anteriores (véase la última sección del recuadro). Las respuestas a una nueva pregunta ad hoc indican que los anuncios de los Gobiernos de ayudas a la recapitalización y de aportación de garantías estatales a los valores de renta fija emitidos por entidades de crédito ya había causado cierto efecto positivo en el acceso de las entidades a la financiación en los mercados mayoristas en el cuarto trimestre del 2008, y se espera que sigan facilitándolo en el primer trimestre del 2009. No obstante, las entidades señalaron que, en general, el acceso a los mercados monetarios y a la titulización había continuado viéndose considerablemente dificultado, y que el acceso a los mercados de renta fija se vio obstaculizado en mayor medida, como consecuencia de las turbulencias en los mercados financieros.

Préstamos o líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: En el cuarto trimestre del 2008, el porcentaje neto de entidades que indicaron que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas se redujo 1 punto porcentual (hasta el 64%, desde el 65% del tercer trimestre del 2008; véase gráfico A). Al igual que en el trimestre anterior, esto se debió al hecho de que la mayor parte de las entidades señalaron que habían «endurecido en cierta medida» los citados criterios, mientras que sólo una minoría indicó que los habían endurecido «considerablemente». Los

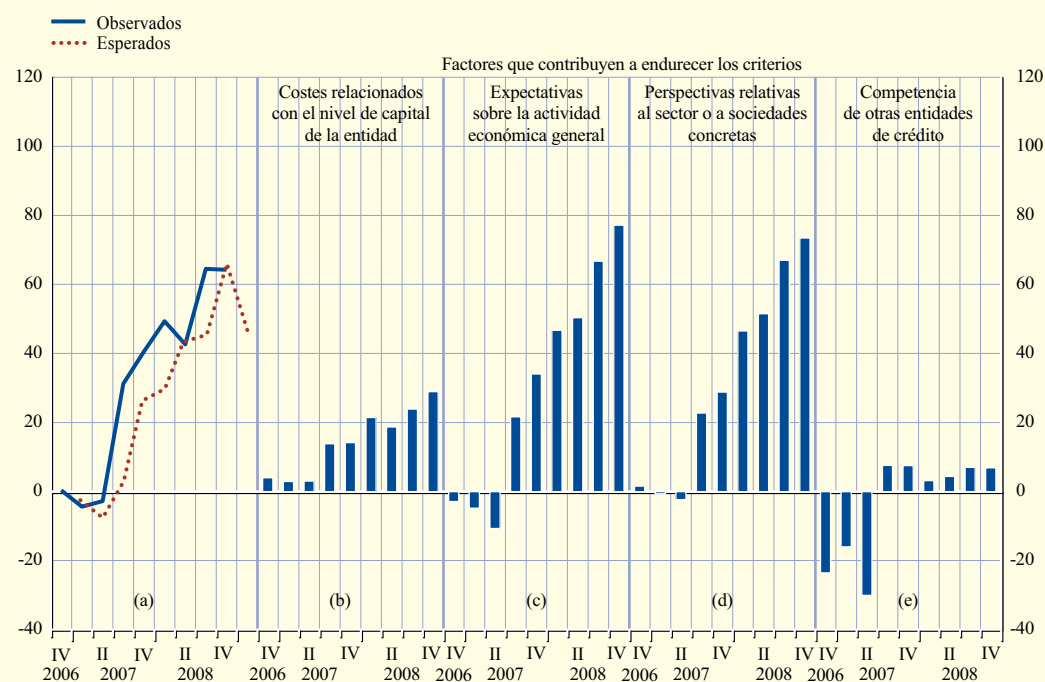
1 La fecha límite para la recepción de datos de las entidades participantes fue el 7 de enero de 2009. El 6 de febrero de 2009 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2009, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

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

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

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

(en porcentaje neto)



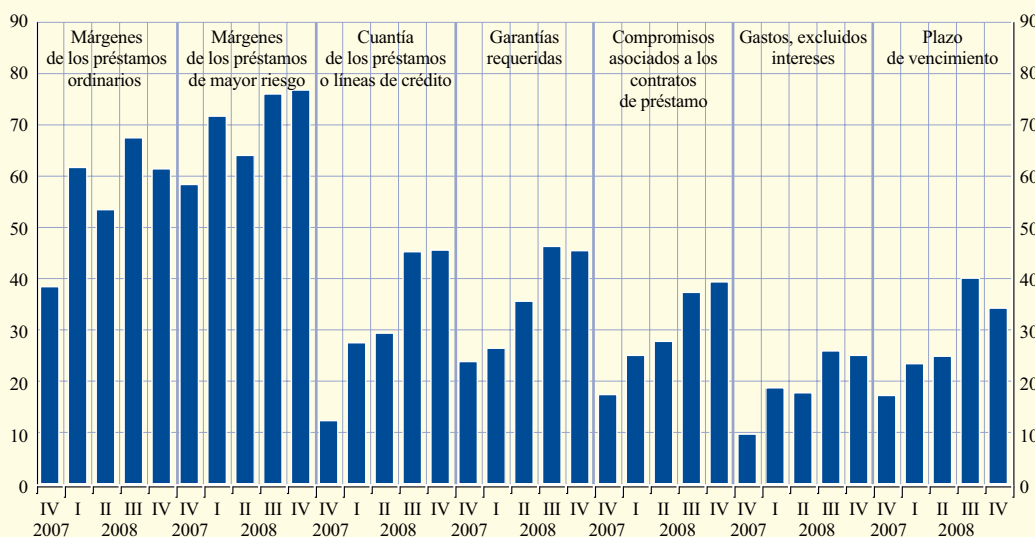
Nota: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta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

principales factores determinantes del endurecimiento neto continuaron siendo las expectativas relativas a la actividad económica futura y las perspectivas relativas a sectores o sociedades concretas, que cobraron mayor importancia. Al mismo tiempo, el impacto de los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades aumentó ligeramente, manteniéndose en niveles relativamente elevados, en particular en lo que respecta a los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades y a la capacidad de éstas para acceder a la financiación en los mercados, mientras que su situación de liquidez prácticamente no se modificó.

En cuanto a las condiciones establecidas para la concesión de préstamos a empresas, las entidades indicaron que, en el cuarto trimestre, los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios y a los préstamos de mayor riesgo se habían incrementado de nuevo, en términos netos, el 61%, frente al 68% del tercer trimestre, y el 77%, frente al 76%, respectivamente (véase gráfico B). Por otra parte, el endurecimiento de las condiciones no relacionadas con el precio permaneció en niveles elevados. Al igual que en el trimestre anterior, casi la mitad de las entidades endurecieron los criterios en lo que respecta a la cuantía del préstamo o de la línea de crédito y a las garantías requeridas.

A diferencia de encuestas anteriores, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito fue igualmente acusado para las grandes empresas (el 63%, en comparación con el 68% del tercer

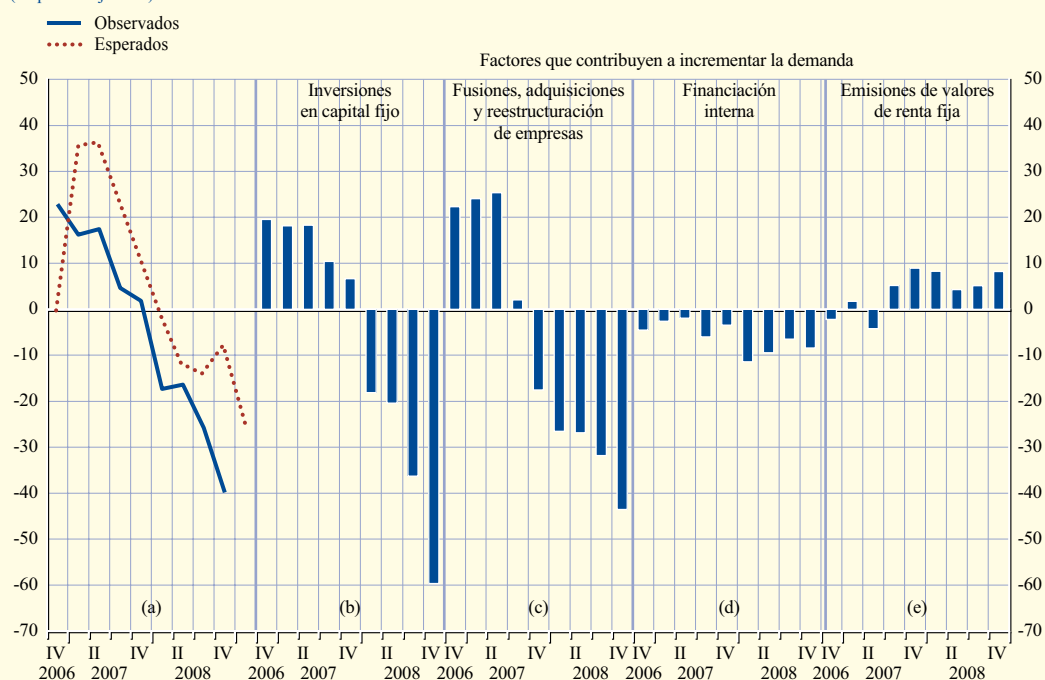
(porcentaje neto de entidades que indican un endurecimiento de las condiciones)



Demanda de préstamos: Según las entidades participantes en la encuesta, la demanda neta de préstamos a empresas volvió a disminuir considerablemente y continuó siendo negativa en el cuarto trimestre del 2008 (del -40%, en comparación con el -26% del tercer trimestre; véase gráfico C). Esta demanda neta negativa estuvo determinada por las menores necesidades de financiación para inversiones en capital fijo (hasta el -60%, desde el -36% del tercer trimestre) y por un nuevo descenso de la demanda de financiación para fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de empresas (hasta el -44%, desde el -32% del tercer trimestre). Además, al igual que en el trimestre anterior, la financiación interna (es decir, los flujos de caja) contribuyó en cierta medida a la reducción de la demanda neta de préstamos a empresas. En cambio, la emisión de valores de renta fija siguió contribuyendo

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

(en porcentaje neto)



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

positivamente, en niveles algo más elevados, a la demanda neta de préstamos por parte de las empresas, reflejando las difíciles condiciones en los mercados y el aumento del coste de la financiación mediante la emisión de valores de renta fija. En cuanto al tamaño de los prestatarios, aunque la demanda neta de préstamos fue negativa tanto en el caso de las grandes empresas como en el de las PYMES, la caída fue algo más pronunciada para estas últimas en el cuarto trimestre del 2008. Por lo que se refiere a los plazos de vencimiento, la demanda neta de préstamos a largo plazo se redujo particularmente.

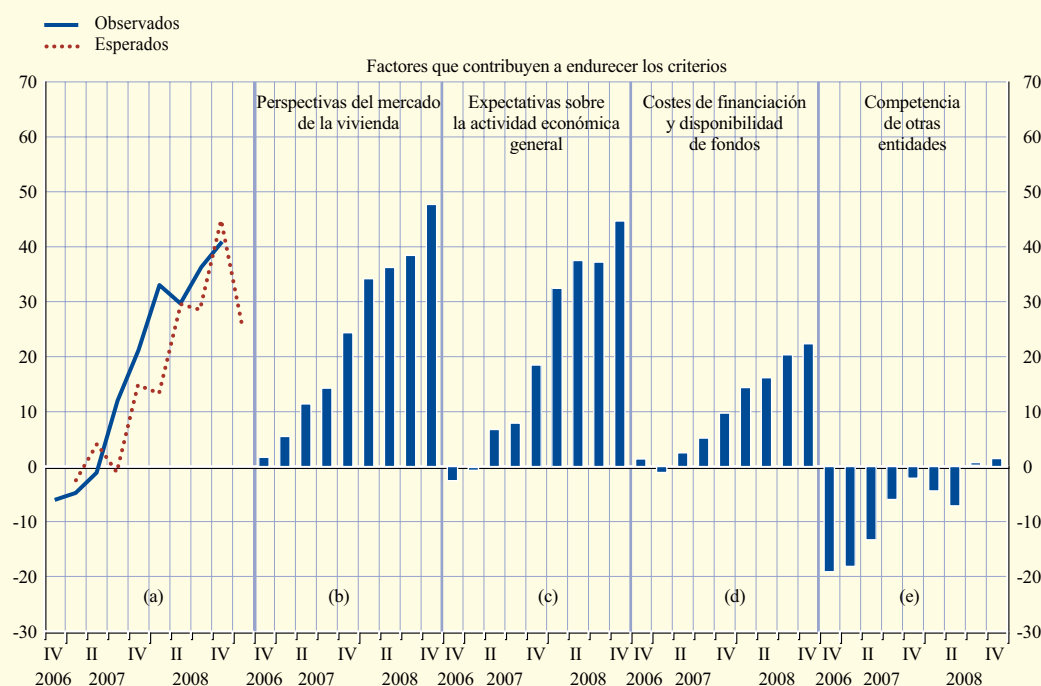
Para el primer trimestre del 2009, se espera que el descenso de la demanda neta de préstamos por parte de empresas sea menos negativo, del -26%, en comparación con la demanda neta observada en el cuarto trimestre del 2008 (véase gráfico C).

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el cuarto trimestre del 2008, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuó aumentando ligeramente (hasta el 41%, desde el 36% del tercer trimestre; véase gráfico D). Las expectativas relativas a la actividad económica general y las perspectivas del mercado de la vivienda siguieron siendo los factores que

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

(en porcentaje neto)



Nota: Véase la nota del gráfico A.

más contribuyeron al endurecimiento neto de los citados criterios. No obstante, los costes de financiación y la disponibilidad de fondos también continuaron ejerciendo algunas presiones sobre las entidades participantes en la encuesta. Al igual que en el trimestre anterior, la competencia de otras entidades no contribuyó a la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, sino que, en general, fue un factor neutral.

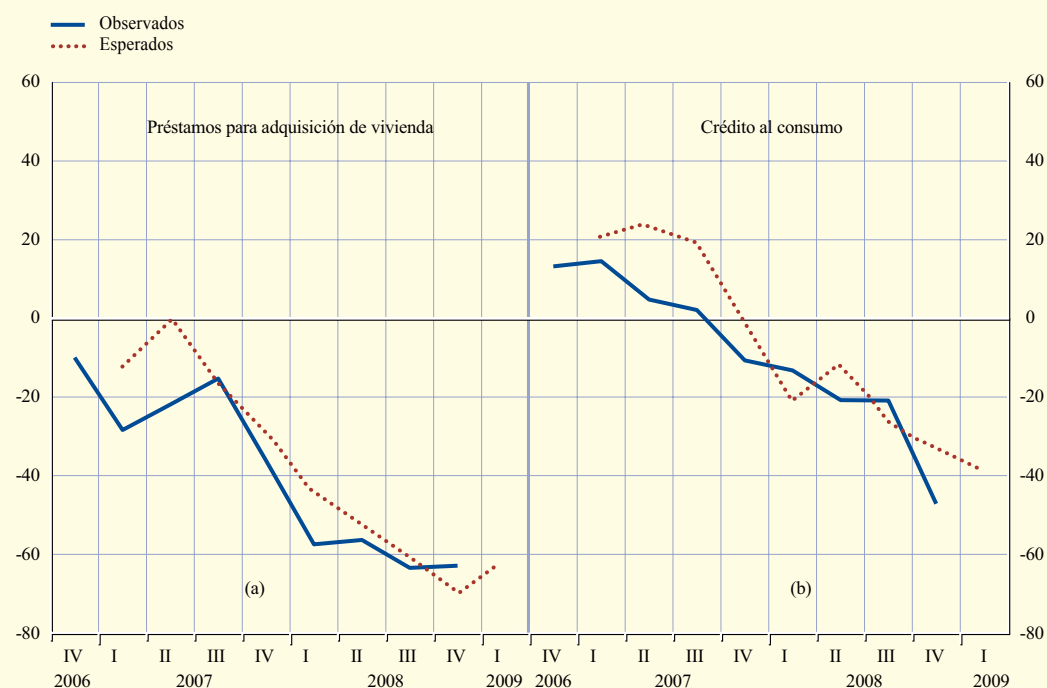
En cuanto a las condiciones establecidas para la concesión de préstamos para adquisición de vivienda, las entidades participantes señalaron un incremento neto de los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios (hasta el 45%, desde el 35% del tercer trimestre), así como de los aplicados a los préstamos de mayor riesgo (hasta el 51%, desde el 43% del tercer trimestre). Además, otras condiciones no relacionadas con el precio, como las garantías requeridas y la relación entre el principal y el valor de la garantía, experimentaron un nuevo endurecimiento.

En el primer trimestre del 2009 se espera que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda se endurezcan en menor medida (el 25%), en comparación con el endurecimiento neto observado en el cuarto trimestre del 2008 (véase gráfico D).

Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda se mantuvo en niveles negativos elevados en el cuarto trimestre del 2008 (el -63%, frente al -64% del tercer trimestre del 2008; véase gráfico E). Esta evolución fue reflejo, principalmente, del deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores. Para el primer trimestre del 2009,

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

(en porcentaje neto)



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

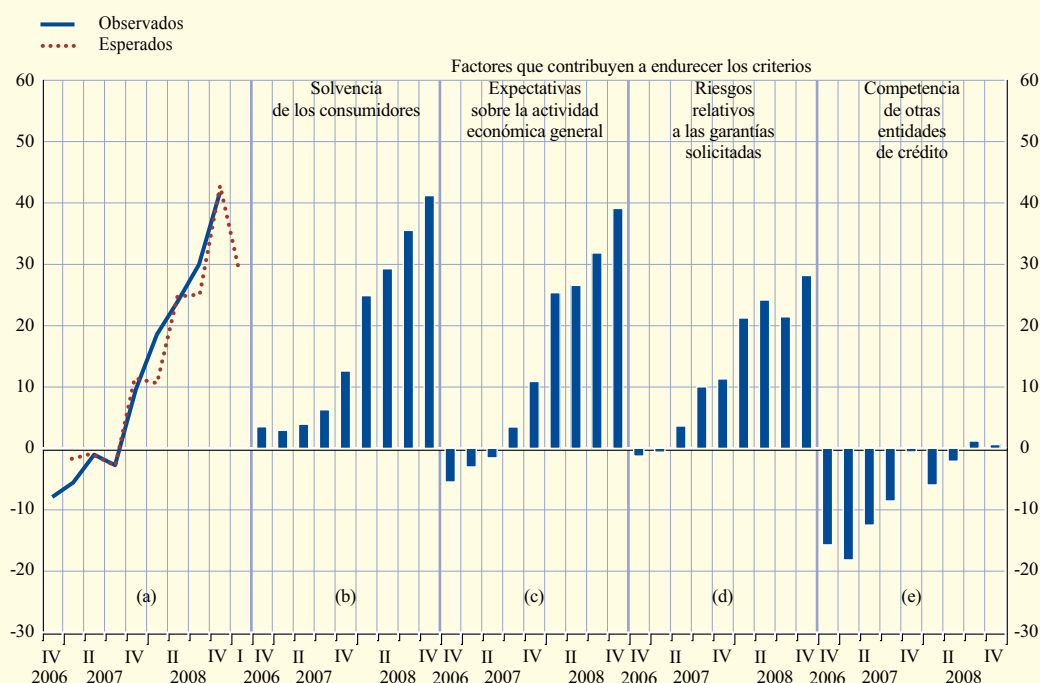
las expectativas apuntan a que esta demanda neta negativa prácticamente no experimentará variaciones (el -61%) con respecto a la demanda neta observada en el cuarto trimestre del 2008.

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: En el cuarto trimestre del 2008, el porcentaje neto de entidades que indicó que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares habían experimentado un endurecimiento continuó aumentando (hasta el 42%, en comparación con el 30% del trimestre anterior; véase gráfico F), y alcanzó un nivel similar al de los préstamos para adquisición de vivienda. Una vez más, el principal factor determinante del nuevo endurecimiento neto fue la percepción de las entidades de los riesgos, principalmente de los relacionados con las expectativas relativas a la actividad económica general y con la solvencia de los consumidores. En cuanto a las condiciones del crédito al consumo, las entidades indicaron que se había producido un aumento en el ritmo de endurecimiento neto de los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios, mientras que éste prácticamente no se modificó en el caso de los márgenes aplicados a los préstamos de mayor riesgo (situándose ambos en el 37%).

Para el primer trimestre del 2009, las expectativas apuntan a una reducción considerable del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares.

(en porcentaje neto)



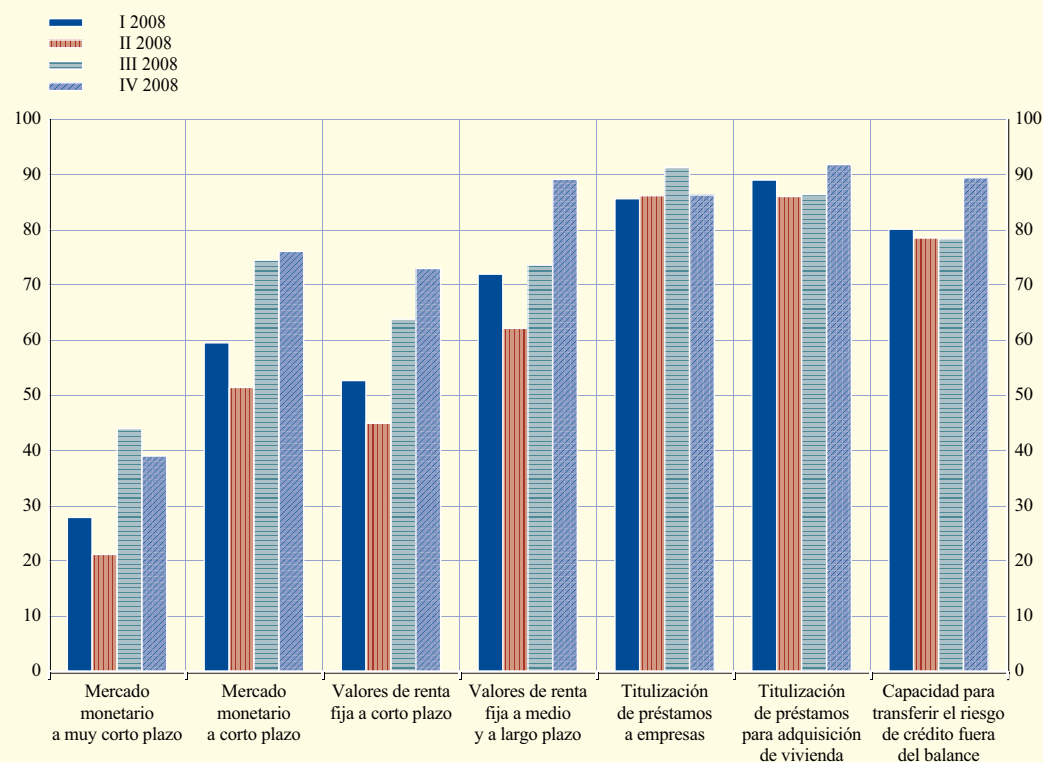
res (28%), en comparación con el endurecimiento neto observado en el cuarto trimestre del 2008 (véase gráfico F).

Preguntas ad hoc sobre las turbulencias en los mercados financieros

En cuanto a la financiación de las entidades de crédito a través de los mercados mayoristas, las entidades señalaron que, como consecuencia de las turbulencias experimentadas en los mercados financieros, en el cuarto trimestre del 2008, el acceso a los mercados monetarios había continuado

Gráfico G Acceso a la financiación en los mercados mayoristas

(en porcentaje)



Nota: Las cifras indican el porcentaje de entidades que han señalado que el acceso a determinadas fuentes de financiación mayorista se ha dificultado. La cifra que figura en cada columna se calcula como el número de entidades que ha indicado esa fuente de financiación concreta en porcentaje del número de entidades que no han respondido "no aplicable" a esta pregunta. Estas cifras totales son medias ponderadas de los resultados por países.

siendo considerablemente difícil, y que el acceso a los mercados de renta fija se había visto obstaculizado en mayor medida, en relación con el tercer trimestre (véase gráfico G). El 89% de las entidades participantes en la encuesta indicaron que habían tenido dificultades para acceder a los mercados para obtener financiación mediante la emisión de valores de renta fija a medio y a largo plazo, mientras que las dificultades para acceder a los mercados de titulización alcanzaron niveles igualmente elevados, y el acceso continuó viéndose obstaculizado en la misma medida que en el tercer trimestre. El 86% y el 92% de las entidades participantes en la encuesta para las que las actividades de titulización eran importantes indicaron que habían tenido dificultades para acceder a la titulización de préstamos a empresas y de préstamos para adquisición de vivienda, respectivamente. En los tres próximos meses se espera que el acceso a la financiación a corto plazo mejore en el caso de los mercados monetarios y, hasta cierto punto, también en el de los mercados de renta fija a corto plazo. Al mismo tiempo, se espera que las emisiones de valores de renta fija a medio y a largo plazo, así como el acceso a la titulización, continúen obstaculizados en la misma medida que en el cuarto trimestre del 2008.

A este respecto, los anuncios de los Gobiernos de ayudas a la recapitalización y de aportación de garantías estatales para los valores de renta fija emitidos por entidades de crédito ya parecen haber

facilitado, en cierta medida, el acceso de las entidades a la financiación en los mercados mayoristas. Así se indicó en las respuestas a la nueva pregunta ad hoc⁴. El 34% de las entidades participantes señalaron cierta mejora en el cuarto trimestre del 2008. Para el primer trimestre del 2009, el 58% de las entidades esperaba que el acceso mejore como consecuencia de estas medidas⁵.

Más o menos en consonancia con la evolución observada en lo que respecta al acceso a los mercados monetario y de renta fija, las entidades participantes en la encuesta señalaron que el impacto de las dificultades para acceder a estas opciones de financiación sobre los criterios de concesión del crédito bancario había permanecido prácticamente invariable, en niveles elevados, tanto en lo que respecta a los importes como a los márgenes. Este impacto continuó siendo más intenso sobre los márgenes que sobre la cantidad de préstamos concedidos. En cuanto al impacto sobre la política crediticia de las mayores dificultades de acceso a los mercados de titulización, las entidades indicaron un impacto algo más reducido sobre la cantidad de préstamos otorgados y un impacto similar sobre los márgenes, en comparación con el trimestre anterior.

Por último, en cuanto al impacto de las turbulencias financieras sobre su política crediticia a través de la variación de los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades, en el cuarto trimestre del 2008, el 48% de las entidades participantes en la encuesta señaló que se había producido un impacto considerable o moderado sobre los niveles de capital y sobre la política crediticia, lo que supone un aumento de 5 puntos porcentuales con respecto al tercer trimestre.

4 A esta pregunta respondieron 102 de las 112 entidades participantes en la encuesta, lo que se traduce en una tasa de respuesta del 91%. El 6% de las entidades participantes en la encuesta señalaron «no aplicable».

5 Incluidas las entidades que señalaron «una mejora considerable en el acceso a los mercados» para el cuarto trimestre del 2008, el 2%, y en las expectativas para el primer trimestre del 2009, el 3%.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro experimentó un ligero aumento en noviembre del 2008. Mientras que las tasas de crecimiento de los valores emitidos por las IFM y las sociedades no financieras se mantuvieron en niveles moderados, la de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central se incrementó considerablemente, especialmente en el caso de los valores a corto plazo. La tasa de crecimiento de la emisión de acciones cotizadas se incrementó levemente, aunque permaneció en niveles reducidos.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se elevó ligeramente en noviembre del 2008, hasta el 8,1%, en comparación con el 7% registrado el mes precedente (véase cuadro 3). La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo aumentó 2,9 puntos porcentuales, hasta el 23,2%, en noviembre del 2008, mientras que la de valores a largo plazo registró un incremento moderado, de 0,9 puntos porcentuales, y se situó en el 6,2%. La emisión de valores a más largo plazo puede descomponerse en valores a tipo de interés variable y a tipo de interés fijo. Generalmente, en periodos caracterizados por una curva de rendimientos plana, los inversores suelen preferir valores a tipo de interés variable frente a valores a tipo fijo. De acuerdo con esta observación, en noviembre del 2008, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2008 Nov	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 Oct	2008 Nov
Valores distintos de acciones:	13.073	8,9	8,1	6,9	7,3	7,0	8,1
IFM	5.332	10,8	9,3	7,7	8,1	5,3	5,7
Instituciones financieras no monetarias	1.798	26,6	24,9	21,8	23,5	21,7	24,4
Sociedades no financieras	698	8,0	8,7	5,8	4,0	4,0	3,9
Administraciones Públicas	5.245	3,0	2,7	2,2	2,4	4,8	6,4
De las cuales:							
Administración Central	4.913	2,8	2,7	2,3	2,4	4,9	6,7
Otras Administraciones Públicas	332	5,2	2,7	1,3	3,0	2,8	2,8
Acciones cotizadas:	3.474	1,3	1,2	0,9	0,6	0,7	0,9
IFM	393	1,3	0,8	1,5	2,8	4,2	5,9
Instituciones financieras no monetarias	265	2,8	2,6	2,4	2,5	2,8	2,2
Sociedades no financieras	2.816	1,2	1,2	0,6	0,0	-0,1	-0,1

Fuente: BCE.

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

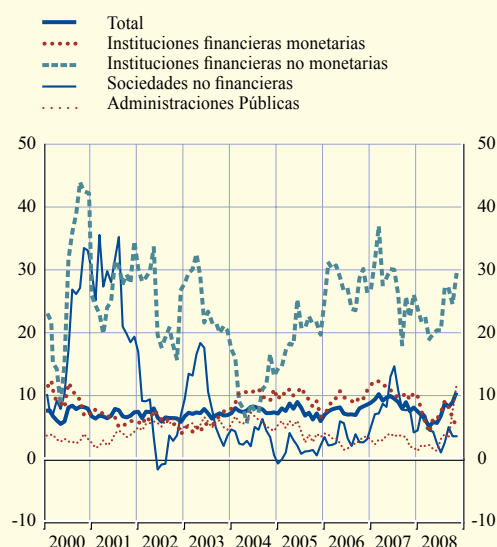
valores a tipo de interés variable se situó en el 13,6%, considerablemente por encima de la de los valores a tipo de interés fijo, que ese mismo mes fue del 3,3%.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras en noviembre del 2008 prácticamente no experimentó variaciones y fue del 3,9%. Desde una perspectiva a más largo plazo, la actual actividad emisora de las sociedades no financieras se mantiene en niveles sensiblemente más reducidos que los registrados en el período inmediatamente anterior al estallido de la crisis, a mediados del 2007, y hasta el primer trimestre del 2008. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por el citado sector experimentó un leve descenso, de 0,6 puntos porcentuales, y se situó en el 2,7% en noviembre del 2008, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión a corto plazo se incrementó hasta el 10,1%, desde el 7,6% 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 registró un ascenso de 1,6 puntos porcentuales, hasta el 10,5%, en noviembre del 2008, debido principalmente al notable aumento de las emisiones de la Administración Central. En cambio, la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de los valores distintos de acciones

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.

emitidos por las sociedades no financieras se mantuvo moderada, en el 3,5%, el mismo nivel que el mes anterior (véase gráfico 7). Más detalladamente, los datos desestacionalizados apuntan a que las emisiones valores distintos de acciones a corto plazo por parte de las sociedades no financieras fueron relativamente elevadas, así como a una prolongada debilidad en la emisión de valores a largo plazo.

Por lo que se refiere al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se incrementó hasta el 5,7% en noviembre del 2008, un ligero aumento con respecto al 5,3% de octubre del 2008. La emisión de valores a corto plazo, que había sido considerable desde el comienzo de las perturbaciones financieras en el verano del 2007, ha experimentado una desaceleración progresiva desde septiembre, y en noviembre registró una tasa de crecimiento interanual del 12,3%. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM se redujo moderadamente, hasta el 4,5%, en noviembre del 2008. Es probable que el nuevo descenso de la emisión de valores a corto plazo del citado sector se deba al aumento de los diferenciales de crédito de la deuda de las instituciones financieras tras la quiebra de Lehman Brothers que, en cierta medida, se vio contrarrestado por los anuncios de diversas medidas de los Gobiernos para apoyar al sector bancario en estos momentos. La magnitud del efecto de la intensificación de las turbulencias financieras puede valorarse con mayor precisión si se examinan los datos desestacionalizados. Los datos de seis meses desestacionalizados correspondientes a noviembre del 2008 indican que las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo y a largo plazo emitidos por las IFM se redujeron 1,2 puntos porcentuales (hasta el 7,8%) y 1,5 puntos porcentuales (hasta el 4,5%), respectivamente.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias aumentó ligeramente en noviembre del 2008, hasta el 24,4%, en comparación con el 21,7% del mes precedente, confirmando con ello la persistente e intensa actividad emisora de este sector. Gran parte de esta actividad está relacionada con las numerosas operaciones de titulización realizadas por sociedades instrumentales patrocinadas por entidades de crédito, pese a la paralización efectiva de las colocaciones en los mercados desde el comienzo de las turbulencias. La tasa de crecimiento de seis meses anualizada, que capta mejor la evolución a corto plazo, aumentó hasta el 29,2% en noviembre, desde el 24,6% de octubre.

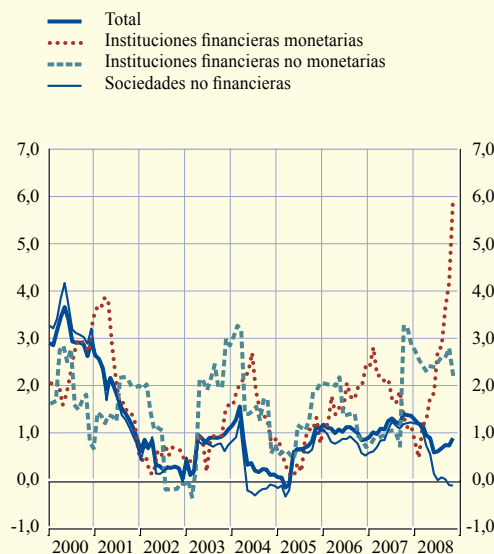
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se incrementó considerablemente en noviembre del 2008, hasta el 6,4% (el nivel más elevado desde agosto del 2004), desde el 4,8% de octubre del 2008. Este aumento se debió, en su mayor parte, al acusado aumento de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por la Administración Central.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro fue del 0,9% en noviembre del 2008, lo que representó un aumento de 0,2 puntos porcentuales con respecto al mes anterior (véase cuadro 3). En un contexto de persistente incremento del coste de las acciones, este moderado nivel refleja fundamentalmente el crecimiento negativo de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que en noviembre fue del -0,1%, el mismo nivel que en octubre, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión por parte de las instituciones financieras no monetarias también se redujo, desde el 2,8% hasta el 2,2%. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM aumentó de nuevo, desde el 4,2% hasta el 5,9%, reflejando las iniciativas de las instituciones de la zona del euro para reforzar su base de capital

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

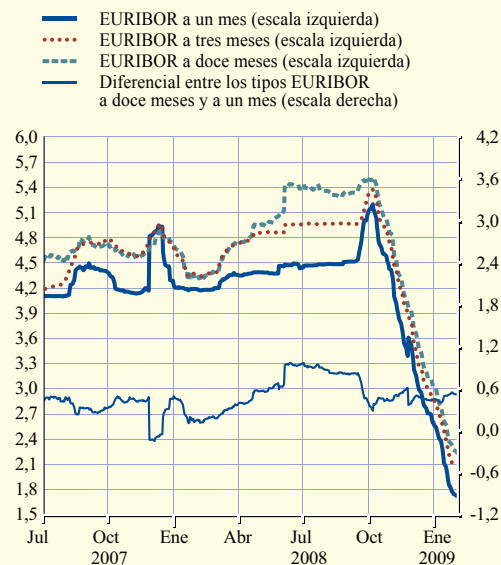
(tasas de crecimiento interanual)



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

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

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



Fuentes: BCE y Reuters.

ante las cuantiosas pérdidas experimentadas el año pasado en los valores que mantienen en sus carteras (véase gráfico 8).

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías experimentaron un nuevo descenso en enero, en consonancia con la revisión a la baja de las expectativas de los mercados acerca de la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales del BCE y con el recorte de estos tipos a mediados de enero. Los tipos de interés sin garantías del mercado monetario también disminuyeron, pero a un ritmo más intenso, lo que se tradujo en un estrechamiento del diferencial entre los tipos del mercado monetario con garantías y los del mercado sin garantías. Con todo, ese diferencial se mantiene en un nivel muy elevado. El Eurosistema continuó proporcionando abundante liquidez al sistema financiero en enero, aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo y con adjudicación plena en sus operaciones principales de financiación y en sus operaciones de financiación a plazo más largo.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un nuevo descenso entre el 15 de enero y el 4 de febrero de 2009. El 4 de febrero, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 1,71%, el 2,05%, el 2,14% y el 2,24% respectivamente, es decir 49, 46, 43 y 42 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 15 de enero (véase gráfico 9). Esta caída fue especialmente pronunciada en los tipos a más corto plazo, con el resultado de que el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes aumentó hasta 53 puntos básicos el 4 de febrero, desde 45 puntos básicos el 15 de enero (véase gráfico 9).

Los tipos *swap* del EONIA también disminuyeron durante el mes, pero a un ritmo más moderado. Esta caída refleja, en parte, el recorte de 50 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE anunciado el 15 de enero y las expectativas de los mercados de nuevas reducciones en los próximos meses. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR sin garantías y el índice del EONIA *swap* cayó hasta situarse en niveles observados por última vez a finales de septiembre, antes del pico registrado a principios de octubre. Entre el 15 de enero y el 4 de febrero, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el índice del EONIA *swap* al mismo plazo se redujo de 101 puntos básicos a 87 puntos básicos.

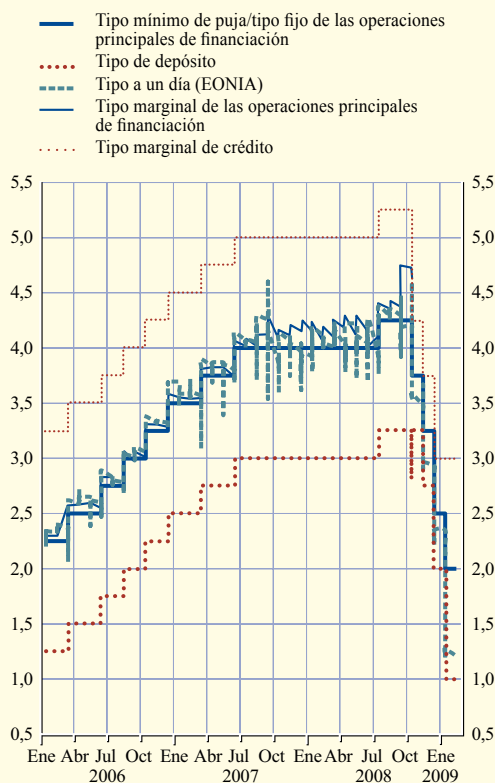
El 4 de febrero, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre del 2009 se situaban en el 1,8%, el 1,665% y el 1,695% respectivamente, lo que representa unas caídas de 28, 20,5 y 20,5 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles del 15 de enero. El comportamiento de los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses reflejan, en parte, la revisión a la baja de las expectativas en relación con la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE, así como una nueva reducción del diferencial previsto entre los tipos con garantías y sin garantías.

El 15 de enero, el Consejo de Gobierno acordó reducir 50 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE, con lo que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se redujo hasta el 2%.

Al inicio del primer período de mantenimiento del 2009 (que finalizó el 10 de febrero de 2009), el EONIA experimentó un acusado descenso, debido, por una parte, al recorte de los tipos de interés oficiales del BCE (véase gráfico 10) y, por otra, a que la banda establecida por los tipos de interés de las facilidades permanentes se amplió de nuevo de manera simétrica, de 100 puntos básicos a 200 puntos básicos, con efecto a partir del primer día del período de mantenimiento (el 21 de enero). El EONIA continuó disminuyendo durante el período de mantenimiento. Tras situarse en torno al 2,14% hacia el final del período de mantenimiento anterior, el EONIA cayó hasta el 1,498% el primer día del nuevo período, y el 4 de febrero se situó en el 1,201%. En general, el EONIA permaneció en niveles considerablemente inferiores al tipo de interés aplicado en las operaciones principales de financiación del período comprendido entre el 15 de enero y el 4 de febrero, situándose, en promedio, 65 puntos básicos por debajo de dicho tipo. El diferencial medio fue de 38 puntos básicos antes de la ampliación de la banda establecida por los tipos de interés de las facilidades permanentes, el 21 de enero, y de 74 puntos básicos posteriormente. Esta evolución es acorde con la provisión de abundantes volúmenes de liquidez en el contexto de la política de adjudicación plena a tipo de interés fijo.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Como consecuencia de la política actual de gestión de la liquidez del Eurosistema (esto es, la provisión de liquidez mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo y con adjudicación plena en las operaciones principales de financiación), el volumen de liquidez proporcionado al mercado estuvo determinado únicamente por las pujas presentadas por las entidades en las subastas. En las operaciones principales de financiación de los días 20 y 27 de enero y 3 de febrero, las entidades presentaron pujas por importe de 119,5 mm de euros, 183,5 mm de euros y 213,3 mm de euros por encima de las respectivas adjudicaciones de referencia, con lo que obtuvieron bastante más liquidez de la que hubiera sido necesaria para cumplir las exigencias de reservas.

El recurso a la facilidad de depósito se mantuvo en niveles elevados durante el primer período de mantenimiento del año, si bien, en promedio, fue inferior al registrado en el período anterior. Como consecuencia de la situación de liquidez holgada y de un recurso limitado a las operaciones de ajuste, el recurso medio diario a esta facilidad fue de 177 mm de euros entre el 21 de enero y el 4 de febrero, con variaciones significativas durante este período. No obstante, fue inferior a la media de 239 mm de euros observada en el período de mantenimiento anterior. Esta caída podría ser resultado de la nueva ampliación de la banda, que ha restado atractivo a la facilidad de depósito, aunque esta conclusión puede ser prematura. El descenso también está relacionado con el hecho de que los volúmenes de fondos solicitados en las operaciones principales de financiación fueron inferiores a los del período de mantenimiento precedente. El recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito se redujo ligeramente, de 2,8 mm de euros en el período de mantenimiento anterior a unos 2,3 mm de euros en el período comprendido entre el 21 de enero y el 4 de febrero. Esto sugeriría que la absorción neta diaria de liquidez se situó, en promedio, en 174,7 mm de euros en este período.

Por otra parte, el Eurosistema realizó una operación de ajuste el 20 de enero, último día del período de mantenimiento anterior, en la que absorbió 140 mm de euros aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable, con un tipo de interés máximo del 2,5% y un tipo marginal del 2,3%.

En la operación de financiación a plazo más largo complementaria realizada por el Eurosistema el 20 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 113,4 mm de euros con vencimiento a un mes. En la operación de financiación a plazo más largo del 28 de enero (que también se llevó a cabo con adjudicación plena, un tipo de interés fijo del 2% y vencimiento a tres meses), el importe adjudicado ascendió a 43,2 mm de euros.

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 21 y 28 de enero y 4 de febrero, y una operación con vencimiento a tres meses el 27 de enero. El BCE también ha proporcionado a las entidades de contrapartida del Eurosistema financiación en dólares estadounidenses y en francos suizos a cambio de euros a través de operaciones de *swaps* de divisas.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En enero y comienzos de febrero del 2009, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se elevó de forma significativa en las principales áreas económicas, debido, probablemente, a la exigencia de una compensación más elevada por el riesgo asumido por parte de los inversores en los mercados de renta fija mundiales. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro también aumentaron,

pero su evolución puede que siga viéndose afectada, en parte, por los desequilibrios entre la oferta y la demanda existentes en los mercados de bonos indicados con la inflación. Los mercados de renta fija continuaron registrando una elevada volatilidad implícita a ambos lados del Atlántico.

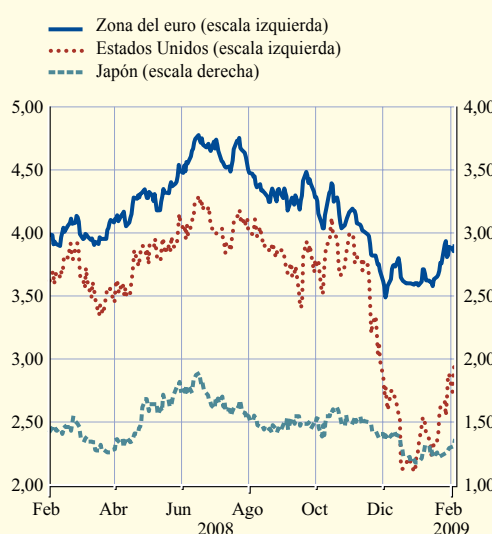
El rendimiento de la deuda pública en los mercados mundiales se ha elevado de forma significativa desde que se inició el año. En la zona del euro y en Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a diez años se incrementó en torno a 30 y 70 puntos básicos, hasta situarse en el 3,9% y el 3%, respectivamente, entre finales de diciembre y el 4 de febrero (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 estrechó en torno a -90 puntos básicos al final del período de referencia. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años también aumentó 20 puntos básicos, hasta situarse en el 1,4% a comienzos de febrero. En enero y primeros de febrero, la volatilidad de los mercados de renta fija a ambos lados del Atlántico siguió moderándose, desde los máximos alcanzados a mediados de noviembre, manteniéndose, no obstante, en niveles muy elevados.

En enero, se produjo una reversión parcial de la tendencia descendente observada en el rendimiento de la deuda pública en Estados Unidos, que se inició a principios de noviembre y se intensificó tras la decisión adoptada a primeros de diciembre por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de establecer un intervalo de referencia para el tipo de interés de los fondos federales, situado entre el 0,0% y el 0,25%, y de mantenerlo, probablemente, en niveles reducidos durante un período prolongado. Desde finales de enero, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo ha experimentado un ascenso significativo. Este ascenso parece estar relacionado con la exigencia de una compensación más elevada por el riesgo asumido por parte de los inversores en los mercados de renta fija mundiales, como queda reflejado en el crecimiento de los swaps de impago de crédito en Estados Unidos y en otras economías principales. La preocupación existente en los mercados sobre las perspectivas a largo plazo de las finanzas públicas puede haber sido alentada, en parte, por los debates que tienen lugar actualmente en el Congreso de Estados Unidos en relación con el plan de estímulo económico cifrado en 825 mm de dólares estadounidenses.

En los mercados de renta fija de la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo también registró un incremento, pese a la decisión adoptada el 15 de enero de reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos. Al igual que en Estados Unidos, tal incremento parece reflejar, asimismo, una mayor percepción, por parte de los inversores en los mercados de renta fija, del riesgo relacionado con la presión fiscal que se deriva de las planes de rescate propuestos por los Gobiernos europeos, en conjunción con la ampliación de la oferta de deuda pública y la moderación de la demanda de nuevas emisiones en los mercados de deuda soberana (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 noviem-

Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



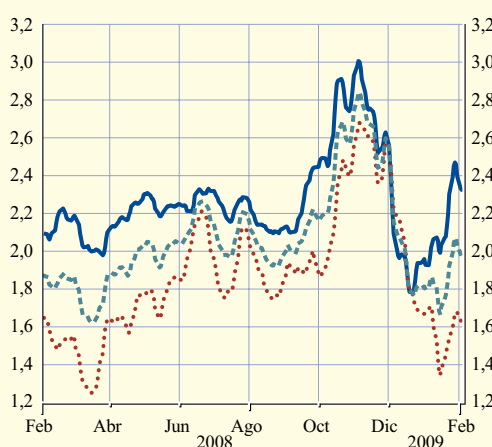
Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

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

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

- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años, dentro de cinco años
- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años
- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a diez años

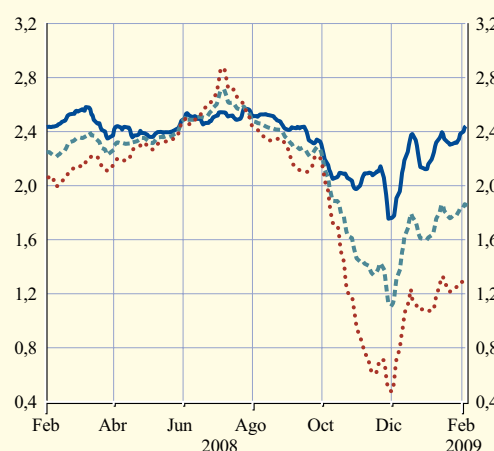


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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)

- Tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años
- Tasa de inflación implícita a cinco años
- Tasa de inflación implícita a diez años



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

bre del 2008). Las situación actual de los mercados y el aumento de la aversión al riesgo entre los inversores en renta fija siguieron contribuyendo a la ampliación de los diferenciales de rendimiento entre la deuda pública a diez años de los distintos países de la zona del euro y la de Alemania, observándose, en la segunda quincena de enero, nuevos máximos desde el inicio de la UEM en algunos países.

Por lo que respecta a los bonos nominales, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo iniciada con la inflación de la zona del euro también ha aumentado de forma significativa desde comienzos del 2009. El crecimiento del rendimiento real de los bonos se produjo, principalmente, en los vencimientos a medio y largo plazo, elevándose el rendimiento de los bonos a diez años en torno a 15 puntos básicos desde finales de diciembre del 2008 (véase gráfico 12). En cuanto a los vencimientos más cortos, el rendimiento real se mantuvo prácticamente sin cambios, e incluso disminuyó ligeramente. La evolución del rendimiento de los bonos indicados con la inflación es, sin embargo, más difícil de interpretar en las circunstancias actuales, ya que es probable que refleje, en parte, los desequilibrios entre la oferta y la demanda atribuibles al fuerte desapalancamiento efectuado por varias instituciones financieras en los últimos meses, como consecuencia de las inadecuadas condiciones de liquidez existentes en este mercado.

Las tasas de inflación implícitas de la zona del euro a todos los vencimientos experimentaron un notable incremento entre finales de diciembre y comienzos de febrero. Por ejemplo, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y diez años se elevaron alrededor de 15 puntos básicos, y a principios de febrero se situaron en torno al 1,3% y al 1,9%, respectivamente, dando lugar a una subida cercana a los 30 puntos básicos en los tipos *forward* a cinco años, dentro de cinco años, que se situaron en torno al 2,4% el 4 de febrero (véase gráfico 13). No obstante, la mayor parte de esta subida se produjo en la primera parte del período de referencia, por lo que podría reflejar, principalmente, la normalización en curso de los desequilibrios entre

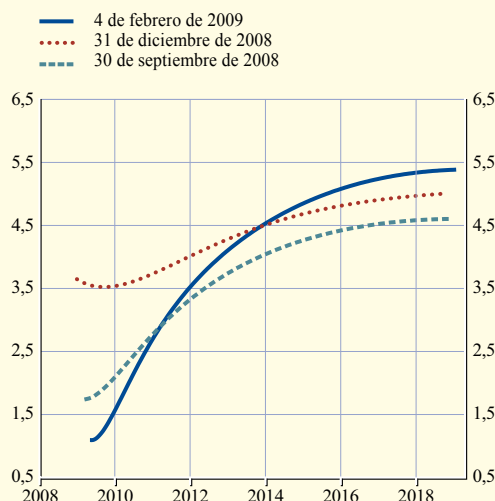
oferta y demanda en el mercado de bonos indicados con la inflación de la zona del euro. Con todo, estas fluctuaciones deberían interpretarse con cautela en términos de modificación de las expectativas de inflación de los participantes en el mercado y de las primas de riesgo relacionadas.

La actual estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra el ajuste a la baja de las expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo tras la última decisión adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE de recortar los tipos oficiales 50 puntos básicos (véase gráfico 14). Al mismo tiempo, el nivel ligeramente más elevado del rendimiento de los bonos a largo plazo en comparación con finales de diciembre parece ser el resultado de un posible incremento de las primas de riesgo en horizontes más largos.

Los diferenciales de renta fija privada han disminuido levemente desde finales de diciembre, pero se mantienen próximos a los máximos históricos alcanzados por la mayoría de las calificaciones crediticias en torno a finales de año. Los diferenciales de bonos de las sociedades no financieras registraron un ligero descenso en todas las calificaciones crediticias, en medio de indicios provisionales de una recuperación de la demanda por parte de los inversores. Del mismo modo, en el sector financiero los diferenciales de la renta fija privada con calificación AAA- y con calificación AA se estrecharon ligeramente, mientras que siguió ampliándose el diferencial de la renta fija privada con calificaciones más bajas. En general, los elevados diferenciales de renta fija privada existentes reflejan la persistente preocupación de los inversores respecto a la solvencia de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras. Por ejemplo, el 4 de febrero los diferenciales de bonos con calificación BBB de las sociedades no financieras se situaron en torno a 425 puntos básicos, mientras que los de las instituciones financieras se aproximaron a los 1.740 puntos básicos.

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

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

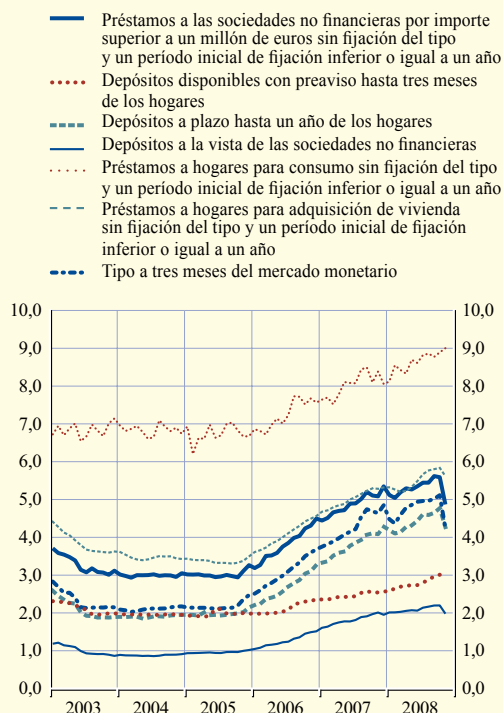
2.5 TIPOS DE INTERÉS APLICADOS A LOS PRÉSTAMOS Y A LOS DEPÓSITOS

En 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.

Desde que se publicó el Boletín Mensual de enero del 2009 no se han recibido nuevos datos sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela antes de la fecha de cierre de la re-

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

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

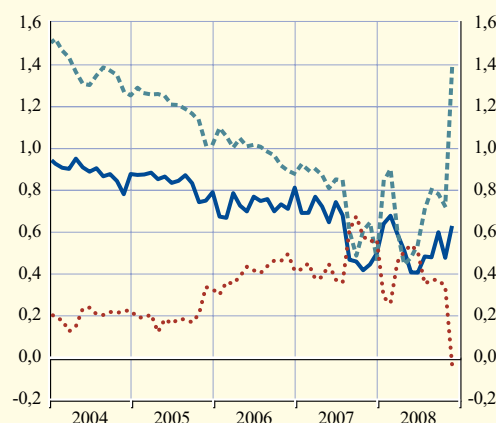


Fuente: BCE.

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

(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 periodo 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
- - - Diferenciales entre los préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un periodo inicial de fijación inferior o igual a un año 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.

cepción de información para elaborar la presente edición del Boletín. Por consiguiente, en esta sección se reitera el mensaje que figuraba en la misma sección del Boletín anterior. En noviembre del 2008, con la excepción de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM al crédito al consumo, 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 más pronunciadas de los tipos de interés de mercado con periodos similares de fijación del tipo. Como consecuencia de las reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE y de un leve alivio de las tensiones en los mercados monetarios, el EURIBOR a tres meses disminuyó acusadamente en noviembre y diciembre del 2008. Esto se tradujo en una ampliación de los diferenciales entre 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 posible que estos movimientos reflejen la lentitud habitual en la transmisión de las variaciones en los tipos de interés de mercado a los tipos aplicados por las en-

tidades 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 inicial 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 aplicados a 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 relativas a las condiciones de los prestatarios. 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.

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.

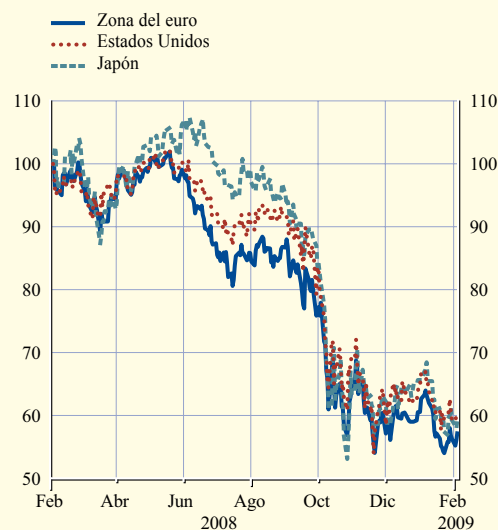
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de diciembre del 2008 y el 4 de febrero del presente año, los índices bursátiles bajaron en la zona del euro y en Estados Unidos, un 5% y un 8%, respectivamente. Estos descensos pueden explicarse por la combinación de una mayor aversión al riesgo por parte de los inversores, la incertidumbre respecto a la profundidad y duración de la recesión en la economía mundial y un nuevo deterioro de los beneficios empresariales. La volatilidad de los mercados de renta variable aumentó en el periodo considerado, aunque se mantuvo muy por debajo de los máximos alcanzados en el otoño del año pasado.

Desde finales de diciembre del 2008, los mercados internacionales de renta variable se han venido caracterizando por una acusada volatilidad y por una alternancia de ganancias y pérdidas, cuyo resultado

Gráfico 18 Índices bursátiles

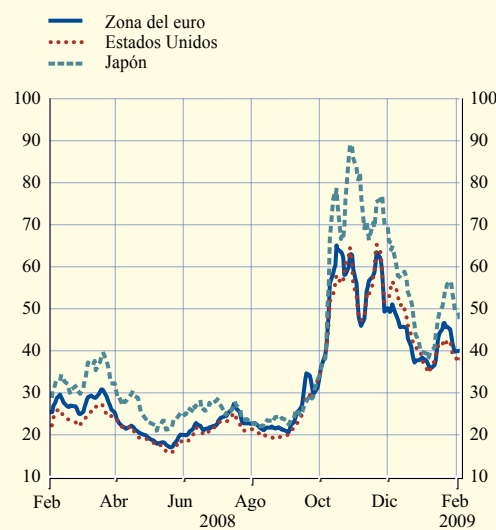
(índice: 1 de febrero de 2008 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 19 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

general ha sido un descenso de los precios de las acciones al final del período analizado. El 4 de febrero, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, habían perdido un 5%, mientras que en Estados Unidos el índice Standard & Poor's 500 había retrocedido un 8%, con respecto a los niveles registrados a finales de diciembre (véase gráfico 18). Durante el mismo período, en Japón las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, bajaron un 9%. La volatilidad implícita a corto plazo, obtenida de las opciones sobre acciones, aumentó ligeramente en las primeras semanas del 2009, hasta niveles elevados en términos históricos, aunque muy inferiores a los máximos observados en el otoño del año pasado (véase gráfico 19). La incertidumbre respecto a la evolución futura del índice Dow Jones EURO STOXX 50 más allá del muy corto plazo (en horizontes temporales de uno y dos años) no experimentó prácticamente cambios, aunque permaneció en cotas bastante altas.

Durante el período examinado, en Estados Unidos y en la zona del euro la evolución de los mercados de renta variable estuvo dominada por la preocupación de los inversores acerca de la duración y profundidad de la recesión a ambos lados del Atlántico. En Estados Unidos, el descenso del índice bursátil general refleja, en gran medida, la evolución negativa de las acciones del sector financiero, que cayeron un 23%, mientras que las del sector no financiero bajaron en torno a un 4%. Estos nuevos descensos, especialmente los observados en el sector financiero, fueron desencadenados por el anuncio de fuertes pérdidas de algunas entidades de crédito, por la inquietud respecto a las perspectivas de la economía estadounidense y por una mayor aversión al riesgo por parte de los inversores. Las sombrías perspectivas macroeconómicas provocaron una ola de anuncios de despidos y se reflejaron también en el dete-

rioro de los beneficios efectivos y esperados de las empresas. El crecimiento de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Standard and Poor's 500 disminuyó en enero, hasta el -15%. Aunque las tasas de crecimiento de los beneficios esperados para los próximos doce meses se revisaron también a la baja, hasta un 10%, esta cifra apunta a cierta recuperación de los beneficios empresariales en un futuro relativamente próximo.

Entre finales de diciembre del 2008 y el 4 de febrero del presente año se observó, en la zona del euro una evolución más equilibrada de los precios de las acciones en los sectores no financiero y financiero, en los que se registraron descensos del 3% y del 10%, respectivamente, mientras que las acciones de las entidades bancarias experimentaron las mayores pérdidas. A pesar de anuncios de beneficios algo contradictorios, las acciones del sector financiero, y en particular las de los bancos, se vieron afectadas por los resultados negativos de algunas entidades bancarias, que acrecentaron los temores de los inversores respecto a la solvencia del sector, y elevaron las primas de riesgo de las acciones. En general, los mercados de renta variable de la zona del euro parecen sufrir todavía los efectos de la elevada aversión al riesgo, de la merma de la confianza de los inversores y de la renovada inquietud en torno al deterioro de las perspectivas económicas.

El difícil clima económico influyó también de forma significativa en los beneficios de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción volvió a descender, hasta el -16% en enero, desde el -13% de diciembre. De cara al futuro, las tasas de crecimiento de los beneficios por acción esperadas para los próximos doce meses se revisaron también a la baja, desde el 1,5% de diciembre, hasta el 0,5% de enero. Por sectores, en enero la evolución de los beneficios siguió presentando un marcado contraste entre el sector no financiero y el financiero. Mientras que en el sector no financiero el crecimiento interanual de los beneficios por acción sólo disminuyó un 8%, en el sector financiero la desaceleración fue mucho más pronunciada, ya que alcanzó el 41%. Posiblemente como consecuencia de los distintos niveles de beneficios que se observan actualmente, los analistas parecen esperar que la evolución temporal de los beneficios, como resultado de los efectos de la crisis, sea muy diferente según los sectores. Para los próximos doce meses se prevé un repunte del 15% de los beneficios por acción en el sector financiero, frente a un descenso del 4% en el sector no financiero.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro siguió bajando en enero del 2009, hasta el 1,1%, desde el 1,6% de diciembre del 2008. Al mismo tiempo, la evolución de los precios de las materias primas en los mercados internacionales ha contribuido también a la rápida reducción de las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro, en relación con los elevados niveles alcanzados a mediados del año pasado. Por el contrario, los datos disponibles sugieren que los costes laborales de la zona del euro continuaron registrando un fuerte crecimiento en el tercer trimestre del 2008.

Como resultado, principalmente, de los efectos de base derivados del pasado comportamiento de los precios de la energía, se espera que las tasas de inflación interanual sigan descendiendo en los próximos meses, alcanzando posiblemente niveles muy bajos a mediados de año. No obstante, debido también a estos efectos de base, se espera que las tasas de inflación vuelvan a subir en el segundo semestre del año. En consecuencia, es probable que las tasas de inflación medidas por el IAPC experimenten acusadas fluctuaciones en el transcurso del 2009. Sin embargo, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga a medio plazo en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Por lo que se refiere a los riesgos para dicha estabilidad, nuevos descensos inesperados de los precios de las materias primas o una desaceleración de la economía mayor de lo previsto podrían generar presiones a la baja sobre la inflación, mientras que podrían materializarse riesgos alcistas, especialmente si la reciente caída de los precios de las materias primas se invirtiera o si las presiones sobre los precios internos resultaran ser más intensas de lo esperado.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro bajó al 1,1% en enero del 2009, desde el 1,6% de diciembre del 2008 (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de enero, los datos disponibles apuntan a un descenso intermensual de los precios de la energía y a una probable influencia moderadora sobre de la inflación, debido a los efectos de base de los componentes de energía y de alimentos.

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2008 Ago	2008 Sep	2008 Oct	2008 Nov	2008 Dic	2009 Ene
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	3,3	3,8	3,6	3,2	2,1	1,6	1,1
Energía	2,6	10,3	14,6	13,5	9,6	0,7	-3,7	.
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	3,7	3,6	3,4	2,8	2,8	.
Alimentos elaborados	2,8	6,1	6,8	6,2	5,1	4,2	3,5	.
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	0,7	0,9	1,0	0,9	0,8	.
Servicios	2,5	2,6	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,8	6,2	8,5	7,9	6,3	3,3	1,7	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	77,0	70,0	55,2	43,1	32,1	34,3
Precios de las materias primas no energéticas	9,2	4,4	10,5	5,5	-7,4	-7,7	-17,1	-20,7

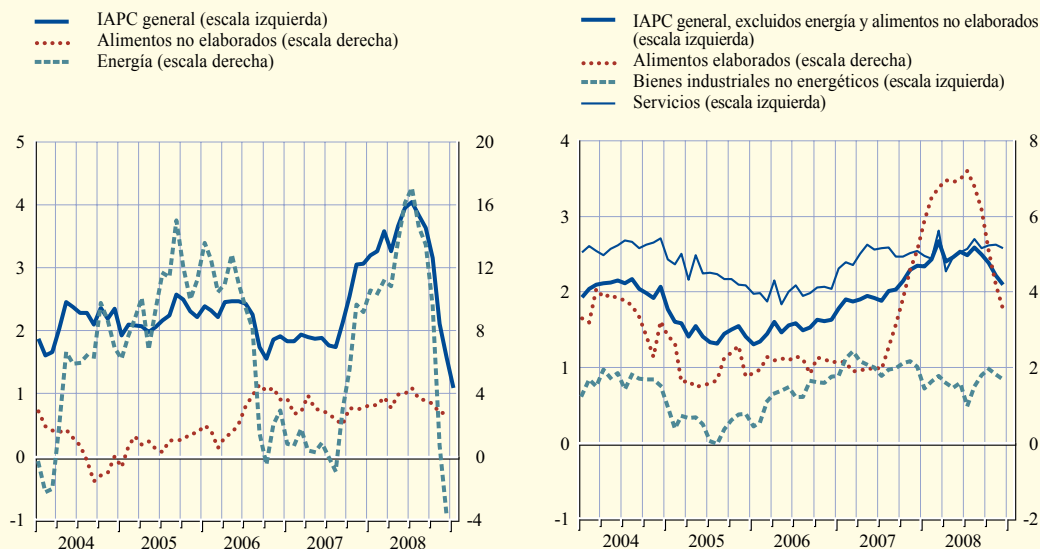
Fuentes: Eurostat, HWWI y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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

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

Gráfico 20 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

El detalle del índice de diciembre indica que la pronunciada desaceleración de la inflación interanual medida por el IAPC observada en el citado mes puede atribuirse, fundamentalmente, a un nuevo descenso de la tasa de variación interanual del componente energético (véase gráfico 20). Este marcado descenso fue resultado de 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 de 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 diciembre, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos volvió también a disminuir en la zona del euro, como consecuencia de la reducción de la correspondiente tasa de los precios de los alimentos elaborados, que bajó hasta el 3,5% en diciembre, desde el nivel máximo del 7,2% observado en julio, en un contexto 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, y fue, en gran medida, reflejo 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 interanual 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 anteriores. 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 al 0,8% de di-

ciembre, tras haber mostrado cierta tendencia al alza en los meses precedentes. El último descenso fue resultado, básicamente, 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 estuvo determinada, en parte, por un efecto de base y, en parte probablemente, por un ligero descenso intermensual, debido a la contracción de la demanda de automóviles. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios permaneció en el 2,6% en diciembre, sin cambios desde septiembre y generalmente en línea con la media registrada desde enero del 2007. No obstante, la estabilidad de la tasa en el mes de noviembre ocultó movimientos opuestos de los distintos componentes. En particular, la tasa de variación interanual del componente de servicios de transporte se incrementó ligeramente, en aparente contradicción con la evolución de los precios del petróleo en ese mes, mientras que la tasa de variación interanual de los precios de las vacaciones organizadas disminuyó de forma significativa.

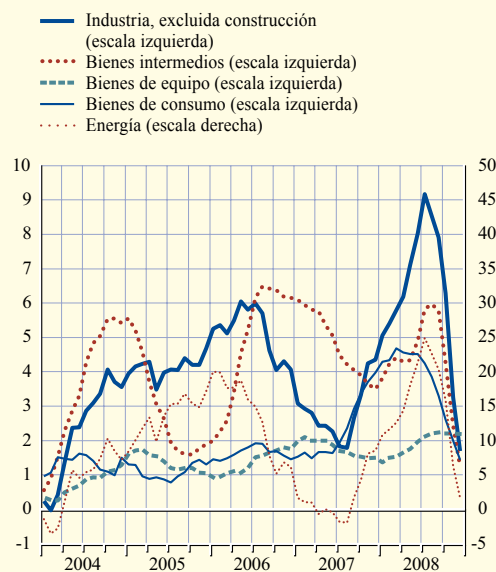
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones sobre los precios en la cadena de suministro han seguido disminuyendo de forma constante en relación con los altísimos niveles alcanzados en el verano del año pasado. La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, cayó al 1,7% en diciembre del 2008, desde el 3,3% de noviembre, como consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios de la energía y de los bienes intermedios (véase gráfico 21). La tasa de variación interanual de los precios del componente energético bajó al 1,7% en diciembre, desde el 6,3% de noviembre, reflejo de un nuevo importante descenso de los precios de la energía en términos intermensuales y de un efecto de base favorable. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación en los precios industriales disminuyó al 1,5%, su nivel más bajo en casi tres años. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios se redujo notablemente en diciembre, hasta el 1,2%, mientras que la correspondiente tasa de los bienes de equipo se mantuvo estable en el 2,2%. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo descendió hasta el 1,4%, desde el 2% de noviembre, como consecuencia de una menor inflación en el componente de bienes no duraderos, a su vez resultado, en cierta medida, de una nueva desaceleración del crecimiento de los precios de los alimentos.

Los últimos datos de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas sugieren que las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han atemperado todavía más a comienzos del 2009 (véase gráfico 22). Según el último índice de directores de compras, tras la fuerte caída de los índices de precios de los bienes intermedios y de los precios de venta, la mayoría de los indicadores de presiones sobre los precios en los sectores de manufacturas y de ser-

Gráfico 21 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



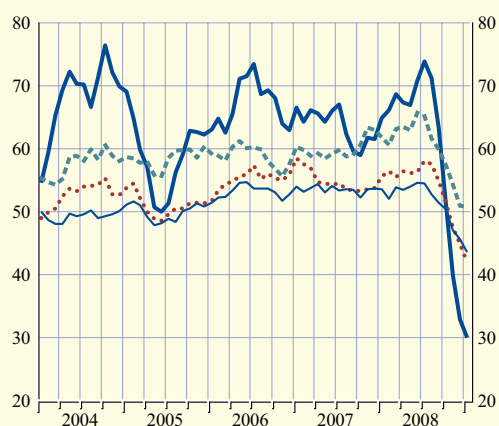
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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)

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



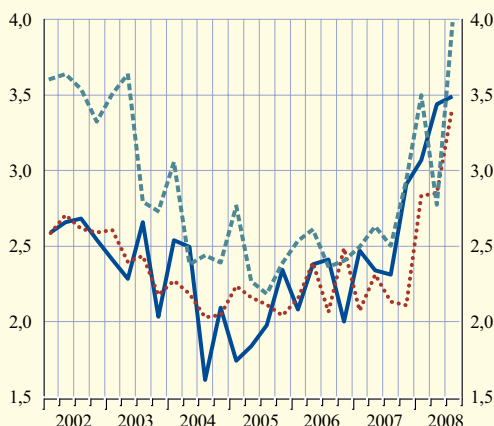
Fuente: Markit.

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

Gráfico 23 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

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



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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

vicios alcanzaron al principio del 2009 cotas cercanas a mínimos históricos, en claro contraste con los elevados niveles observados a mediados del año pasado.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los datos disponibles indican que los costes laborales de la zona del euro siguieron experimentando un rápido ritmo de crecimiento a lo largo de la mayor parte del 2008, manteniéndose los salarios negociados, los costes laborales por hora y la remuneración por asalariado en un elevado nivel en el tercer trimestre del año (véanse gráfico 23 y cuadro 5). En ese trimestre, los salarios negociados crecieron un 3,4%, como

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

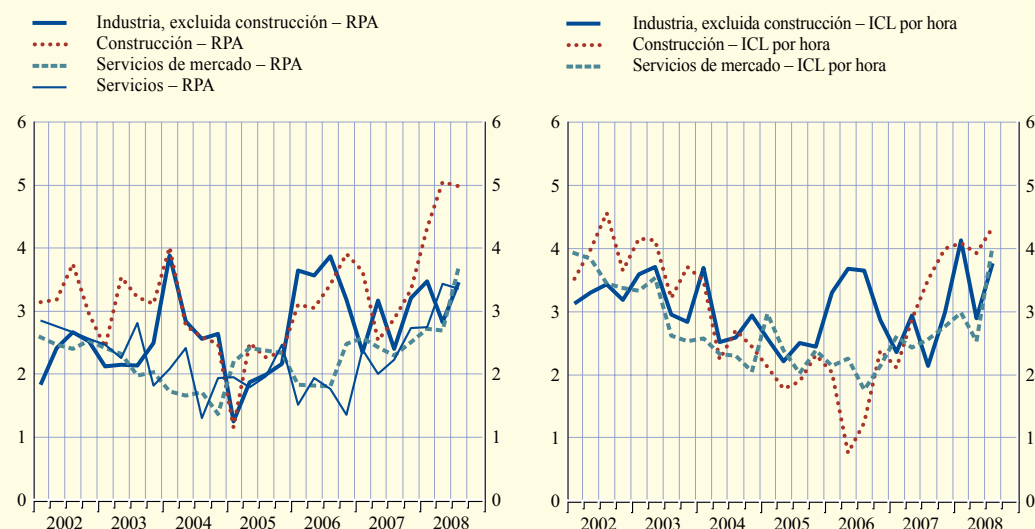
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2006	2007	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III
Salarios negociados	2,3	2,2	2,1	2,1	2,8	2,9	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.

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.

reflejo, probablemente, de las pasadas tensiones registradas en los mercados de trabajo y también de los efectos de segunda vuelta de la indiciación de los salarios con tasas de inflación temporalmente altas que se observaron en algunos países de la zona del euro. Los costes laborales por hora mostraron una rápida tendencia al alza en el tercer trimestre, alcanzando el 4% en términos interanuales. Este fuerte crecimiento de los costes laborales por hora, que se produjo en todos los sectores (véase gráfico 24), puede haber sido, en cierta medida, resultado de un ajuste a la baja de las horas trabajadas, en respuesta al debilitamiento de la demanda. La tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado se mantuvo también en niveles elevados, el 3,5%, en el tercer trimestre. Este alto nivel, unido a la contracción de la productividad en la zona del euro, observada en el mismo trimestre, contribuyó a mantener el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios en el nivel más alto registrado en más de una década. Sin embargo, parece muy probable que, más adelante, el crecimiento de los salarios experimente una desaceleración, en vista de las débiles perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro.

3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Tal y como se indica con más detalle en el recuadro 4, las últimas estimaciones disponibles relativas a la zona del euro para el primer semestre del 2008 sugieren que ha proseguido la moderación general del crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales en relación con los niveles máximos alcanzados a mediados del 2005.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro bajó hasta el 1,1% en enero del 2009, desde el 1,6% de diciembre del 2008. Al mismo tiempo, la evolución de los

Recuadro 4

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO

La inflación en los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro siguió disminuyendo a comienzos del 2008, manteniendo así la tendencia moderadora observada en los tres últimos años, tras el fuerte crecimiento experimentado en los años anteriores al 2005. En este recuadro se analiza la evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro, en relación con factores que influyen en la oferta y la demanda de vivienda, y se evalúan las perspectivas para estos precios¹.

Los datos más recientes reflejan una continua tendencia descendente de la tasa de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro en el primer semestre del 2008². En términos interanuales, se estima que el crecimiento de los precios de la vivienda ha disminuido de forma continua, desde el nivel máximo del 7,7% alcanzado en el primer semestre del 2005, hasta el 2,7% registrado en la primera mitad del 2008 (véase gráfico A). El moderado crecimiento actual de los precios de la vivienda contrasta con la elevada tasa media de crecimiento interanual del 6,6% observada en el período 1999-2005 (véase cuadro). Si se ajusta por la inflación medida por el IAPC, la reciente desaceleración del crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro fue incluso más acusada, ya que la inflación en los precios de la vivienda cayó, desde el 5,7%

- 1 Para un examen detallado de los indicadores de oferta y demanda de vivienda, véase el artículo titulado «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2006.
- 2 Cabe observar que los datos relativos a la evolución de los precios de la vivienda presentan un elevado grado de incertidumbre, debido, en particular, a cuestiones de cobertura, control de calidad y representatividad.

Datos más recientes sobre los precios nominales de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Ponderación	Tasa media de variación interanual 1999-2005	2006	2007	2008	2008		I	2008		
						Primer semestre	Segundo semestre		II	III	IV
Bélgica ¹⁾	3,7	9,4	11,1	9,2	..	..	..	..	..	..	..
Alemania ²⁾	27,2	-0,9	0,2	0,2	..	..	..	..	..	..	..
Irlanda ²⁾	2,1	12,2	13,4	0,9	-9,4	-9,0	-9,8	-8,6	-9,4	-10,0	-9,7
Grecia ²⁾	2,5	9,5	12,2	3,6	..	..	..	..	..	..	..
España ²⁾	11,5	13,8	10,4	5,8	0,7	2,9	-1,4	3,8	2,0	0,4	-3,2
Francia ¹⁾	21,1	11,2	12,1	6,6	..	3,7	..	4,3	3,0	0,8	..
Italia ²⁾	17,3	7,5	5,8	4,9	4,2	4,5	3,9	..	..	..	..
Chipre ²⁾	0,2	-	10,0	15,0	..	..	..	..	..	..	..
Luxemburgo ²⁾	0,4	11,1	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Malta ²⁾	0,1	10,8	3,5	1,1	-2,7	-1,7	-3,8	-0,7	-2,7	-3,2	-4,4
Países Bajos ¹⁾	6,3	7,8	4,6	4,2	2,9	3,7	2,2	4,2	3,1	2,8	1,7
Austria ²⁾³⁾	3,0	0,7	4,0	4,1	..	1,0	..	2,1	-0,2	0,7	..
Portugal ²⁾	1,8	2,9	2,1	1,3	..	3,1	..	2,3	4,0	4,8	..
Eslovenia ¹⁾	0,4	-	13,9	..	..	..	..	-	-	-	-
Eslovaquia ¹⁾	0,5	-	16,8	23,9	..	32,8	..	34,5	31,2	19,9	..
Finlandia ¹⁾	2,0	..	7,4	5,9	0,9	3,2	-1,4	3,7	2,7	0,6	-3,4
Zona del euro	100	6,6	6,5	4,3	..	2,7	..	..	..	..	..

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Notas: Las ponderaciones se basan en el PIB nominal del 2006.

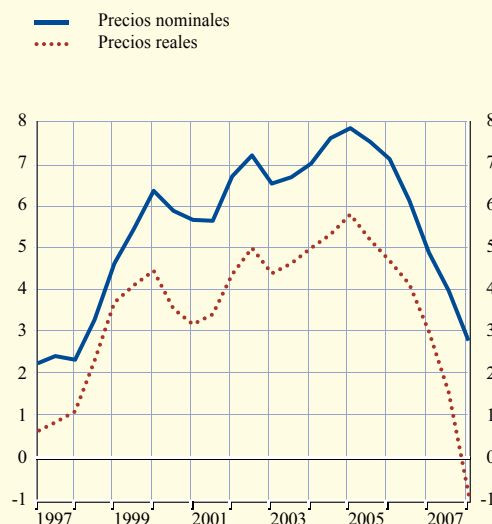
1) Viviendas de segunda mano (casas y apartamentos); todo el país.

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

3) Datos hasta el 2000, únicamente para Viena.

Gráfico A Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

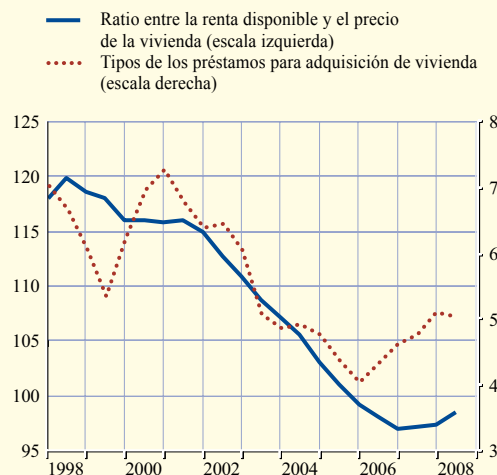
(tasas de variación interanual; datos semestrales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.
Nota: El crecimiento de los precios reales de los inmuebles residenciales se obtiene restando la inflación interanual medida por el IAPC del crecimiento de los correspondientes precios nominales. El agregado de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro se calcula a partir de series nacionales que abarcan más del 90% del PIB de la zona para todo el período.

Gráfico B Indicador simple de la accesibilidad a la vivienda y condiciones de financiación

(índice: 2005 = 100; en porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: El indicador simple de accesibilidad a la vivienda se define como la ratio entre la renta nominal disponible de los hogares y el índice de precios nominales de la vivienda. Los tipos de los préstamos se calculan como el tipo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años.

del primer semestre del 2005, hasta el -0,8% registrado en el mismo período del 2008. Sin embargo, esta caída fue incluso más acentuada, como consecuencia de la volatilidad de los precios de las materias primas, que influyó en el IAPC de la zona del euro.

Una considerable heterogeneidad entre los distintos países continuó subyaciendo en la evolución del agregado de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro (véase cuadro). Los datos nacionales disponibles indican que la velocidad y la magnitud de la moderación de la inflación en los precios de la vivienda se correspondieron, en general, con la amplitud de los aumentos registrados en los distintos países en años anteriores. Aunque en el 2008 el crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales ha experimentado una marcada desaceleración en la mayor parte de los países de la zona del euro, sólo en Irlanda, España, Malta y Finlandia los precios de la vivienda han mostrado señales de caída, en comparación con los niveles del año anterior.

Para el conjunto de la zona del euro, la reciente desaceleración del crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales se ha asociado a la moderación de la demanda de vivienda, relacionada, en parte, con la evolución de las variables fundamentales de dicha demanda. En particular, un indicador simple de accesibilidad a la vivienda —definido como la ratio entre la renta disponible de los hogares y el índice de precios de la vivienda— ha caído en general en la pasada década, en un contexto de fuertes aumentos de los precios de la vivienda. Como puede apreciarse en el gráfico B, la desaceleración del crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales empezó a contribuir a cierto grado de estabilización de este indicador de accesibilidad sólo a partir del 2007, tras varios años de constante descenso. Sin embargo, dado que la adquisición de vivienda se financia principalmente

Gráfico C Datos de las encuestas relativos al impacto de las perspectivas del mercado de la vivienda sobre los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(en porcentaje neto)

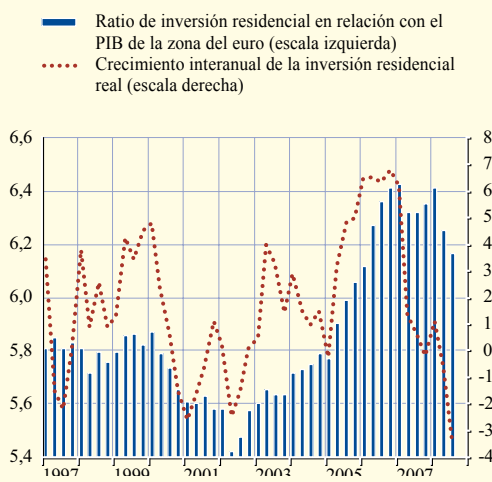


Fuente: Encuesta del BCE sobre préstamos bancarios.

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

Gráfico D Inversión residencial en la zona del euro

(en porcentaje del PIB; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

mediante endeudamiento, en los últimos años la accesibilidad a la vivienda puede haberse visto también afectada negativamente por las condiciones de financiación. En efecto, desde principios del 2006 estas condiciones se han endurecido de forma generalizada, como resultado de la elevación de los tipos de interés nominales aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (véase gráfico B), que habían disminuido en años anteriores, contribuyendo así a compensar la persistente caída del indicador simple de accesibilidad a la vivienda. Según la última encuesta del BCE sobre préstamos bancarios, en el último trimestre del 2008 se ha producido un nuevo endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda³. Las respuestas a la encuesta sugieren que, desde comienzos del 2007, las perspectivas del mercado de la vivienda han originado un mayor endurecimiento de los criterios de concesión de créditos y una menor demanda de préstamos (véase gráfico C). De hecho, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ha disminuido de forma continua, desde un nivel por encima del 12% alcanzado a mediados del 2006, hasta el 1,7% registrado en diciembre del 2008.

En el contexto de la desaceleración del crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales y de la demanda de vivienda, se ha observado un rápido descenso de la oferta de vivienda. En particular, la inversión residencial real se ha moderado notablemente en la zona del euro, desde una tasa de crecimiento interanual del 6,1% en el primer trimestre del 2007, hasta una contracción del 3,3%, en términos interanuales, en el tercer trimestre del 2008 (véase gráfico D). Ello contribuyó también a reducir el porcentaje de los recursos dedicados a la construcción de vivienda en la economía, tal y

³ Véase el recuadro 3, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de enero del 2009», en el presente Boletín Mensual.

como evidencia el descenso de la ratio de inversión residencial nominal en relación con el PIB nominal, con respecto al nivel históricamente alto que había alcanzado. Las licencias de obras, que se utilizan con frecuencia como indicador adelantado, sugieren que persistirá la debilidad de la inversión residencial en los próximos meses, dado que el número de licencias se ha contraído de forma pronunciada, en más del 20% en términos interanuales, en el tercer trimestre del 2008. De cara al futuro, se espera que el crecimiento de la inversión residencial siga moderándose en relación con los niveles alcanzados en los últimos años.

En general, es probable que la evolución de los precios de la vivienda de la zona del euro siga siendo moderada durante cierto tiempo. En el contexto del fuerte aumento de los precios de los inmuebles residenciales observado en la última década y del considerable debilitamiento de la actividad, la evolución de la oferta y de la demanda de vivienda apuntaría a la probabilidad de una contención adicional de la inflación en los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro. Por otra parte, la experiencia histórica sugiere que, a corto plazo, estos precios pueden situarse a veces por encima o por debajo de su tendencia a largo plazo, ya que las fricciones y los desfases en el ajuste de la oferta de vivienda confieren un papel dominante a una demanda de vivienda potencialmente volátil⁴.

4 Tal y como se señala en «Structural factors in EU housing markets», BCE, 2003, es previsible que la evolución a largo plazo de la inflación en los precios de la vivienda supere la del total de la economía. Ello se debe, a igualdad de otros factores, a la escasez de suelo edificable y a la menor productividad del sector de la construcción de vivienda nueva en comparación con la de la economía en general, lo que podría, sin embargo, compensarse con otros factores, como los cambios demográficos, que influirían también de forma significativa en la evolución a largo plazo de los precios de la vivienda.

precios mundiales de las materias primas ha contribuido también a la rápida disminución de las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro, con respecto a los altos niveles registrados a mediados del año pasado. Por el contrario, los datos disponibles sobre los costes laborales de la zona del euro sugieren que continuaron siendo elevados en el tercer trimestre del 2008.

Como resultado de los fuertes efectos de base derivados de la pasada volatilidad de los precios de las materias primas, se espera que las tasas de inflación interanual sigan descendiendo en los próximos meses, alcanzando posiblemente niveles muy bajos a mediados de año. Asimismo, los efectos de base contribuirán a elevar las tasas de inflación en el segundo semestre del año. En consecuencia, es altamente probable que las tasas de inflación medidas por el IAPC experimenten pronunciadas fluctuaciones en el transcurso del 2009. Sin embargo, haciendo abstracción de tal volatilidad, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga a medio plazo en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

Esta valoración está en línea con la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica que recoge una acusada revisión a la baja de las expectativas de inflación a corto plazo, en relación con la encuesta anterior (véase recuadro 5). Así, las expectativas de inflación se sitúan en el 0,9% para el 2009 y el 1,6% para el 2010. Las expectativas medias de inflación a cinco años vista disminuyeron también ligeramente, hasta el 1,94%.

Por lo que se refiere a los riesgos para la estabilidad de precios, nuevos descensos inesperados de los precios de las materias primas o una desaceleración de la economía mayor de lo previsto podrían generar presiones a la baja sobre la inflación, mientras que podrían materializarse riesgos alcistas, especialmente si la reciente caída de los precios de las materias primas se invirtiera o si las presiones sobre los precios internos resultaran ser más intensas de lo esperado.

Recuadro 5

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

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al primer trimestre del 2009 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 15 y el 21 de enero de 2009. En esta encuesta se recogen las expectativas de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB y el desempleo de la zona del euro¹.

Expectativas de inflación para los años 2009 y 2010

Desde la encuesta anterior (realizada en octubre), los participantes en la EPE han revisado notablemente a la baja sus expectativas de inflación para los años 2009 y 2010, que sitúan ahora en el 0,9% y el 1,6%, respectivamente. La mayor revisión fue la correspondiente al 2009, con 1,3 puntos porcentuales (véase cuadro)². Numerosos encuestados atribuyeron estas revisiones a la caída de los precios de las materias primas (energía y alimentos) y a un debilitamiento mayor de lo previsto de la actividad económica.

Las expectativas de inflación de la EPE para el 2009 y el 2010 se sitúan por debajo, o en el nivel más bajo, de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en diciembre del 2008 (cerradas a finales de noviembre del 2008) y, en

- 1 Dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.
- 2 Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

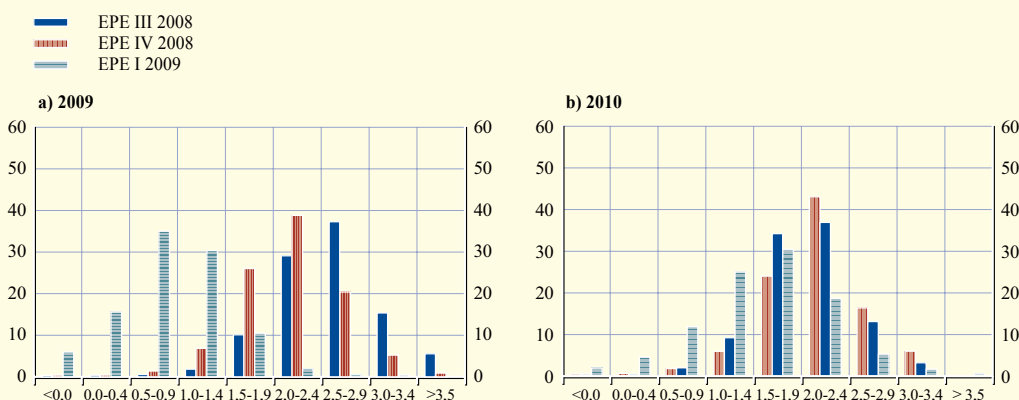
Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta				
	2009	Diciembre 2009	2010	Diciembre 2010	A largo plazo ²⁾
EPE I 2009	0,9	1,4	1,6	1,7	1,9
EPE anterior (IV 2008)	2,2	-	2,0	-	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	1,1 - 1,7	-	1,5 - 2,1	-	-
Consensus Economics (enero 2009)	1,0	-	1,7	-	2,0
Barómetro de la zona del euro (enero 2009)	1,0	-	1,6	-	2,1
Crecimiento del PIB real	2009	III 2009	2010	III 2010	A largo plazo ²⁾
EPE I 2009	-1,7	-1,8	0,6	0,9	2,0
EPE anterior (IV 2008)	0,3	-	1,4	-	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	-1,0 - 0,0	-	0,5 - 1,5	-	-
Consensus Economics (enero 2009)	-1,4	-	0,8	-	2,0
Barómetro de la zona del euro (enero 2009)	-1,5	-	0,9	-	2,2
Tasa de desempleo ¹⁾	2009	Noviembre 2009	2010	Noviembre 2010	A largo plazo ²⁾
EPE I 2009	8,7	9,1	9,4	9,4	7,8
EPE anterior (IV 2008)	8,0	-	8,1	-	7,1
Consensus Economics (enero 2009)	8,5	-	9,1	-	-
Barómetro de la zona del euro (enero 2009)	8,6	-	9,2	-	8,3

1) En porcentaje de la población activa.

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

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

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

promedio, ligeramente por debajo de las previsiones de enero del 2009 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro (ambas cerradas el 12 de enero).

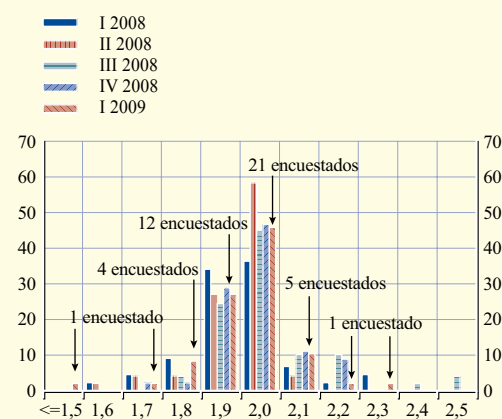
El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad a que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. La distribución de probabilidad obtenida promediando las respuestas proporciona un resumen de sus valoraciones y también ayuda a conocer cómo calibran, en promedio, los encuestados el riesgo de que el resultado futuro se sitúe por encima o por debajo del intervalo más probable. Reflejando las estimaciones más bajas, las distribuciones de probabilidad asignadas a las previsiones se revisaron fuertemente a la baja para el 2009 y el 2010. La revisión más grande correspondió al año 2009 (véase gráfico A). Para ambos años, la distribución de probabilidad sitúa los resultados en niveles inferiores a los previstos en la EPE anterior, y sólo se atribuye una pequeña probabilidad a que la inflación se sitúe por encima del 2% (en torno al 3% para el 2009 y al 26% para el 2010). En general, los encuestados consideran que estas previsiones están sujetas a riesgos bajistas, aunque algunos participantes señalan los precios de las materias primas como fuente de riesgos alcistas en el segundo semestre del 2009 y en el 2010.

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a más largo plazo (para el 2013) se han revisado ligeramente a la baja, desde el 1,99% al 1,94%. Estas expectati-

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

(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

vas se sitúan por debajo de las últimas previsiones de inflación a largo plazo publicadas por Consensus Economics en octubre del 2008 y por el Barómetro de la Zona del Euro en enero del 2009, en 0,1 y 0,2 puntos porcentuales, respectivamente.

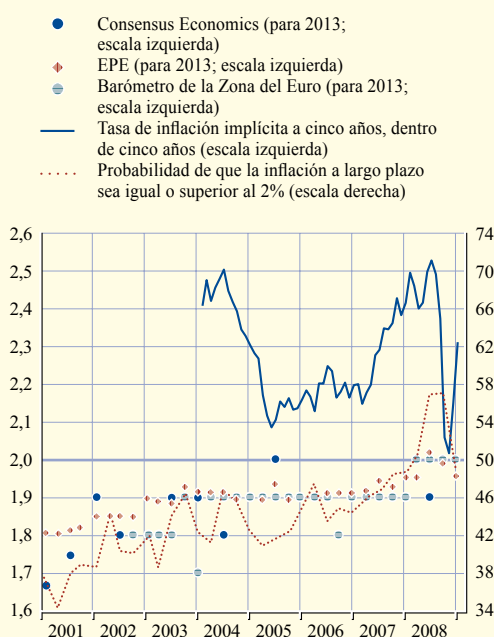
En consonancia con la revisión a la baja de las expectativas medias, la probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% se redujo al 49% (véase gráfico B). Estos resultados pueden compararse con la tasa de inflación implícita, que es un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado calculado como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación³. Hasta hace poco, la probabilidad de que la inflación se sitúe, en promedio, en un nivel igual o superior al 2% en los próximos cinco años estaba generalmente en línea con la evolución del correspondiente indicador de expectativas de inflación basado en los mercados financieros, es decir, la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, con datos desestacionalizados (véase gráfico C)⁴. Por ejemplo, ambos mostraron una tendencia al alza desde principios del 2007 hasta mediados del 2008. Sin embargo, a partir de septiembre y como consecuencia de la intensificación de las turbulencias financieras, las expectativas de inflación basadas en los mercados financieros han sido algo erráticas y pueden haber estado distorsionadas por el afán de los inversores por reducir el riesgo y el apalancamiento y por su marcada preferencia por los activos más líquidos y seguros⁵.

Expectativas de crecimiento del PIB real

Las expectativas de crecimiento para el 2009 se han revisado a la baja en un grado sin precedentes. En efecto, los participantes en la EPE esperan una contracción de la actividad económica (el PIB real) de la zona del euro del 1,7% en el presente año, lo que representa una nueva revisión a la baja muy significativa de sus previsiones de crecimiento para el 2009. La revisión a la baja de 2 puntos porcentuales con respecto a la última encuesta es con mucho la mayor desde que empezó a realizarse la EPE en 1999 y duplica el anterior récord registrado en la EPE del cuatro trimestre del 2008. Las

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

(tasas medias de variación interanual; probabilidad en porcentaje)



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

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

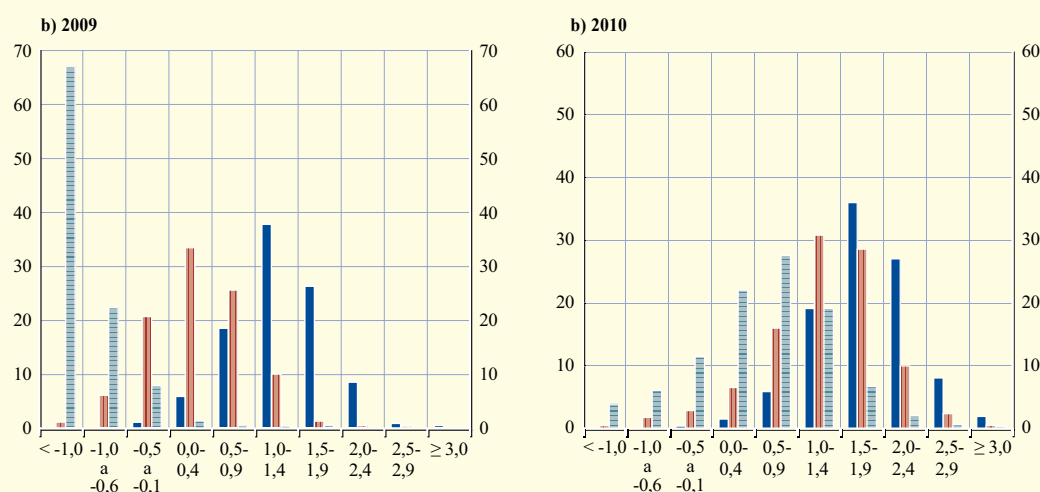
4 Las tasas de inflación implícitas no deberían interpretarse como medidas directas de las expectativas de inflación, ya que pueden incorporar también varias primas de riesgo (como la prima por incertidumbre respecto a la inflación y la prima de liquidez).

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

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

(probabilidad en porcentaje)

■ EPE III 2008
■ EPE IV 2008
■ EPE I 2009



Fuente: BCE.

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

expectativas de crecimiento para el 2010 sufrieron también una fuerte revisión a la baja, de 0,8 puntos porcentuales, hasta el 0,6%. Desde julio del 2008, las revisiones a la baja acumuladas de las previsiones de crecimiento para el período 2009-2010 han alcanzado los 4 puntos porcentuales.

Si se consideran las explicaciones cualitativas proporcionadas por aproximadamente la mitad de los encuestados, aunque varios participantes atribuyen la desaceleración a las turbulencias financieras, se considera ahora que existe una recesión generalizada que afecta a toda la economía. Sin embargo, los encuestados señalan algunos factores que, en su opinión, favorecerán la actividad económica. En primer lugar, la caída de los precios de las materias primas acrecentará la renta disponible de los consumidores. En segundo lugar, las medidas monetarias y fiscales ya anunciadas deberían impulsar la actividad económica.

Las expectativas de crecimiento recogidas en la EPE para el 2009 se sitúan muy por debajo del intervalo de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en diciembre del 2008, y las relativas al 2010 se sitúan en el nivel más bajo del intervalo. Por otro lado, las expectativas de la EPE son también ligeramente inferiores a las previsiones de enero de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro.

En línea con la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento del PIB real para el 2009, la distribución de probabilidad agregada para el citado año se ha revisado también a la baja de forma acusada (véase gráfico D). La escala de la revisión a la baja queda evidenciada por el hecho de que se asigna la mayor probabilidad al intervalo abierto (menos del -1%).

Para el 2010, la distribución de probabilidad agregada se ha revisado asimismo a la baja. Los encuestados asignan una probabilidad del 50% a que el crecimiento del PIB real se sitúe en el intervalo comprendido entre el 0% y el 1% y consideran que estas previsiones están sujetas a riesgos ligeramente bajistas, ya que la media estimada de la distribución de probabilidad (en torno al 0,5%) queda por debajo de la media de las estimaciones (0,6%). Numerosos encuestados destacan la elevada incertidumbre respecto a cómo y cuándo se produciría la recuperación. Al igual que en la encuesta anterior, la incertidumbre respecto a las previsiones del PIB real a dos años vista (en relación con el último dato disponible), que se deriva de la distribución de probabilidad agregada, ha crecido notablemente desde el principio del 2008, alcanzando un nuevo máximo en la presente encuesta.

También se pidió a los encuestados que indicaran explícitamente cuándo esperaban que se iniciara la recuperación de la actividad económica (es decir, un crecimiento sostenido y positivo). Aproximadamente un 50% de los encuestados esperaba que la recuperación comenzara en el segundo semestre del 2009, y varios de ellos especificaron que ello ocurriría hacia finales del 2009, como muy pronto. Cerca de una tercera parte señaló el primer semestre del 2010, y el resto indicó que empezaría en el segundo semestre del 2010 o más tarde.

Las expectativas respecto al crecimiento a más largo plazo (para el 2013) se mantienen sin cambios en el 2%. En general, estas previsiones están sujetas a riesgos bajistas en opinión de los encuestados, que consideran más probable que el crecimiento a largo plazo del PIB real se sitúe en el intervalo 1,5%-1,9% que en el intervalo 2%-2,4%.

Expectativas para la tasa de desempleo en la zona del euro

En línea con las importantes revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento, los encuestados revisaron sustancialmente al alza las expectativas referidas a la tasa desempleo en todos los horizontes temporales. Debido a que existe cierto desfase entre crecimiento y desempleo, la revisión al alza fue más significativa para el 2010 (1,3 puntos porcentuales, hasta el 9,4%), mientras que lo fue menos para el 2009 (0,7 puntos porcentuales, hasta el 8,7%). Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo se revisaron también significativamente al alza, (0,7 puntos porcentuales, hasta el 7,8%). Las expectativas de los encuestados respecto al paro revelan que no esperan que la tasa de desempleo vuelva al actual nivel del 7,8% antes de cinco años, lo que pone de manifiesto la gravedad y la duración de la recesión anticipada y el elevado grado de histéresis que los encuestados siguen percibiendo en los mercados de trabajo europeos.

En sus respuestas cualitativas, los participantes en la encuesta se refieren principalmente a las perspectivas a corto plazo de los mercados de trabajo. Varios encuestados indican que hubieran revisado al alza las previsiones de desempleo en mayor grado y por un período de tiempo más prolongado, de no haber sido por la mayor flexibilidad que las reformas estructurales ya realizadas habrían proporcionado a los mercados de trabajo. Algunos encuestados también especifican que el descenso de las tasas de desempleo previsto después del 2010 depende de que se aceleren las reformas de los mercados de trabajo y que no se interrumpan o abandonen debido a las actuales circunstancias adversas.

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, pues las tensiones se transmitieron de forma creciente del sector financiero a la economía real. Los datos procedentes de las encuestas y los indicadores mensuales apuntaban a una intensa contracción hacia finales del 2008 y a un mantenimiento de la debilidad a comienzos del 2009. De cara al futuro, las perspectivas para la actividad económica son extraordinariamente inciertas. Se prevé que la debilidad de la actividad económica en la zona del euro persistirá en los próximos trimestres, mientras que las tensiones en los mercados financieros continúan teniendo un impacto en la economía mundial y de la zona. Al mismo tiempo, es de esperar que la considerable caída registrada en el precio de las materias primas favorezca la renta real disponible, y por lo tanto el consumo, en el futuro próximo. Además, la zona del euro debería beneficiarse con el tiempo de los efectos de las importantes medidas de política económica anunciadas en los últimos meses. 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

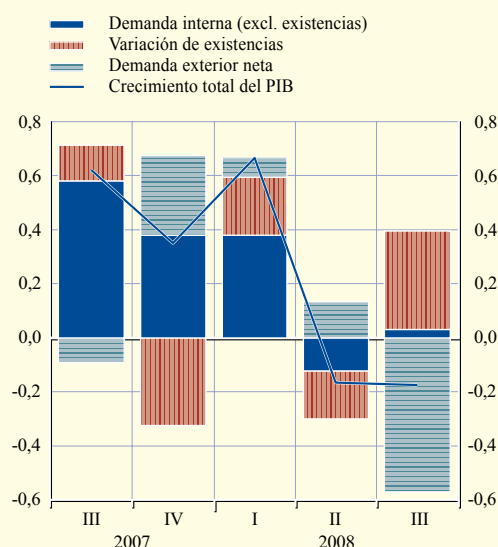
El ritmo de la actividad económica en la zona del euro se redujo de forma acusada en el segundo semestre del 2008. El PIB real cayó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo y tercer trimestres del 2008 (véase gráfico 25). Las encuestas y los indicadores mensuales señalaban una contracción mucho más profunda de la actividad hacia finales del 2008.

La desagregación del gasto para el tercer trimestre indicaba un estancamiento de la demanda interna, excluida la variación de existencias, por lo que su contribución en el tercer trimestre del 2008 fue próxima a cero. El consumo privado registró un ligero avance, y la inversión cayó. Lo anterior se vio compensado en parte por el aumento del consumo público. El crecimiento de las exportaciones mantuvo su debilidad, mientras que las importaciones se recuperaron en el tercer trimestre. Como consecuencia, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue negativa (-0,6 puntos porcentuales). La contribución de la variación de existencias al crecimiento total fue de 0,4 puntos porcentuales.

El consumo privado aumentó ligeramente en el tercer trimestre del 2008, tras haber caído en el segundo trimestre. Las cuentas integradas de la zona del euro ofrecen algunos indicios de los factores que afectan a las recientes tendencias en el gasto de los hogares. Una influencia clave ha sido la debilidad de su renta real disponible. El crecimiento interanual

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.

de la renta nominal de los hogares mantuvo un ritmo relativamente sólido en el tercer trimestre del 2008, como consecuencia del fuerte crecimiento de la remuneración por asalariado. No obstante, una importante subida de la inflación observada hasta mediados de año —impulsada principalmente por los sustanciales aumentos observados en los precios de las materias primas— redujo considerablemente la renta real de los hogares. En el tercer trimestre del 2008, el crecimiento de la renta real disponible de las familias siguió siendo bajo, y también se registraron caídas en su riqueza financiera. Al mantenerse la incertidumbre económica y empeorar la confianza de los consumidores, la tasa de ahorro de los hogares volvió a experimentar un ascenso en el tercer trimestre.

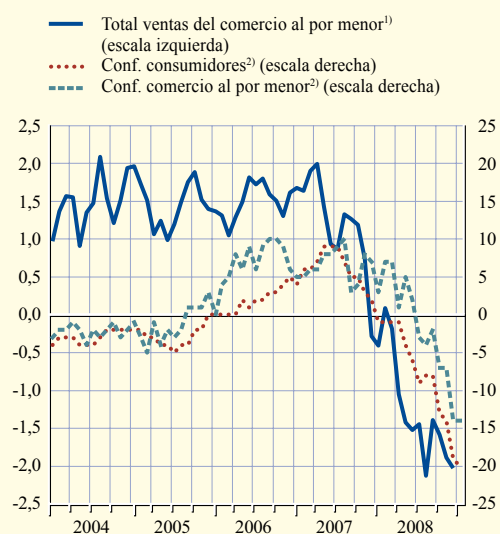
La evolución reciente experimentada en el comercio al por menor, junto con los niveles de confianza de los consumidores y las matriculaciones de automóviles, apuntan al mantenimiento de la debilidad en el gasto en consumo durante el último trimestre del 2008 y los primeros meses del 2009. En diciembre, el volumen de ventas del comercio al por menor no registró variaciones, en tasa intermensual. En general, en el cuarto trimestre del 2008 las ventas cayeron un 0,9% (véase gráfico 26). Las matriculaciones de automóviles se incrementaron, en tasa intermensual, en diciembre, pero la tendencia general siguió siendo de gran debilidad. En diciembre del 2008, las matriculaciones de automóviles fueron un 20% más bajas que en el año anterior. La confianza de los consumidores se deterioró ligeramente en enero y se situó en su nivel más bajo desde que comenzó la encuesta en 1985. En concreto, como consecuencia del continuado empeoramiento del mercado de trabajo, se registraron nuevos descensos en la valoración que efectúan los hogares de la situación del desempleo en la zona del euro.

Tras el descenso registrado en el segundo trimestre del 2008, el crecimiento de la inversión también se moderó en el tercer trimestre, lo que es atribuible a una marcada contracción de la inversión en construcción y a una reducción de menor magnitud de la inversión empresarial.

La inversión en construcción cayó un 1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del 2008, tras contraerse un 1,7% en el trimestre anterior. Esta contracción se debe, en parte, al ajuste que se está produciendo en los mercados de la vivienda de varios países de la zona del euro, que ha moderado la inversión residencial. Como se comenta en el recuadro 4, la inflación de precios de la vivienda residencial siguió disminuyendo a principios del 2008, manteniéndose la senda de moderación de los tres años anteriores. El crecimiento interanual de los nuevos préstamos para adquisición de vivienda en la zona del euro ha caído desde el 2007, pero esta contracción se ha acelerado durante el año 2008, al endurecerse las condiciones para la concesión de créditos aplicadas por las entidades de crédito. En general, dada la debilidad actual observada en la renta disponible de los hogares y el prolongado deterioro de la confianza de los consumidores, es probable que la moderada evolución registrada en los mercados de la vivienda de la zona del euro persista durante algún tiempo. Es posible que ello contenga, a su vez, la inversión residencial en los próximos trimestres.

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

(datos mensuales)



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

La inversión excluida la construcción también cayó ligeramente en el tercer trimestre del 2008. El endurecimiento de los criterios para la concesión de créditos ha aumentado los diferenciales de financiación, lo que tiende a moderar el crecimiento. Además, el descenso de la demanda ya ha reducido la rentabilidad. Según las cuentas integradas de la zona del euro, el crecimiento interanual del excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras cayó considerablemente en el tercer trimestre del 2008. La menor demanda también ha reducido las restricciones de la capacidad productiva dentro de las empresas, lo que posiblemente ha frenado su necesidad de ampliar su capacidad. La encuesta de la Comisión Europea de enero del 2009 puso de manifiesto un acusado descenso en la utilización de la capacidad productiva en la industria, hasta situarse en la tasa más baja desde que se inició la encuesta en 1985.

Al deteriorarse el entorno exterior, el crecimiento de las exportaciones se moderó durante el 2008. Las exportaciones cayeron el segundo trimestre del 2008 y se mantuvieron prácticamente sin cambios en el tercer trimestre. Como la actividad de las economías avanzadas sigue siendo débil y el impacto de las turbulencias financieras afecta cada vez más a las economías emergentes, es probable que la demanda exterior de exportaciones de la zona del euro siga siendo moderada. Las encuestas a las empresas del sector industrial relativas a sus expectativas sobre nuevos pedidos procedentes del extranjero confirman esta perspectiva tan desalentadora.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

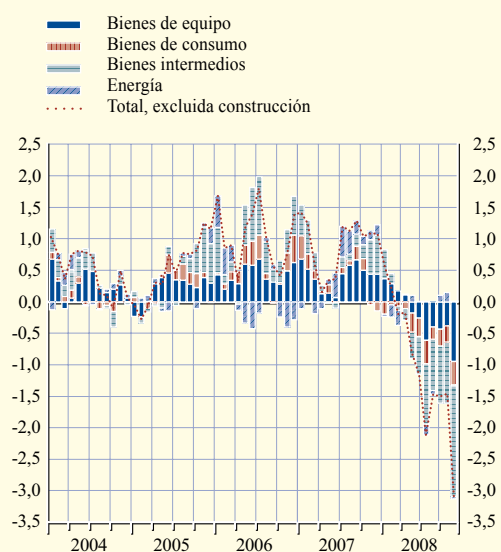
El deterioro de la actividad económica en el tercer trimestre reflejó, fundamentalmente, caídas en las manufacturas y en la producción de la construcción. El crecimiento del valor añadido en la rama de servicios fue ligeramente más resistente, y registró un tímido crecimiento positivo.

Los indicadores mensuales sugieren un acusado debilitamiento de la actividad durante el cuarto trimestre del 2008. Las cifras para la producción industrial en la zona del euro (excluida la construcción) apuntaban a una pronunciación y aceleración de la contracción durante el mencionado trimestre. La producción se redujo un 1,9%, en tasa intermensual, en noviembre, tras fuertes caídas en octubre y septiembre (véase gráfico 27). La importante reducción mensual situó la producción industrial en un nivel comparable con el que alcanzó a comienzos del 2006. Los nuevos pedidos industriales también siguieron disminuyendo de forma muy acusada en noviembre. La producción de la construcción en la zona del euro se redujo en noviembre, cayendo un 1,5% en tasa intermensual. En general, estos datos muestran una desaceleración muy pronunciada de la actividad en el sector industrial durante el cuarto trimestre.

Las encuestas de opinión pusieron de manifiesto que la actividad industrial seguía siendo muy moderada en enero y que se acercaba a niveles históricamente bajos, lo que indicaba una debilidad continuada de la actividad a comienzos del 2009. Sin

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.

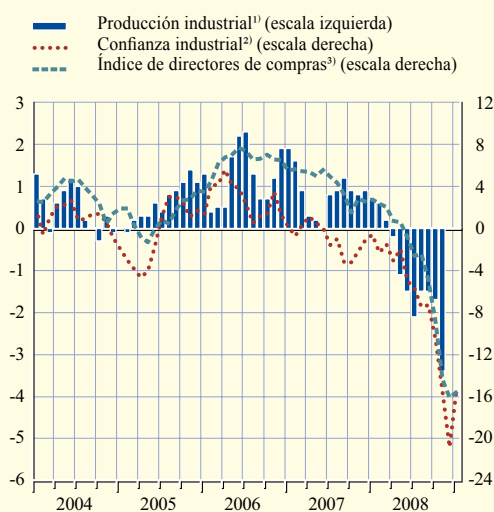
embargo, aunque en los últimos tres o cuatro meses se registraron caídas muy fuerte, en enero no se observaron nuevos descensos significativos (véase gráfico 28). Resulta difícil extraer conclusiones relevantes de los datos para un único mes, pero las encuestas relativas a enero pueden proporcionar al menos algunos indicios provisionales de una estabilización en el ritmo del deterioro económico a comienzos del 2009. El índice sintético de la encuesta a los directores de compras aumentó de forma marginal en enero del 2009, como consecuencia de los moderados aumentos observados tanto en las manufacturas como en los servicios. Por el contrario, las encuestas de la Comisión Europea sobre la actividad en la industria y los servicios empeoraron ligeramente en enero, aunque a un ritmo más moderado que en el cuarto trimestre del 2008. La nueva pérdida observada en la confianza empresarial fue generalizada y afectó a las manufacturas, los servicios y la construcción.

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 % registrado en el trimestre anterior (véase cuadro 6). El empleo cayó en el sector industrial, como consecuencia de los descensos observados tanto en la construcción como en la industria excluida la construcción. El crecimiento del empleo en la rama de servicios siguió siendo positivo, aunque sus tasas fueron más moderadas que en trimestres anteriores. Las encuestas sobre las intenciones de crea-

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

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

1) Tasas de variación intertrimestral.

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

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

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	2008 II	2008 III
Total de la economía	1.6	1.8	0.5	0.3	0.4	0.2	0.0
Del cual:							
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

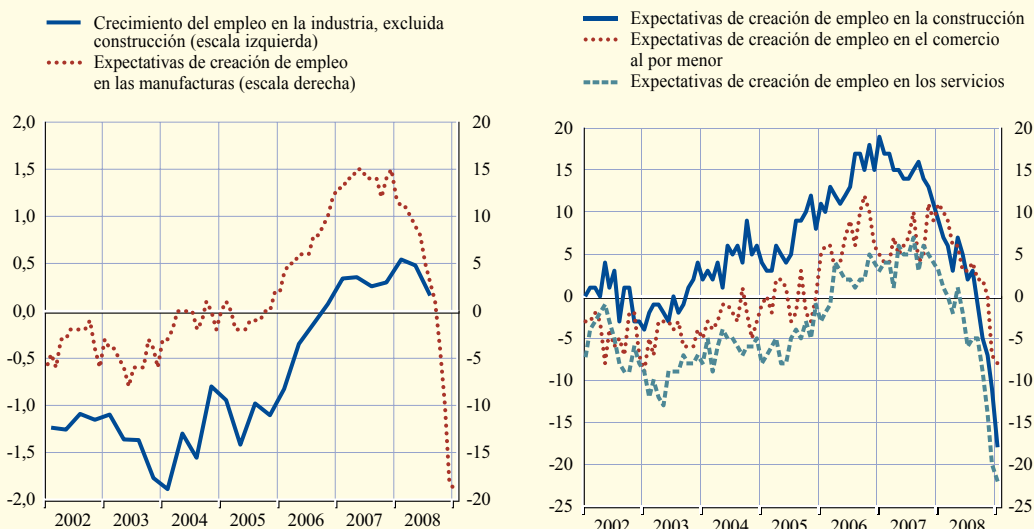
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

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 se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

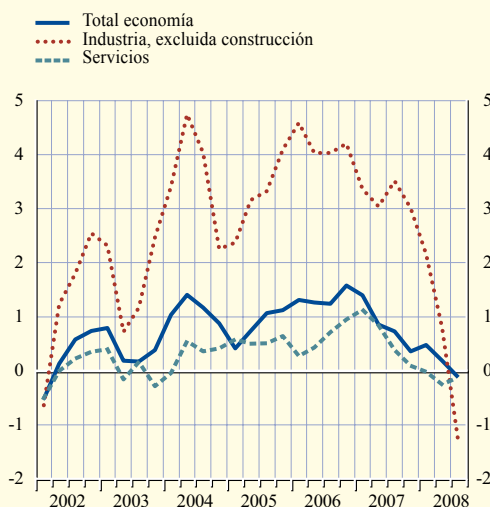
ción de empleo de las empresas sugieren una continuación de las moderadas perspectivas para el empleo en los próximos meses (véase gráfico 29). Tanto la encuesta a los directores de compras como la encuesta de la Comisión Europea, ambas sobre las expectativas de creación de empleo, siguieron empeorando en enero, y mostraron indicios de descensos generalizados en el empleo en todos los sectores.

Al contraerse la actividad, la productividad 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 interanual más baja desde comienzos del 2002. Los últimos datos para diciembre, 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 su creación en 1988.

La tasa de desempleo en la zona del euro se incrementó de nuevo en diciembre del 2008, pasando

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.

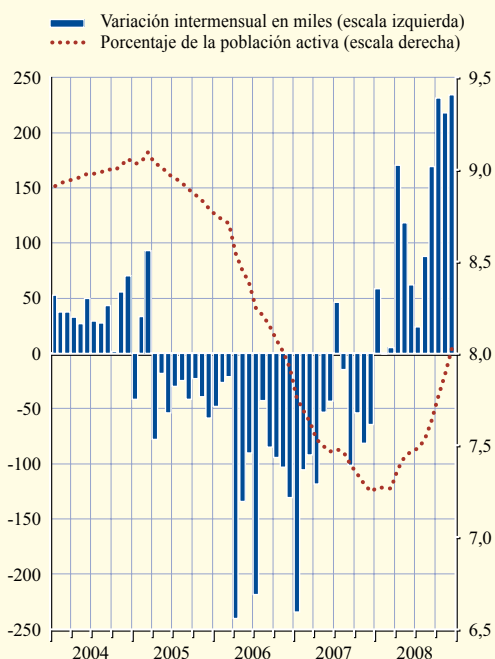
del 7,9% registrado en noviembre al 8% (véase gráfico 31). El aumento experimentado en el número de parados superó los 200.000 por tercer mes consecutivo. Al igual que en meses anteriores, este aumento fue reflejo del acusado crecimiento del desempleo en España. No obstante, Alemania registró la primera subida en el número de parados desde enero del 2006.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El ritmo de la actividad económica en la zona del euro se redujo en forma acusada en el segundo semestre del 2008, pues las tensiones se transmitieron de forma creciente del sector financiero a la economía real. Los datos procedentes de las encuestas y los indicadores mensuales apuntaban a una intensa contracción hacia finales del 2008 y a un mantenimiento de la debilidad a comienzos del 2009. De cara al futuro, las perspectivas para la actividad económica son extraordinariamente inciertas. Se prevé que la debilidad de la actividad económica en la zona del euro persistirá en los próximos trimestres, mientras que las tensiones en los mercados financieros continúen teniendo un impacto en la economía mundial y de la zona. Al mismo tiempo, es de esperar que la considerable caída registrada en el precio de las materias primas favorezca la renta real disponible, y por lo tanto el consumo, en el futuro próximo. Además, la zona del euro debería beneficiarse con el tiempo de los efectos de las importantes medidas de política económica anunciadas en los últimos meses. 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 nominales han registrado notables oscilaciones. En términos efectivos nominales, el euro se apreció en noviembre y, especialmente, en diciembre, pero esta apreciación se revirtió en parte en enero y principios de febrero del 2009.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 4 de febrero 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 un 4,6% por encima del nivel observado a finales de octubre (véase gráfico 32). El repunte fue generalizado, con la notable excepción del ligero debilitamiento experimentado frente al yen japonés. La apreciación del euro fue considerable, especialmente, frente a la libra esterlina, la corona sueca y las monedas de algunos nuevos Estados miembros de la UE, y más moderada frente a la mayoría de las otras principales monedas.

El tipo de cambio efectivo nominal del euro ha seguido registrando significativas oscilaciones en los tres últimos meses (véase, en el recuadro 6, un análisis de la evolución reciente de la volatilidad de los tipos de cambio). En noviembre, el euro comenzó a apreciarse, revirtiendo así la tendencia negativa que se había iniciado en el verano, y cobró nuevo impulso en diciembre, al ir perdiendo influencia, aparentemente, los factores que favorecían al dólar estadounidense (véase gráfico 32). Si embargo, en enero y a principios de febrero, el euro volvió a depreciarse, perdiendo casi la mitad de la apreciación experimentada desde finales de octubre. El 4 de febrero, todavía cotizaba un 2,7% por debajo de la media del 2008.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras una fase de estabilización en noviembre, el euro repuntó el diciembre, en la medida en que el despalancamiento financiero y los factores técnicos desempeñaron, al parecer, un papel algo menos importante y se adoptó una política monetaria aún menos restrictiva en Estados Unidos. No obs-

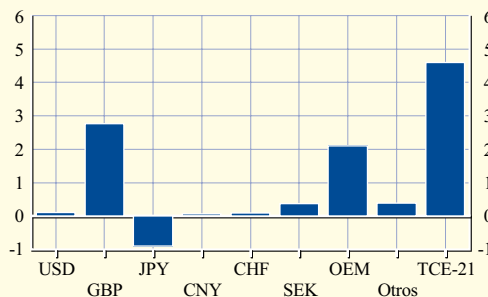
Gráfico 32 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

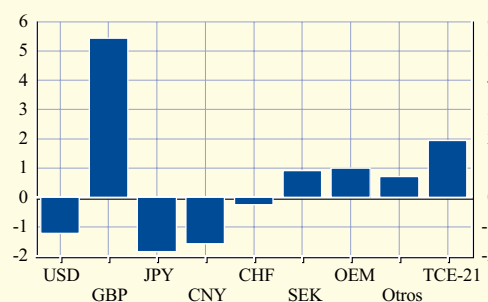
Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 31 de octubre de 2008 al 4 de febrero de 2009
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 3 de enero de 2005 al 4 de febrero 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.

tante, en 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 de la economía estadounidense. Los datos publicados sobre inflación y producción industrial en la zona del euro, menos favorables de lo que esperaban los participantes en el mercado, también podrían haber influido en las expectativas de los mercados. El 4 de febrero de 2009, el euro cotizaba a 1,28 dólares estadounidenses, un nivel cercano a los observados a finales de octubre y casi un 13% por debajo de la media del 2008 (véase gráfico 33).

YEN JAPONÉS/EURO

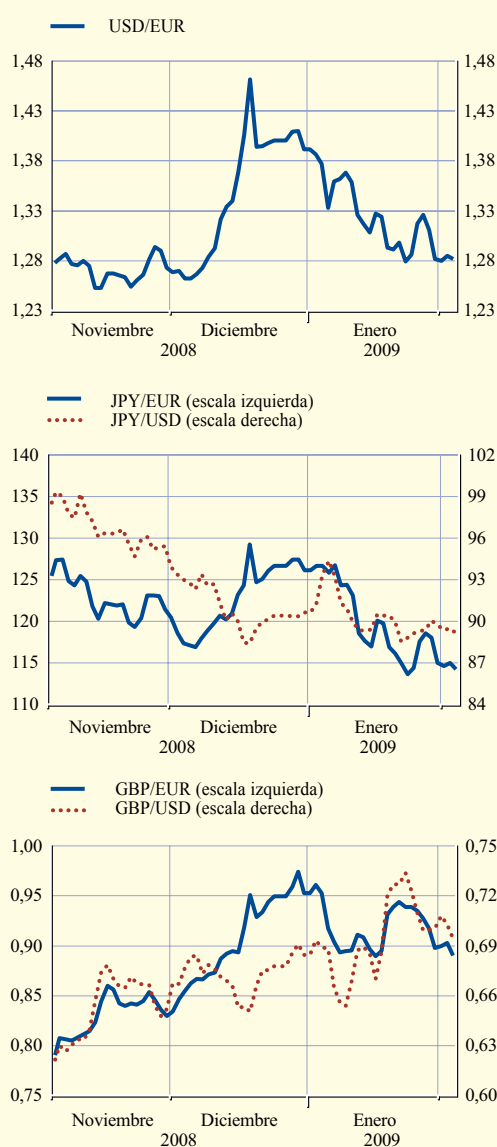
El período de debilidad del euro frente al yen japonés, que continuó en noviembre, se interrumpió temporalmente en diciembre, para reanudarse en enero del 2009. El factor principal que favoreció la apreciación generalizada del yen japonés en el entorno actual parece tener relación con el aumento de la volatilidad implícita del tipo de cambio bilateral entre algunas de las principales monedas hasta máximos históricos (véase recuadro 6), lo que ha reducido el atractivo de la moneda japonesa como instrumento de financiación de posiciones de *carry trade* y ha estimulado el desapalancamiento financiero. La acusada convergencia de los tipos de interés nominales a corto plazo a escala mundial también ha reducido el atractivo de las actividades de *carry trade* entre los principales pares de monedas. El 4 de febrero de 2009, el euro cotizaba a 114 yenes japoneses, es decir, un 8,6% por debajo del nivel observado a finales de octubre (véase gráfico 33) y un 25% por debajo de la media del 2008.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres últimos meses, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 34). Desde finales de octubre del 2008, el latv letón ha cotizado, principalmente, en la zona débil de su banda de fluctuación pero se ha apreciado desde finales de diciembre y, el 4 de febrero, cotizaba en valores ligeramente superiores a su paridad central.

Gráfico 33 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Recuadro 6

RECIENTE Y EXCEPCIONAL AUMENTO DE LA VOLATILIDAD DE LOS TIPOS DE CAMBIO

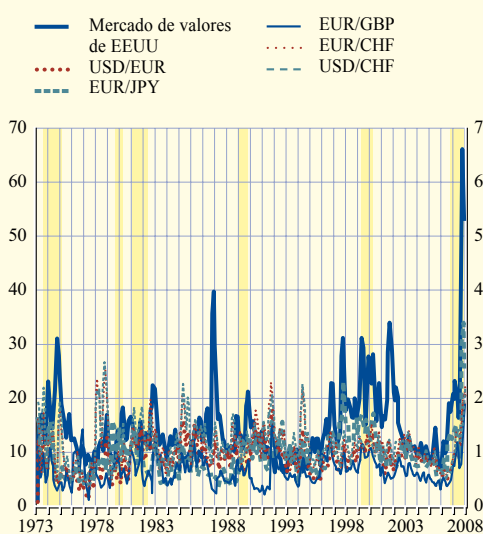
La volatilidad de los instrumentos financieros, medida sobre la base de los rendimientos históricos, ha aumentado en los últimos meses en todas las categorías de activos. Este repunte ha sido particularmente pronunciado en términos históricos, y los máximos alcanzados a finales del 2008 y principios del 2009 en los principales mercados de renta variable y de divisas se han situado en los valores más altos registrados desde 1973 (véase gráfico A).

Las fluctuaciones cíclicas de la volatilidad realizada han sido las típicas de los mercados de renta variable, asociándose muy frecuentemente la volatilidad más pronunciada a fases recesivas del ciclo económico. Por el contrario, la volatilidad histórica del tipo de cambio bilateral entre el dólar estadounidense y el euro y otros tipos de cambio bilaterales importantes se había mantenido, hasta fechas recientes, relativamente estable desde la década de los años setenta, observándose poca relación con el ciclo económico mundial o con acontecimientos de carácter gravemente perturbador. Si bien se produjeron fuertes oscilaciones en el mercado de divisas, los picos y valles se alcanzaron a un ritmo relativamente gradual y, por lo tanto, no se tradujeron en incrementos significativos de la volatilidad realizada, que fue especialmente moderada entre los años 2002 y 2007.

Sin embargo, en el reciente episodio de turbulencias, la volatilidad de los tipos de cambio entre los principales pares de monedas ha alcanzado máximos históricos que no se habían registrado desde

Gráfico A Volatilidades históricas

(porcentajes)

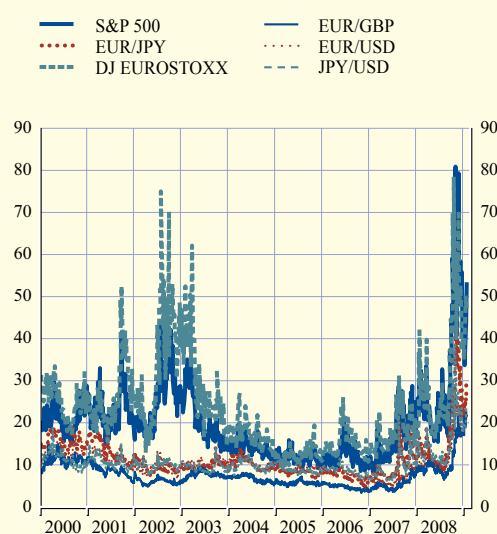


Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Cifras mensuales anualizadas. Las volatilidades corresponden a un horizonte de tres meses, es decir, se miden como desviaciones típicas de los 60 tipos de cambio diarios anteriores a cada fin de mes. Las zonas sombreadas representan períodos de recesión de la economía estadounidense. La observación más reciente corresponde al 28 de enero de 2009.

Gráfico B Volatilidades implícitas

(porcentajes)



Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

Nota: La observación más reciente corresponde al 28 de enero de 2009. Todas las volatilidades implícitas se refieren a opciones con un plazo al vencimiento de un mes aproximadamente.

1973, lo que significa que los movimientos de los principales tipos de cambio bilaterales han sido más rápidos y de mayor amplitud que en episodios anteriores.

Examinando la evolución de la volatilidad implícita en los mercados de opciones¹, se pueden extraer también varias enseñanzas útiles. Además de las expectativas respecto a la volatilidad realizada futura, la volatilidad implícita también proporciona información sobre el precio de la incertidumbre durante el período que transcurre hasta el vencimiento de la opción y, por consiguiente, refleja el grado de aversión al riesgo de los participantes en el mercado. Analizando la evolución reciente de los mercados de renta variable, se observa que la volatilidad implícita del mercado estadounidense (y también del mercado de la zona del euro) alcanzó valores muy elevados, especialmente en el período siguiente a la caída de Lehman Brothers en septiembre del 2008, pero se redujo posteriormente, mostrando así un comportamiento comparable a períodos anteriores de tensiones en los mercados, como el que siguió a los atentados terroristas en Estados Unidos el 11 de septiembre del 2001 y la fase de rápido desplome de las cotizaciones bursátiles entre el 2002 y el 2003 (véase gráfico B).

A este respecto, si bien la volatilidad histórica de los mercados de renta variable sigue siendo alta, la rápida reducción de la volatilidad implícita indica que la compensación exigida para asumir el riesgo de volatilidad es ahora menor, posiblemente como consecuencia de las medidas adoptadas por las autoridades públicas para estabilizar el sector financiero y la economía real.

A diferencia de la evolución del mercado de renta variable, la volatilidad implícita de los tipos de cambio ha seguido manteniéndose en las últimas semanas en niveles sin precedentes. En el gráfico B se presentan las volatilidades implícitas de algunos de los principales tipos de cambio bilaterales frente al euro desde comienzos del 2000.

Es difícil determinar las razones por las que la volatilidad de los tipos de cambio se mantiene en niveles tan elevados en la coyuntura actual en comparación con anteriores episodios. Una posible explicación podría tener relación con la duración y la profundidad de la recesión actualmente en curso, que está sumamente sincronizada en todo el mundo. En un período de bajos rendimientos, fuerte incertidumbre, grandes necesidades de liquidez y un alto grado de aversión al riesgo, los participantes en los mercados podrían estar retrasando su posicionamiento en los mercados de divisas hasta que se llegue a un consenso en las expectativas respecto a qué economías serán las primeras en recuperarse de la recesión mundial. Dado que las inversiones fluirían hacia esas zonas, es probable que, en última instancia, se revaloricen sus monedas. No obstante, actualmente parece prevalecer la incertidumbre y los participantes en los mercados exigen una compensación relativamente más alta a cambio de asumir el riesgo cambiario. Otra explicación podría ser la dificultad de evaluar el impacto que las medidas fiscales expansivas adoptadas por algunos gobiernos en respuesta a la crisis financiera mundial podrían tener sobre la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos y otros países, lo que añade un mayor grado de incertidumbre a la futura configuración de los tipos de cambio bilaterales entre los principales pares de monedas.

1 La volatilidad implícita se basa en los precios de las opciones en divisas. En el presente recuadro se consideran las opciones «at-the-money», es decir, aquellas cuyo precio de ejercicio coincide con el tipo de cambio a plazo correspondiente al período que media hasta el vencimiento de la opción, obtenido multiplicando el tipo de cambio al contado por los diferenciales de tipos de interés.

Por lo que respecta a las monedas de los otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se ha apreciado de forma más bien acusada frente a la libra esterlina desde finales de octubre. 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, frente a la libra, el nivel máximo observado desde la introducción de la moneda única, situándose en 0,98 libras el 28 de diciembre. No obstante, en enero del 2009 la libra esterlina se ha visto favorecida, al parecer, por consideraciones de mercado respecto a su situación actual en relación con las medias históricas, a pesar de la nueva reducción de los tipos de interés oficiales (en 50 puntos básicos) realizada por el Banco de Inglaterra el 9 de enero, y de las nuevas señales de deterioro del sector bancario del Reino Unido. El 4 de febrero de 2009, el euro cotizaba frente a la libra esterlina casi un 13% por encima del nivel observado tres meses antes. Durante el mismo período, la moneda única se apreció casi un 30% frente al zloty polaco y alrededor del 17% frente al leu rumano, tras la reevaluación, por parte de los mercados, del impacto de las turbulencias financieras mundiales sobre estos países. Por último, el euro se apreció también, casi un 8%, frente a la corona sueca.

OTRAS MONEDAS

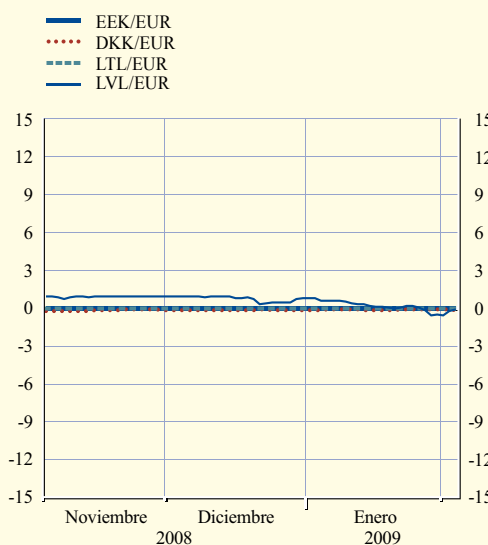
Los rápidos incrementos de la volatilidad implícita de los tipos de cambio en el segundo semestre del 2008 y a principios del 2009 tuvieron un efecto significativo sobre el tipo de cambio del franco suizo frente al euro, reduciendo el papel desempeñado por la moneda suiza en las operaciones de *carry trade*. Tras un repunte en noviembre y en los primeros días de diciembre, el euro reanudó la tendencia a la baja en enero de este año, pero se mantuvo alrededor de un 1,4% por encima del nivel observado a finales de octubre del 2008. La moneda suiza podría haber servido de refugio seguro en el clima de turbulencias financieras, como lo demuestra su relación positiva con la volatilidad del tipo de cambio. El 4 de febrero de 2009, el euro cotizaba a 1,49 francos suizos, es decir, un 6,1% por debajo de la media del 2008.

5.2 BALANZA DE PAGOS

La balanza por cuenta corriente, acumulada de doce meses hasta noviembre del 2008, registró un déficit de 65,3 mm de euros (0,7% del PIB), frente al superávit de 45,9 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio de signo tuvo su origen, principalmente, en un cambio de superávit a déficit en las balanzas de bienes y rentas, y en un incremento del déficit de transferencias corrientes. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas acumuladas de 108,9 mm de euros en el periodo de doce meses transcurrido hasta noviembre del 2008, frente a las entradas netas de 86 mm de euros contabilizadas un año antes. Este aumento se debió, en gran medida, al incremento de las entradas netas de instrumentos de deuda, significativamente mayor que el aumento de las salidas netas de inversiones directas.

Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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



Fuente: BCE.

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

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Tras aumentar de forma sostenida desde mediados del 2008, el déficit por cuenta corriente acumulado de 12 meses ascendió, en noviembre del 2008, a 65,3 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas por días laborables), que corresponden a un 0,7% del PIB, frente al superávit de 45,9 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio de signo se debió, en gran medida, al paso de superávit a déficit de las balanzas de bienes y rentas y a un aumento del déficit de la balanza de transferencias corrientes.

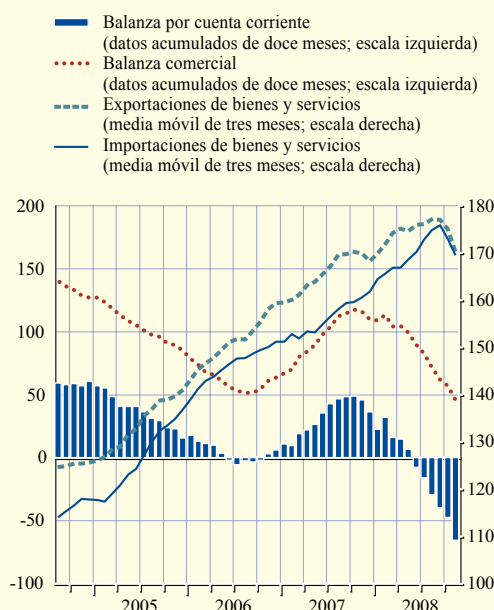
En noviembre del 2008, la balanza de bienes acumulada de doce meses registró un déficit de 4,8 mm de euros, frente al superávit de 63,4 mm de euros contabilizado un año antes, como consecuencia de un descenso más rápido del crecimiento de las exportaciones en relación con las importaciones (véase gráfico 35). Considerando la evolución más reciente, en los tres meses transcurridos hasta noviembre del 2008, el crecimiento intertrimestral, en términos nominales, de las exportaciones y las importaciones de bienes se tornó negativo (-5,4% y -4,8%, respectivamente), tras un crecimiento positivo (del 2% y 4,8%, respectivamente) en los tres meses transcurridos hasta agosto (véase cuadro 7). La caída de las importaciones tuvo su origen, principalmente, en los descensos de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas, mientras que las exportaciones registraron una fuente contracción asociada al debilitamiento de la demanda exterior.

La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta octubre del 2008, indica que los precios de importación han comenzado ahora a descender, tras haber aumentado de forma sostenida desde el último trimestre del 2007. Aunque el crecimiento negativo de los precios de importación tiene su origen en la caída de los precios del petróleo, en cifras acumuladas de doce meses, la subida de los precios del petróleo y de otras materias primas sigue siendo la causa principal del crecimiento de las importaciones nominales. Más concretamente, en cifras acumuladas de doce meses, el déficit del comercio del petróleo ascendió a 227,64 mm de euros en octubre del 2008, frente a los 163,36 mm de euros registrados un año antes.

En términos reales, tanto las exportaciones como las importaciones han pasado a registrar tasas de crecimiento intertrimestral negativas como resultado de la caída de la demanda exterior y de la demanda interna y, posiblemente, como consecuencia de un deterioro de la financiación del comercio a escala mundial. En los tres meses transcurridos hasta octubre del 2008, las exportaciones reales de la zona del euro a Estados Unidos y 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 período de tres meses anterior. Sin embargo, el crecimiento de las exportaciones reales a los países de la OPEP siguió siendo bastante vigoroso durante el mismo período, debido al sólido crecimiento económico observado en estos países

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



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 Oct	2008 Nov	2008 Feb	2008 May	2008 Ago	2008 Nov	2007 Nov	2008 Nov
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-6,0	-16,0	-2,3	-3,0	-6,2	-10,3	45,9	-65,3
Bienes	1,6	-6,0	1,1	1,7	-1,8	-2,6	63,4	-4,8
Exportaciones	130,5	121,5	129,9	132,8	135,5	128,2	1.506,6	1.579,6
Importaciones	128,9	127,5	128,9	131,1	137,4	130,8	1.443,2	1.584,4
Servicios	3,6	3,4	5,1	4,4	4,1	3,3	53,0	50,6
Exportaciones	41,9	41,6	41,9	41,8	41,6	42,0	484,4	502,1
Importaciones	38,3	38,2	36,8	37,5	37,5	38,7	431,4	451,5
Rentas	-1,5	-4,0	-0,6	-1,2	-1,2	-2,3	11,9	-16,0
Transferencias corrientes	-9,7	-9,5	-7,9	-7,8	-7,2	-8,7	-82,5	-95,0
Cuenta financiera ¹⁾	75,1	17,2	-15,2	28,7	12,6	34,4	32,8	181,6
Total inversiones directas y de cartera netas	106,5	16,7	-21,2	-13,4	12,7	58,2	86,0	108,9
Inversiones directas netas	-13,9	-31,2	-32,2	-17,6	-13,7	-22,2	-107,0	-257,1
Inversiones de cartera netas	120,3	47,9	11,0	4,1	26,4	80,4	193,0	366,0
Acciones y participaciones	6,2	35,9	20,4	-8,0	1,7	-5,3	49,3	26,4
Valores distintos de acciones	114,2	12,0	-9,4	12,2	24,7	85,7	143,7	339,6
Bonos y obligaciones	7,9	18,8	9,7	20,0	17,3	19,6	208,1	199,8
Instrumentos del mercado monetario	106,2	-6,7	-19,0	-7,8	7,3	66,1	-64,4	139,9
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-1,5	-5,4	1,1	1,6	1,4	-3,9	9,7	4,6
Importaciones	-4,7	-0,9	3,1	1,7	3,7	-3,1	6,9	8,6
Bienes								
Exportaciones	-1,6	-6,9	1,3	2,2	2,0	-5,4	9,3	4,8
Importaciones	-5,2	-1,1	4,2	1,7	4,8	-4,8	6,0	9,8
Servicios								
Exportaciones	-1,2	-0,7	0,4	-0,2	-0,6	1,0	11,1	3,7
Importaciones	-3,2	-0,3	-0,5	1,8	-0,0	3,3	10,0	4,7

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

1) Las cifras corresponden a saldos (flujos netos). Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta. Datos sin desestacionalizar.

y a los efectos del aumento de las rentas que, hasta hace muy poco, tenían su origen en los ingresos provenientes del petróleo. En el periodo de tres meses transcurrido hasta octubre del 2008, las caídas más acusadas de las exportaciones reales se registraron en las rúbricas de bienes intermedios y de consumo, mientras que, en el caso de las importaciones reales, el descenso se produjo, sobre todo, en los bienes de consumo, seguidos de los bienes de capital.

Por lo que respecta a otras rúbricas de la balanza por cuenta corriente, en cifras acumuladas de doce meses, el superávit de la balanza de servicios se redujo ligeramente hasta 50,6 mm de euros en noviembre del 2008, desde los 53 mm registrados un año antes. Al mismo tiempo, el saldo de la balanza de rentas experimentó una caída de 27,9 mm de euros, pasando de un superávit de 11,9 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta noviembre del 2007 a un déficit de 16 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta noviembre del 2008. Este cambio de signo parece tener su origen en un aumento de los pagos por rentas a no residentes en la zona del euro. Por último, durante el mismo período, el déficit acumulado de la balanza de transferencias corrientes aumentó de 82,5 mm de euros a 95 mm de euros.

CUENTA FINANCIERA

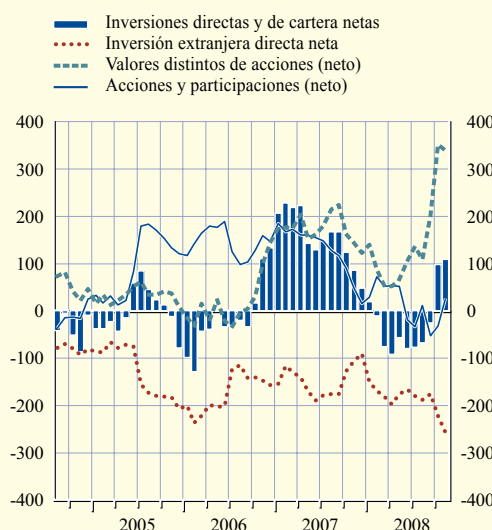
En el período de tres meses transcurrido hasta noviembre del 2008, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 58,2 mm de euros, principalmente como resultado de las entradas netas de inversiones de cartera en forma de instrumentos del mercado monetario y, en menor medida, de las entradas netas de bonos y obligaciones. El aumento de las entradas netas de instrumentos de deuda quedó contrarrestado, en parte, por las salidas netas de inversión directa extranjera y de acciones y participaciones de capital.

El aumento de las entradas netas de instrumentos del mercado monetario en 58,8 mm de euros, en comparación con los tres meses transcurridos hasta agosto del 2008 se debe, en gran medida, al repunte transitorio observado en septiembre y octubre de ese año, cuando las entradas de este tipo de instrumentos fueron las mayores registradas desde 1999. Esta situación vino determinada tanto por las ventas de instrumentos del mercado monetario extranjeros por parte de residentes en la zona del euro, como por las compras de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro realizadas por no residentes, lo que, posiblemente, tuvo su origen en las medidas adoptadas para estimular la liquidez durante el período de intensificación de las turbulencias financieras que siguió a la caída de Lehman Brothers.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas de 108,9 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta noviembre del 2008, frente a la entradas netas de 86 mm de euros contabilizados un año antes (véase gráfico 36). Este aumento de las entradas netas de capital refleja un significativo incremento de las entradas de instrumentos de deuda (339,6 mm de euros en noviembre del 2008, frente a 143,7 mm un año antes, véase cuadro 7), que se compensó, en parte, con unas menores entradas de acciones y participaciones y con un nuevo aumento de las salidas netas de inversiones directas; el descenso de las entradas de acciones y participaciones fue, en gran medida, resultado de una acusada desinversión en valores de la zona del euro por parte de los inversores no residentes, como consecuencia de las turbulencias financieras. Al mismo tiempo, en cifras acumuladas de doce meses, las entradas netas de pasivos en la inversión directa extranjera siguieron reduciéndose y, en noviembre del 2008, se situaron en niveles más bajos, comparables a los del tercer trimestre del 2004. Examinando las cifras con más detalle, se observa que, en el período de doce meses transcurrido hasta noviembre del 2008, las inversiones directas registraron salidas netas de 257,1 mm de euros, mientras que las entradas netas de inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones se redujeron hasta 26,4 mm de euros, frente a los 49,3 mm de euros contabilizados un año antes. Las entradas netas de bonos y obligaciones y de instrumentos del mercado monetario se situaron en 199,8 mm de euros y 139,9 mm de euros, respectivamente (véase cuadro 7). El aumento de la aversión al riesgo, de las necesidades de liquidez y de los diferenciales de tipos de interés a corto plazo podría haber contribuido a esta situación.

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.

ARTÍCULOS

NUEVA EVIDENCIA PROCEDENTE DE UNA ENCUESTA SOBRE EL PROCESO DE DETERMINACIÓN DE LOS SALARIOS EN EUROPA



A partir de la información proporcionada por una encuesta realizada a nivel de empresas en un amplio conjunto de Estados miembros, en este artículo se presentan las conclusiones de varios trabajos de investigación recientes que contribuyen a entender mejor el proceso de determinación de los salarios en la zona del euro y en otros países de la UE. Las principales conclusiones de estos trabajos pueden resumirse como sigue: la frecuencia de los cambios salariales es menor que la de los ajustes de precios, y los cambios en los salarios tienen un mayor grado de sincronización que las modificaciones de los precios. Además, muchos de estos cambios se concentran en el mes de enero. La transmisión de los salarios a los precios es intensa en empresas donde la participación de los costes salariales en los costes totales es elevada, y queda mitigada si las empresas están expuestas a una competencia elevada o si su cuota de exportación es elevada. Se dispone de evidencia de la existencia de rigidez a la baja de los salarios, pero la forma predominante de rigidez (nominal frente a real) en un país determinado depende de aspectos institucionales del proceso de fijación de salarios, como el grado de indicación, que varía considerablemente en los distintos países. Los resultados de la encuesta indican que las empresas utilizan diversas vías para ajustar los costes laborales, más allá de las modificaciones del salario base (por ejemplo, reducción del componente variable del salario, reducción de las percepciones no salariales, cambios en las prácticas de trabajo, reducción de los ascensos y sustitución de trabajadores que han dejado la empresa por otros peor remunerados). Por último, los salarios de los trabajadores recién contratados están determinados fundamentalmente por factores internos como el convenio colectivo o el salario de trabajadores similares en la empresa, más que por las condiciones externas del mercado de trabajo.

I INTRODUCCIÓN

Entender correctamente los patrones, las causas y las implicaciones de la evolución de los costes salariales y laborales es un requisito fundamental para una gestión eficaz de la política monetaria. Los costes salariales son un destacado factor determinante de los precios. Las conclusiones de la Red de Persistencia de la Inflación (*Inflation Persistence Network* - IPN), una red de investigación del Eurosistema que ha analizado las características y los determinantes de las prácticas seguidas en la determinación de los salarios en la zona del euro, sugieren que el comportamiento inercial de los salarios es una importante causa de la rigidez de los precios en la zona del euro¹. Estas conclusiones hacen que las políticas de fijación de salarios sean uno de las principales motivos de preocupación de los bancos centrales. En términos más generales, el conocimiento de las características y de los factores que determinan la fijación de salarios es fundamental para entender el proceso de transmisión de la política monetaria y las posibles disyuntivas que puede tener que afrontar la política monetaria. La flexibilidad salarial también reviste gran importancia para el funcionamiento correcto de una unión monetaria formada

por varios países con mercados de trabajo nacionales segmentados, como es el caso de la zona del euro. El grado de flexibilidad de los precios y de los salarios, entre otros factores, determinará el ritmo y el coste del ajuste necesario en caso de que surjan desequilibrios macroeconómicos. La identificación de las características de las rigideces salariales es esencial en la elaboración de políticas estructurales adecuadas que faciliten este proceso de ajuste.

En este contexto, el Eurosistema ha creado una nueva red de investigación, la Red de Investigación sobre la Dinámica Salarial (*Wage Dynamics Network* - WDN), formada por investigadores del BCE y de 24 bancos centrales nacionales (BCN) de la Unión Europea, con el fin de realizar un estudio en profundidad de las características y las causas de la evolución de los costes salariales y laborales en la zona del euro y en otros países de la UE. La WDN ha seguido tres líneas de investigación. La primera examina los aspectos empíri-

¹ Véase Altissimo F., M. Ehrmann y F. Smets (2006), «Inflation and price-setting behaviour in the euro area», Occasional Paper n.º 46, BCE, y el artículo titulado «El proceso de determinación de precios en la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2005.

cos de la evolución de los costes salariales y laborales en la zona del euro, en términos agregados, por países y por sectores, y realiza un análisis estructural de sus factores determinantes y de su interrelación con la evolución de la inflación. La segunda línea de investigación se centra en datos microeconómicos sobre salarios, con el fin de analizar su comportamiento y las posibles rigideces existentes en los distintos países y sectores de la zona del euro, así como sus implicaciones para los costes laborales y la fijación de precios. Por último, la WDN ha realizado una encuesta ad hoc sobre el proceso de fijación de los salarios y de los precios a nivel de empresas. En este artículo se presenta un primer conjunto de conclusiones basadas en esta encuesta. La encuesta constituye una fuente única de información que sirve para ampliar nuestros conocimientos acerca de las prácticas de fijación de salarios, la frecuencia de las modificaciones de los precios y de los salarios, y los vínculos entre la rigidez de los salarios y la de los precios en Europa. La encuesta presenta nuevos datos sobre los motivos de la existencia de distintos tipos de rigidez salarial y sobre su magnitud y, además, analiza diversas vías de ajuste de los costes laborales más allá de las modificaciones del salario base. La encuesta también aborda el modo en que los salarios se ajustan a distintas perturbaciones económicas procedentes del lado de la demanda o de la oferta.

Una de las ventajas de realizar una encuesta ad hoc a empresas es su flexibilidad, ya que permite preguntarles directamente sobre aspectos importantes de la determinación de salarios y precios, y obtener datos que de otra manera sería difícil recopilar. Por ejemplo, el nivel de competencia que afronta la empresa, o la repercusión de los convenios colectivos a nivel de empresa frente a mecanismos de fijación de los salarios más centralizados, resultan difíciles de valorar de otro modo, y suelen ser inobservables en bases de datos elaboradas a partir de registros administrativos o de encuestas a hogares. Esta información a nivel de empresas hace que sea posible examinar los efectos de las características de las empresas y del entorno institucional en el que operan sobre la determinación de los salarios y de los precios. Las encuestas a empresas también

suelen tener la ventaja de que proporcionan información más precisa sobre los salarios que las encuestas a hogares. No obstante, es necesario tener presentes algunos inconvenientes inherentes a este tipo de encuestas, como unas tasas de respuesta bajas y posibles malentendidos al interpretar las preguntas. Además, el contexto macroeconómico concreto imperante en las fechas en que se realizó la encuesta puede haber influido en las respuestas.

El artículo se estructura de la siguiente manera: en la sección 2 se describen las principales características de la encuesta, mientras que en la sección 3 se analizan determinados aspectos institucionales del proceso de fijación de salarios, concretamente el ámbito de la negociación colectiva y los mecanismos de iniciación. En la sección 4 se presentan regularidades empíricas sobre el ajuste de precios y salarios y su interrelación, y en la sección 5 se examina la existencia de rigideces salariales a la baja y se consideran diversas vías de ajuste de los costes (aparte de las modificaciones del salario base) que son relevantes para las empresas europeas. La sección 6 se ocupa de las reacciones de las empresas ante distintas perturbaciones, y en la sección 7 se presentan las conclusiones.

2 DATOS Y MUESTRA

La encuesta de la WDN fue realizada por 17 BCN entre finales del 2007 y la primera mitad del 2008 a partir de un cuestionario armonizado, y proporcionó un conjunto único de datos de diferentes países sobre la fijación de salarios y precios sin precedentes en términos internacionales en lo que respecta a la cobertura geográfica y a la sectorial. La cobertura sectorial de la encuesta incluye: manufacturas, energía, construcción, comercio y transporte, servicios de mercado, intermediación financiera y, en algunos países, servicios no de mercado. El tamaño total de la muestra asciende a unas 17.000 empresas y, por su diseño, está relativamente equilibrada por categorías de tamaño de las empresas en cada país y en los sectores considerados. Su distribución sigue de cerca la distribución del empleo en el sector privado del país en cuestión. No obstante, el tamaño de la

muestra varía en los distintos países en términos absolutos y en relación al número de empresas de cada país. Por tanto, se han construido pesos individuales para cada empresa, con el fin de que la muestra sea representativa de la cantidad total de empresas en cada país y del número de trabajadores a los que la empresa representa en un país determinado². Este artículo se centra en quince países (Austria, Bélgica, República Checa, Estonia, Francia, Grecia, Hungría, Italia, Irlanda, Lituania, Países Bajos, Polonia, Portugal, Eslovenia y España) de los que se dispone de datos totalmente armonizados³. Los datos de Alemania se muestran cuando son comparables con los de los demás países⁴.

3 ALGUNOS ASPECTOS INSTITUCIONALES DE LA FIJACIÓN DE SALARIOS

La encuesta armonizada de la WDN proporciona información a nivel de empresas sobre varios aspectos institucionales de la fijación de salarios, como el ámbito de la negociación colectiva, la cobertura de los convenios colectivos y el grado de indicación de los salarios. Dada la heterogeneidad institucional de los mercados de trabajo europeos, esta información resulta especialmente interesante⁵.

3.1 LA NEGOCIACIÓN DE LOS CONVENIOS COLECTIVOS

Uno de los factores institucionales que probablemente desempeñen un papel importante en la evolución de los salarios y, en líneas más generales, en el funcionamiento del mercado de trabajo, es el grado de centralización de la negociación de los convenios colectivos. En la encuesta se preguntó a las empresas si aplican un convenio colectivo negociado fuera de la empresa y/o a nivel de la empresa⁶. Este último tipo de convenio suele considerarse más flexible que el primero, en el sentido de que ofrece mayor margen a las empresas para reaccionar ante circunstancias económicas específicas de cada empresa.

El porcentaje de empresas que aplican algún tipo de convenio colectivo es muy elevado en los paí-

ses de la zona del euro considerados (en torno al 95%, en promedio, como se muestra en la columna 3 del cuadro 1). En cambio, en los países no pertenecientes a la zona del euro, sólo alrededor de una cuarta parte de las empresas (el 27,7%) lo aplican. Las diferencias entre los países que pertenecen y los que no pertenecen a la zona son asimismo reseñables si se consideran por separado los convenios colectivos firmados a nivel de empresa (columna 1) y los firmados fuera del ámbito de la empresa (columna 2). Estos últimos predominan en los países de la zona del euro, mientras que los convenios negociados a nivel de la empresa predominan en los países que no pertenecen a la zona. Las empresas más grandes parecen aplicar más convenios colectivos a nivel de empresa y, en cuanto a los sectores, la construcción y el comercio parecen aplicar menos convenios de este tipo.

La evidencia recopilada por la encuesta de la WDN también confirma algo ya sabido, el hecho de que el porcentaje de trabajadores acogidos a algún tipo de convenio colectivo es muy elevado en los países de la zona del euro (columna 4). En cambio, los países no pertenecientes a la zona del euro presentan niveles muy reducidos de cobertura, y el más bajo corresponde a Estonia. Esto es acorde con la información complementaria disponible sobre las características de la negociación

2 La muestra utilizada en este artículo no incluye empresas con menos de cinco trabajadores.

3 Los países de la zona del euro son Austria, Bélgica, Francia, Grecia, Italia, Irlanda, Países Bajos, Portugal, Eslovenia y España. Los países no pertenecientes a la zona del euro son la República Checa, Estonia, Hungría, Lituania y Polonia.

4 Dado que el cuestionario no estaba totalmente armonizado, no pueden utilizarse en su totalidad los datos de la encuesta correspondientes a Alemania. Todavía no se dispone de datos de Luxemburgo.

5 Existe una extensa literatura sobre el papel de los factores institucionales de la negociación colectiva en la determinación de los resultados del mercado de trabajo, los niveles de los salarios, la dispersión salarial y la flexibilidad salarial. Para más información sobre una encuesta reciente, véase Freeman R. (2007), «Labour Market Institutions around the World», Working Paper n.º 13242, NBER.

6 Los convenios colectivos fuera del ámbito de la empresa incluyen los negociados a nivel regional, sectorial, profesional o nacional. No obstante, en el caso de Grecia, se han excluido los convenios negociados a nivel nacional, que son vinculantes para todas las empresas, y los trabajadores cubiertos exclusivamente por el convenio de ámbito nacional, lo que explica por qué la cobertura de este país es inferior al 100% en las columnas 2 y 4 del cuadro 1.

colectiva por países y sectores (véase la información de la última columna del cuadro 1).

3.2 INDICIACIÓN

En el cuestionario de la encuesta de la WDN se incluían dos preguntas relacionadas con la indicación de los salarios a la inflación. En la primera pregunta se pedía a las empresas que indicaran si aplican una política salarial para adaptar el salario base a la evolución de la inflación. En caso afirmativo, se les pedía que señalaran si el ajuste es automático o no y, con independencia de que sea o no automático, si está ligado a la inflación pasada o a la esperada.

En el cuadro 2 se presenta un resumen de las políticas de ajuste de los salarios en los distintos países, y muestra que en todos los países incluidos en la muestra (con la excepción de Italia), una propor-

ción significativa de empresas aplica alguna modalidad de ajuste de los salarios a la inflación. Esta práctica está particularmente extendida en Bélgica (98%) y en España (70%), donde predomina la indicación automática. En la mayor parte de los países, los ajustes están ligados a la inflación pasada. Únicamente en el caso de Portugal la inflación esperada parece ser más importante que la pasada en la determinación de los salarios. La política de adaptar el salario base a la inflación es algo menos habitual en la zona del euro (34% de las empresas) que en el conjunto de la muestra que cubre la encuesta (35%). En Alemania no se preguntó expresamente a las empresas si aplican o no una política de ajuste del salario base a la inflación. No obstante, cuando se les preguntó acerca de los dos factores determinantes de los incrementos salariales más recientes, el 27% de las empresas alemanas participantes en la encuesta contestaron que la inflación había sido uno de estos factores.

Cuadro 1 Negociación colectiva - ámbito y cobertura, por países

País	Porcentaje de empresas con convenio colectivo			Porcentaje de trabajadores cubiertos por convenios colectivos	
	Negociación a nivel de la empresa	Negociación a otros niveles	Negociación a cualquiera de estos niveles		
Austria	23,3	96,2	97,8	94,5	H
Bélgica	35,3	97,9	99,4	86,3	H
República Checa	51,4	17,5	54,0	50,2	M
Alemania	8,2	51,6	59,7	n.d.	M
Estonia	10,4	3,4	12,1	8,7	L
España	16,9	83,1	100	96,8	H
Francia	58,7	98,8	99,9	67,1	H
Grecia	20,8	85,6	93,4	91,0	H
Hungría	19,0	0,0	19,0	18,4	L
Irlanda	18,1	48,2	54,2	29,4	n.d.
Italia	42,9	99,6	99,6	92,2	H
Lituania	23,1	0,8	24,4	15,6	VL
Países Bajos	30,1	45,4	75,5	67,6	H
Polonia	21,4	4,7	22,9	19,3	L
Portugal	10,0	58,9	62,1	90,0	H
Eslovenia	25,7	74,3	100,0	n.d.	H
Total	33,1	65,4	76,5	63,4	
Países de la zona del euro	35,7	87,7	94,7	83,3	
Países no pertenecientes a la zona del euro	26,3	6,0	27,7	24,1	

Fuente: Babecký et al., 2008 (para conocer la referencia completa, véase la nota 16).

Las cifras mostradas son ponderadas para reflejar el empleo total y tener en cuenta la falta de respuesta. Las cifras agregadas de las columnas «Total» y «Países de la zona del euro» no incluyen Alemania. Última columna: nivel de cobertura de los convenios colectivos, obtenido de Du Caju, P., E. Gautier, D. Momferatou y M. Ward-Warmedinger (2008), «Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the US and Japan», Working Paper n.º 974, BCE. VL = muy bajo (es decir, entre el 0% y el 25% de los trabajadores están cubiertos por convenios colectivos); L = bajo (entre el 26% y el 50%); M = moderado (entre el 51% y el 75%); H = alto (entre el 76% y el 100%). La suma de las cifras de las columnas «Negociación a nivel de la empresa» y «Negociación a otros niveles» no es la de la columna «Negociación a cualquiera de estos niveles», ya que algunas empresas pueden aplicar convenios colectivos a ambos niveles.

La información recopilada en la encuesta matiza y complementa otros datos disponibles sobre los mecanismos de indicación disponibles a nivel de países y de sectores, según los cuales existe algún tipo de indicación automática de los salarios del sector privado en siete países de la zona del euro: Bélgica, España, Francia, Chipre, Luxemburgo Malta y Eslovenia⁷. La evidencia procedente de la encuesta indica que la práctica de adaptar los salarios a la evolución de la inflación es común en un conjunto más amplio de países. En promedio, alrededor de una tercera parte de las empresas participantes en la encuesta contestó que aplican este tipo de políticas.

4 AJUSTE DE PRECIOS Y SALARIOS

La encuesta de la WDN puede considerarse la continuación natural de algunos de los resultados

sobre las decisiones acerca de la fijación de precios en la zona del euro divulgados por la IPN⁸. Una de las conclusiones de la IPN es la considerable heterogeneidad existente en cuanto al grado de rigidez de los precios en los distintos productos y sectores. Estas diferencias entre sectores pueden deberse, entre otros factores, a la variabilidad de los costes de los bienes intermedios y a la estructura de costes a nivel de empresas y sectores y, en particular, a la contribución de los costes laborales, de los que los salarios son un destacado componente. La encuesta de la WDN hace que sea posible analizar simultáneamente los ajustes de

7 Véase el recuadro 5, titulado «Mecanismos de indicación de los salarios en países de la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo del 2008, y Du Caju et al. (2008) op. cit.

8 Véanse Altissimo F., M. Ehrmann y F. Smets (2006) op. cit., Fabiani, S., C. Loupias, F. Martins y R. Sabbatini (2007), «Pricing decisions in the euro area. How firms set prices and why», Oxford University Press, y el Boletín Mensual de noviembre del 2005 (op. cit.).

Cuadro 2 Aplicación de una política de ajuste del salario base a la inflación, por países

(en porcentaje)

	Política de ajustar el salario base a la inflación ¹⁾					Indiciación a nivel de países ²⁾
	Automática		Informal		Total	
	Pasada	Esperada	Pasada	Esperada		
Austria	9	1	9	3	22	VL
Bélgica	98	0	0	0	98	H
República Checa	7	5	28	24	59	Inexistente
Alemania	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	27	Inexistente
Estonia	3	2	35	21	54	Inexistente
España	38	16	11	5	70	H
Francia	9	2	21	8	33	VL
Grecia	15	5	12	10	43	Inexistente
Hungría	7	4	14	6	31	Inexistente
Irlanda	6	3	19	10	30	Inexistente
Italia	1	0	3	1	6	VL
Lituania	7	4	24	13	48	nd
Polonia	5	2	17	6	31	VL
Portugal	3	6	13	29	52	Inexistente
Eslovenia	20	3	32	5	60	L
Total	13,2	3,9	12,7	6,9	35,3	
Países de la zona del euro	16,3	4,1	9,7	5,5	34,2	
Países no pertenecientes a la zona del euro	5,5	3,2	19,8	10,2	37,6	

Fuente: Druant et al., 2008 (para conocer la referencia completa, véase la nota 9).

1) Las cifras mostradas son ponderadas para reflejar el empleo total y tener en cuenta la falta de respuesta. Las cifras agregadas de las columnas «Total» y «Países de la zona del euro» no incluyen Alemania.

2) Nivel de indicación obtenido de Du Caju et al. 2008 (véase la nota del cuadro 1): VL = muy bajo (es decir, menos del 25% de los trabajadores están cubiertos por cláusulas de indicación de los salarios); L = bajo (entre el 26% y el 50%); H = alto (entre el 76% y el 100%). Obsérvese que algunas empresas aplican más de un tipo de política y, por consiguiente, la suma de las cifras de las columnas 1 a 4 no necesariamente es la de la columna «Total».

los precios y de los salarios y, por tanto, puede arrojar algo de luz sobre este importante aspecto. Además, puede proporcionar evidencia microeconómica de utilidad para modelos macroeconómicos de formación de precios y de salarios que han adquirido gran popularidad en los modelos nekeynesianos. En esta sección se presentan las principales conclusiones de la encuesta de la WDN sobre la distribución en el tiempo y la frecuencia de los cambios salariales en la Unión Europea⁹.

4.1 DISTRIBUCIÓN EN EL TIEMPO DE LOS CAMBIOS EN LOS SALARIOS Y EN LOS PRECIOS

La encuesta de la WDN ha permitido obtener evidencia a favor de reglas de fijación de salarios dependientes del tiempo. En la encuesta se pedía a las empresas que especificaran si los cambios salariales y en los precios se concentran en un mes o en meses determinados y, en caso afirmativo, que indicaran el mes o meses en los que suelen ajustarse. En conjunto, aproximadamente la mitad de las empresas de los países incluidos en la muestra tiende a ajustar los salarios en un mes determinado (véase gráfico 1). Existe un notable «efecto enero»: aproximadamente el 30% de los cambios salariales se aplican ese mes, y su destacado papel es evidente en todos los países. En ju-

lio se observa otro pico, aunque mucho menor. En general, el 54% de las empresas afirman que los cambios salariales se concentran en un mes o en meses determinados.

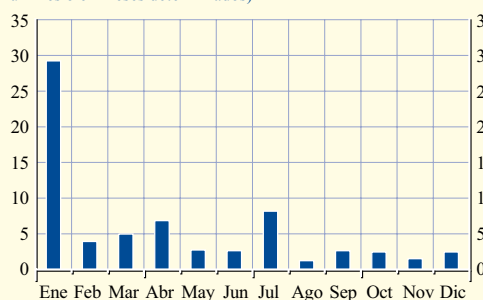
El porcentaje de empresas que concentran los cambios salariales en un mes o en meses determinados es muy similar en los distintos sectores (véase gráfico 2), siendo enero, una vez más, el mes en el que se registra la proporción más elevada de cambios salariales en todos los sectores. El mes de julio también tiene cierta relevancia en los sectores de manufacturas y de servicios de mercado, mientras que los cambios salariales están algo menos dispersos entre meses diferentes en los sectores de intermediación financiera y de manufacturas. Las pequeñas empresas tienden a concentrar los ajustes salariales en meses concretos con mayor frecuencia que las grandes empresas.

En cambio, las diferencias en cuanto la distribución en el tiempo de los cambios salariales en los distintos países son mucho más pronunciadas. En un extremo se encuentra Portugal, donde el 94% de las empresas concentran estos cambios en un mes determinado. Esto supone un contraste con países como Lituania, Polonia y Alemania, donde esta práctica es seguida por una cuarta parte de las empresas.

En cuanto a los ajustes de los precios, alrededor de la tercera parte de las empresas participantes en la encuesta (el 35%) señaló que estos cambios suelen realizarse en un mes concreto. Como se muestra en el gráfico 3, en este caso, el ajuste tiende a concentrarse en enero en la mayor parte de los casos. La encuesta de la WDN apunta también a cierto grado de sincronización a nivel de empresas entre la distribución en el tiempo de los cambios de precios y la de los salarios. Por ejemplo, el 50% de las empresas que ajustan los precios en enero también modifican los salarios ese mes.

Gráfico 1 Distribución en el tiempo de los cambios salariales

(porcentaje de empresas que concentran los cambios salariales en un mes o en meses determinados)

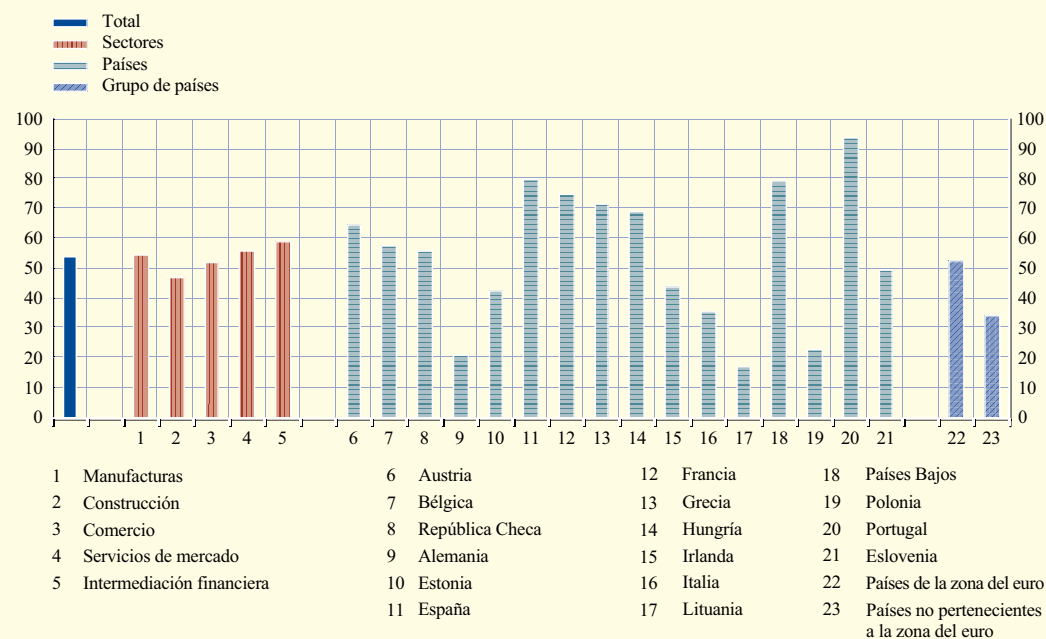


Notas: Las cifras se han ponderado para reflejar el empleo total y se han reescalado para excluir la falta de respuesta. Alemania no está incluida en los cálculos.

9 En esta sección se resumen algunas de las conclusiones de Druant, M., S. Fabiani, G. Kezdi, A. Lamo, F. Martins y R. Sabbatini (2008), «How are firms' wages and prices linked: Survey evidence in Europe», mimeo (WDN). Véase http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage_dynamics_network.en.html.

Gráfico 2 Concentración de los cambios salariales por sectores y países

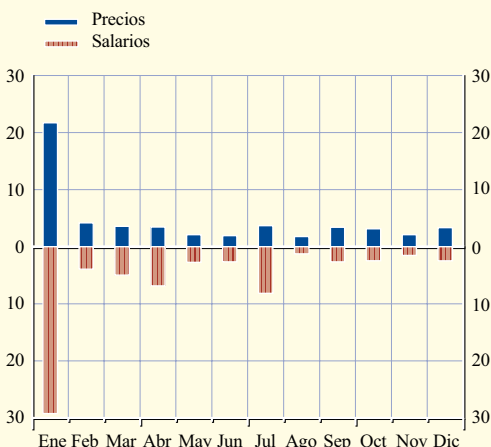
(porcentaje de empresas que concentran los cambios salariales en un mes o en meses determinados)



Notas: Las cifras mostradas son ponderadas para reflejar el empleo total y tener en cuenta la falta de respuesta. En este gráfico, la columna «Total» corresponde a la suma de las cifras mensuales del gráfico 1.

Gráfico 3 Distribución en el tiempo de los cambios salariales y de precios

(porcentaje de empresas que concentran los cambios salariales y de precios en un mes o en meses determinados)



Notas: Las cifras mostradas son ponderadas para reflejar el empleo total y tener en cuenta la falta de respuesta. Alemania no está incluida en los cálculos.

4.2 FRECUENCIA DEL AJUSTE DE LOS PRECIOS Y DE LOS SALARIOS

La encuesta también incluye información sobre la frecuencia de los ajustes salariales. En el gráfico 4 se muestra que alrededor del 60% de las empresas representadas en la muestra indicaron que modifican el salario base de sus empleados una vez al año, el 12% lo hace con más frecuencia y el 26% con menos frecuencia. La inflación destaca como el principal factor determinante de los ajustes salariales frecuentes, mientras que la frecuencia de los cambios salariales ligados a la antigüedad es la más baja.

La frecuencia de los cambios salariales muestra pocas variaciones en los distintos sectores. La menor frecuencia de estos cambios se encuentra en el comercio y en los servicios empresariales, y la mayor en la construcción. El tamaño de la empresa también parece tener un impacto escaso sobre

la frecuencia de las modificaciones. En cambio, el nivel de heterogeneidad entre países es más acusada: las empresas de Lituania, Grecia y Eslovenia señalan la frecuencia más elevada de cambios en el salario base, mientras que la menor frecuencia se observa en las empresas de Italia, Hungría y Portugal. En promedio, a este respecto hay muy poca diferencia entre las empresas de la zona del euro y las de los países de la UE no pertenecientes a la zona.

Las acusadas diferencias entre países en lo que respecta a las prácticas de fijación de los salarios, en particular la frecuencia de los cambios salariales, puede ser atribuible a aspectos institucionales. Esta posibilidad ha sido estudiada formalmente mediante un análisis de regresión. En efecto, según los resultados de este análisis, algunos aspectos institucionales de los mercados de trabajo (por ejemplo, la indiciación y el ámbito de la negociación colectiva) desempeñan un destacado papel a la hora de explicar las diferencias entre países en la frecuencia de los cambios salariales.

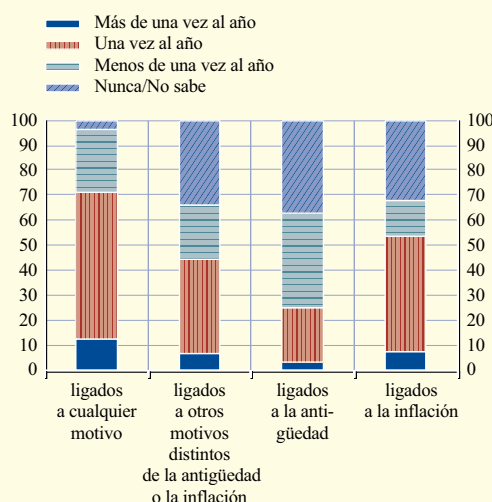
La frecuencia de los ajustes de precios es mayor que la de los cambios salariales. Alrededor del 40% de las empresas encuestadas señalaron que, en promedio, cambian los precios una vez al año (frente al 60% en el caso de los ajustes salariales), y el 7,4% indicó que los precios se modifican menos de una vez al año (en comparación con el 26% en el caso de los cambios en los salarios). La variación entre países en la frecuencia de cambios de precios es limitada, en comparación con la de los cambios en los salarios. En cambio, las diferencias entre sectores en la frecuencia de cambios de precios son mayores que las observadas en la frecuencia de los ajustes de los salarios. Esto es coherente con la conclusión de que las características de los mercados de productos, como el nivel de competencia y la participación de los costes laborales en los costes totales, son factores determinantes de las diferencias en la frecuencia de los cambios de precios, mientras que las diferencias en la frecuencia de los cambios salariales están influidas por factores institucionales.

4.3 LA INTERRELACIÓN ENTRE LOS AJUSTES DE LOS PRECIOS Y DE LOS SALARIOS

La aparente sincronización de los cambios de precios y de salarios a nivel de la empresa identificada en la sección anterior queda confirmada por el hecho de que, al ser preguntadas directamente, alrededor del 40% de las empresas admitieron que hay alguna relación entre la distribución en el tiempo de los ajustes de precios y la de los salarios en su empresa, aunque sólo el 15% indicó que esta relación era relativamente estrecha. Si se descompone este último porcentaje, las decisiones se adoptan de manera simultánea en el 4% de las empresas, los precios siguen a los salarios en el caso del 8%, y los salarios siguen a los precios en el 3% restante. La intensidad del vínculo entre los cambios en los precios y en los salarios depende de la participación de los costes laborales en los costes totales. En cuanto a si los cambios en los salarios se trasladan a los precios, aproximadamente el 60% de las empresas encuestadas indicaron que aplicarían una estrategia de aumento de los precios si tuvieran que hacer frente a un incremento inesperado y de carácter

Gráfico 4 Frecuencia de los cambios salariales

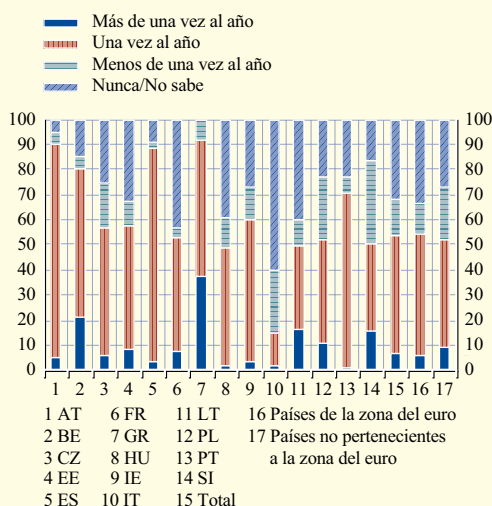
(en porcentaje)



Notas: Las cifras mostradas son ponderadas para reflejar el empleo total y tener en cuenta la falta de respuesta. Alemania no está incluida en los cálculos.

Gráfico 5 Frecuencia de cambios salariales por motivos ligados a la inflación, por países

(en porcentaje)



Notas: Las cifras mostradas son ponderadas para reflejar el empleo total y tener en cuenta la falta de respuesta. Alemania no está incluida en los cálculos. En el caso de Grecia, las cifras se refieren al porcentaje de empresas que realmente modifican los salarios como consecuencia de la inflación, ya que la opción «Nunca/No sabe» no figuraba en el cuestionario de este país.

permanente de los salarios. Además, el análisis de regresión¹⁰ pone de manifiesto que la participación de los costes laborales en los costes totales es un destacado factor determinante de la probabilidad de optar por una subida de precios como medida de ajuste. Esto resulta confirmado por la conclusión de que la frecuencia de los ajustes de precios es menor en las empresas y sectores con unos costes laborales elevados, lo que sugiere que estos costes y los salarios influyen en los ajustes de precios a nivel de la empresa¹¹. Además, las empresas con una elevada participación de los costes laborales también señalaron con más frecuencia que existe un estrecho vínculo entre los cambios en los precios y los cambios salariales.

La evolución de la inflación influye en las decisiones sobre fijación de salarios de las empresas. El grado y la velocidad a la que la inflación afecta a los cambios salariales están influenciados, por un lado, por las políticas internas de ajuste de los

salarios de cada empresa y, por otro, por las características del entorno institucional de cada país. Los resultados del análisis de regresión muestran que la indicación realmente desempeña un destacado papel a la hora de explicar la frecuencia de los cambios salariales. En particular, las empresas tienden a ajustar los salarios con mayor frecuencia si se aplica una política (formal o informal) de adaptar los ajustes salariales a la inflación (pasada o esperada). Otra fuente de información disponible a partir de la encuesta acerca de cómo la evolución de la inflación afecta a las decisiones salariales de las empresas es la frecuencia de los cambios salariales ligados a la inflación. En el gráfico 4 se muestra que la inflación destaca como el principal factor desencadenante de ajustes salariales frecuentes (una o más veces al año). No obstante, aunque la heterogeneidad sectorial es relativamente limitada, la variabilidad entre países es notoriamente elevada (véase gráfico 5)¹². Aunque en Austria, Bélgica y España, más del 80% de las empresas modifican los salarios una vez al año o con mayor frecuencia como consecuencia de la inflación, en Italia sólo parecen hacerlo el 15% de las empresas.

5 RIGIDEZ A LA BAJA DE LOS SALARIOS

El grado de rigidez a la baja de los salarios ha sido objeto de una cantidad creciente de trabajos de investigación empírica, en parte por sus implicaciones para la definición de la tasa óptima de inflación¹³.

- 10 Véase Bertola, G., A. Dabusinskas, M. Hoeberichts, M. Izquierdo, C. Kwapil, J. Montornès y D. Radowski (2008), «Price, wage and employment response to shocks: Evidence from the WDN Survey», mimeo (WDN). Véase http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage_dynamics_network.en.html.
- 11 Véase Druant et al. (2008), op.cit. La IPN ha obtenido resultados similares a nivel sectorial.
- 12 Los Países Bajos no están incluidos en este gráfico porque a las empresas de ese país no se les preguntó expresamente sobre estas políticas.
- 13 Este debate se remonta a Tobin, J., (1972), «Inflation and unemployment», American Economic Review, (62/1), pp. 1-18, que argumentó que si los bancos centrales tratan de alcanzar tasas de inflación demasiado bajas, esto podría obstaculizar el funcionamiento de los mercados de trabajo, ya que resultaría difícil reducir los salarios. Un aumento de la inflación permitiría ajustar los salarios con más facilidad y, por tanto, «engrasar las ruedas de la economía».

5.1 EVIDENCIA SOBRE LA RIGIDEZ A LA BAJA DE LOS SALARIOS

En la literatura suelen considerarse dos tipos de rigidez a la baja. La rigidez a la baja de los salarios nominales (DNWR, en sus siglas en inglés) está relacionada con la incapacidad de las empresas para aplicar (y, por consiguiente, con la reticencia de los trabajadores para aceptar) reducciones de los salarios nominales. De igual modo, la rigidez a la baja de los salarios reales (DRWR) refleja la incapacidad de las empresas para incrementar los salarios en porcentajes inferiores a la tasa de inflación vigente. Estudios recientes basados en datos microeconómicos se han centrado en las distribuciones de los cambios en los salarios nominales para estimar la rigidez a la baja de los salarios. Un pico situado en cero en esta distribución se entiende como evidencia de rigidez nominal, ya que sugiere que algunas empresas no lograron reducir los salarios nominales y, por tanto, no los modificaron. En cambio, si el pico se sitúa en torno al nivel esperado de inflación, se

considera evidencia de rigidez de los salarios reales¹⁴.

Otra parte de la literatura empírica se basa en evidencia procedente de encuestas para determinar la existencia y las causas de la rigidez a la baja de los salarios¹⁵.

Un estudio realizado recientemente utiliza datos de la encuesta de la WDN para investigar la rigidez a la baja de los salarios nominales y reales en países de la UE, así como el papel desempeñado por las características de las empresas y el entorno económico e institucional en el que operan para determinar la existencia de rigidez salarial¹⁶.

En este estudio, la rigidez a la baja de los salarios nominales se mide como el porcentaje de empresas que han señalado que han congelado el salario base en los últimos cinco años. La encuesta de la WDN no incluye una medida que capture directamente la DRWR. No obstante, cabe esperar que ésta presente una estrecha correlación con el grado en que los salarios fijados por la empresa están estrechamente ligados a la inflación¹⁷. Por consiguiente, este estudio utiliza el porcentaje de empresas en las que existe un vínculo automático entre los salarios y la inflación pasada o esperada

Cuadro 3 Rigidez a la baja de los salarios nominales y reales, por países

(porcentaje de empresas afectadas por rigideces salariales)

País	Rigidez a la baja de los salarios nominales (DNWR)	Rigidez de los salarios reales (RWR)
Austria	13,3	9,8
Bélgica	11,8	98,2
República Checa	26,5	11,7
Estonia	21,7	4,4
España	2,4	54,8
Francia	7,1	9,6
Grecia	12,5	20,0
Hungría	5,9	11,2
Irlanda	7,1	8,2
Italia	3,9	1,7
Lituania	19,9	10,8
Países Bajos	23,2	n.d.
Polonia	10,0	6,9
Portugal	15,0	9,0
Eslovenia	2,9	23,5
Total	9,6	16,8
Países de la zona del euro	8,1	20,3
Países no pertenecientes a la zona del euro	13,4	8,5

Notas: Las cifras mostradas son ponderadas para reflejar el empleo total y tener en cuenta la falta de respuesta.

- 14 Este tipo de metodología ha sido utilizada, entre otros autores, por Dickens, W. T., L. Goette, E. L. Groshen, S. Holden, J. Messina, M. E. Schweitzer, J. Turunen y M. E. Ward (2007), «How Wages Change: Micro Evidence from the International Flexibility Project», *Journal of Economic Perspectives* 21(2), pp. 195-214; Messina, J., P. Du Caju, C. Filipa Duarte, M. Izquierdo y N. Lynggård Hansen (2008), «The Causes and Consequences of Nominal and Real Wage Rigidity: A Sectoral Approach», mimeo (WDN); y Holden, S. y F. Wulfsberg (2007), «Downward nominal wage rigidity in the OECD», Working Paper n.º 964, BCE.
- 15 Este corpus de literatura sigue el innovador trabajo de Blinder, A. S. y D. H. Choi (1990), «A Shred of Evidence on Theories of Wage Stickiness», *The Quarterly Journal of Economics* 105(4), pp. 1003-15.
- 16 Esta sección se basa principalmente en las conclusiones de Babecký, J., P. Du Caju, O. Kosma, M. Lawless, J. Messina y T. Rõdm (2008), «Downward Wage Rigidity and Alternative Margins of Adjustment: Survey Evidence from European Firms», mimeo (WDN). Véase http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage_dynamics_network.en.html.
- 17 Esto queda confirmado por evidencia empírica basada en una comparación de la medida obtenida a partir de la encuesta de la WDN con otras medidas de la rigidez a la baja de los salarios reales obtenidas a partir de estudios microeconómicos sobre la distribución de los cambios en los salarios.

como variable para aproximar la rigidez de los salarios reales (RWR), e incluye a empresas que tienen dificultades para ajustar estos salarios, tanto a la baja como al alza. No obstante, este concepto de rigidez de los salarios reales es relativamente limitado, ya que puede haber otros motivos aparte de la indiciación que impidan modificar estos salarios.

La primera conclusión importante que se extrae de la encuesta de la WDN es que el predominio de reducciones de los salarios nominales entre las empresas europeas es extremadamente escaso, salvo en Alemania. Sólo aproximadamente el 4% de las empresas señalaron que los salarios se habían reducido alguna vez en los últimos cinco años. A primera vista, esto es altamente indicativo de la existencia de rigidez a la baja de los salarios en Europa. En el cuadro 3 se muestra que la rigidez de los salarios reales, según se ha definido anteriormente, es mucho más frecuente entre las empresas encuestadas (con un 16,8% afectadas), que la rigidez a la baja de los salarios nominales (con sólo el 9,6% de las empresas afectadas), lo que es coherente con la evidencia de otras fuentes de la existencia de rigidez a la baja de los salarios en la mayor parte de los países de Europa continental, en oposición a Estados Unidos y el Reino Unido¹⁸. Existen considerables diferencias entre los países de la UE en lo que respecta a la rigidez a la baja de los salarios. En general, los países de la muestra que no pertenecen a la zona del euro tienen el doble de posibilidades de presentar rigidez a la baja de los salarios nominales que los países de la zona, y viceversa en lo que se refiere a la rigidez de los salarios reales. La rigidez a la baja de los salarios nominales parece situarse por encima de la media en la República Checa, Estonia, Lituania, Países Bajos y Portugal, y bastante por debajo de la media en España, Francia, Italia, Hungría y Eslovenia. La rigidez de los salarios reales predomina especialmente en Bélgica, España y Eslovenia y, en menor medida, en Italia, Estonia y Polonia. La aplicación de salarios de eficiencia y consideraciones de equidad parecen ser razones importantes para explicar la reticencia de las empresas a reducir los salarios.

Parece que sólo existen pequeñas diferencias en lo que respecta a la influencia de la rigidez salarial en los distintos sectores y categorías de empresas. En general, las características de los países parecen tener mayor relevancia que la dimensión sectorial por lo que se refiere a la rigidez a la baja de los salarios, lo que indica que factores institucionales de los mercados de trabajo nacionales pueden ser el origen de estas diferencias entre países. Esta valoración es acorde con las conclusiones extraídas de datos de salarios individuales. De hecho, en la literatura reciente, la centralización del proceso de determinación de los salarios y la cobertura de la negociación colectiva se han asociado al grado de rigidez a la baja de los salarios. A partir de información obtenida de la encuesta de la WDN y de regresiones multivariantes, Babecký et. al. (2008) consideran que una elevada cobertura de convenios colectivos de ámbito nacional y la protección legal del empleo incrementan la rigidez a la baja de los salarios nominales.

5.2 VÍAS ALTERNATIVAS DE AJUSTE DE LOS COSTES LABORALES

La relevancia de la rigidez a la baja de los salarios depende también de si las empresas tienen otras vías distintas del salario base para ajustar los costes laborales. La encuesta de la WDN proporciona evidencia específica sobre el ajuste de los costes a través de los costes no salariales. Se preguntó a las empresas participantes en la encuesta si en alguna ocasión han utilizado otras vías distintas del salario base para ajustar los costes laborales, entre las que se incluyen la posibilidad de reducir o eliminar el componente variable del salario, reducir o eliminar las percepciones no salariales, reestructurar la asignación de tareas o modificar las primas por turno, reducir o congelar los ascensos, contratar nuevos empleados con un salario más reducido que el de los trabajadores que hayan dejado voluntariamente la empresa, e incentivar la jubilación anticipada con el fin de reemplazar a empleados con altos salarios por nuevos trabajadores peor remunerados. Aproximadamente la mitad de las empresas encuestadas ha

18 Véase, por ejemplo, Dickens et al. (2007), op.cit.

recurrido a alguna de estas vías para ajustar los costes laborales, especialmente aquellas que presentan rigidez a la baja de los salarios nominales.

En el cuadro 4 se muestra el porcentaje de empresas de cada país que indicaron que han utilizado las distintas estrategias mencionadas para ajustar los citados costes. El predominio de estrategias individuales varía considerablemente en los distintos países. La reducción del componente variable del salario es el método más utilizado en los países no pertenecientes a la zona del euro, siendo menos predominante entre los países de la zona (con la excepción de Italia, donde casi una cuarta parte de las empresas indican que lo utilizan). La contratación de nuevos empleados con salarios más bajos que los de los empleados que dejan la empresa o la promoción de la jubilación anticipada son los métodos más utilizados en Bélgica, Francia e Italia.

Además de variar en los distintos países, la vía de ajuste utilizada también tiende a diferir entre sectores (véase cuadro 5). El uso de mano de obra más barata para reemplazar a trabajadores

que dejan la empresa es la estrategia predominante en la mayor parte de los sectores. Las empresas de los sectores de energía y de intermediación financiera son las que señalan mayores probabilidades de reducir o eliminar los componentes salariales variables cuando tratan de reducir costes. La jubilación anticipada es la estrategia menos probable a aplicar, y el sector en el que más se utiliza es el de manufacturas. Los diversos métodos de reducción de costes no se excluyen entre sí y, con frecuencia, las empresas utilizan más de una estrategia. La reducción de las percepciones no salariales y del componente variable del salario parece ser una de las combinaciones más populares. Otra combinación habitual es contratar trabajadores peor remunerados para sustituir a trabajadores que se hayan marchado voluntariamente e incentivar la jubilación anticipada con el fin de crear vacantes para trabajadores peor remunerados (por ejemplo, con menos experiencia), lo que indica que algunas empresas están utilizando la renovación de personal para reducir costes laborales. Por último, una tercera combinación conlleva el uso de la estructura salarial interna de la empresa, con re-

Cuadro 4 Vías alternativas de ajuste de los costes laborales, por países

(porcentaje de empresas que utilizan una estrategia determinada para ajustar los costes laborales)

País	Cualquier otra vía de ajuste	Reducción del componente variable del salario	Reducción de las percepciones no salariales	Reestructuración de la asignación de tareas	Ralentización de ascensos	Contratación de trabajadores peor remunerados	Jubilación anticipada
Bélgica	46	18,4	7,9	7,2	15	26,4	18,9
República Checa	67,9	32,2	7,5	11,1	1,9	8,7	8,9
Estonia	93,6	40,2	20,5	21,1	6,2	16,2	2,6
Francia	58,6	14,7	6,1	-	15,4	39	30,3
Grecia	83,5	20,4	12,4	-	-	-	-
Hungría	67,2	22,7	11,9	38,3	35,1	26,5	10,2
Irlanda	88,3	13,3	4,9	9,8	4,7	27,6	4
Italia	71,2	25,6	21,8	26	34	45,6	20,2
Polonia	50,5	23,6	16,3	12,4	12,8	23,7	10,9
Portugal	39,5	13,7	8,4	10,7	14	16,2	0
Eslovenia	57,5	13,5	12,8	9,1	18,9	15,8	8,9
Total	62,4	22,8	14,8	19,2	20,9	32,2	16,7
Países de la zona del euro	63,5	20,6	14,8	21,4	25,2	38,8	20,7
Países no pertenecientes a la zona del euro	60,4	26,7	14,9	16,3	13,4	20,7	9,7

Notas: Las cifras mostradas son ponderadas para reflejar el empleo total y tener en cuenta la falta de respuesta. No se dispone de datos de Austria, Alemania, Países Bajos y España. Es posible que las empresas utilicen otras vías, como la reestructuración de la empresa, la reducción de las horas extraordinarias o del número de trabajadores, etc.

Cuadro 5 Vías alternativas para ajustar los costes laborales, por sectores

(porcentaje de empresas que utilizan una estrategia determinada para ajustar los costes laborales)

País	Cualquier medio	Reducción del componente variable del salario	Reducción de las percepciones no salariales	Reestructuración de la asignación de tareas	Ralentización de ascensos	Contratación de trabajadores peor remunerados	Jubilación anticipada
Manufacturas	61,2	21,1	13,5	18,9	20,5	31,9	17,7
Energía	66,2	30,7	22,1	4,1	13,0	18,5	25,2
Construcción	50,9	20,6	15,2	11,0	13,1	16,2	5,6
Comercio	64,0	25,4	17,6	22,1	21,9	37,2	10,9
Servicios de mercado	65,7	23,3	14,8	21,4	22,2	32,9	19,2
Intermediación financiera	60,1	30,6	15,6	5,2	24,2	36,7	30,8
Servicios no de mercado	25,6	8,9	4,0	7,6	12,3	8,5	0,7
Total	62,4	22,8	14,8	19,2	20,9	32,2	16,7

Notas: Las cifras mostradas son ponderadas para reflejar el empleo total y tener en cuenta la falta de respuesta. Austria, Alemania, Países Bajos y España no se incluyen en los cálculos. Es posible que las empresas utilicen otros medios, como la reestructuración de la empresa, la reducción de las horas extraordinarias o del número de trabajadores, etc.

estructuraciones en la asignación de tareas y ralentización de los ascensos.

Al analizar si las empresas afectadas por la rigidez a la baja de los salarios pueden superar esta limitación utilizando vías alternativas para reducir los costes laborales, Babecký et al. (2008) consideran que las empresas sujetas a este tipo de rigidez tienen más probabilidades de hacerlo. Además, el análisis de regresión también muestra que es más probable que las empresas que operan

en un entorno competitivo recurran a estrategias de ajuste de los costes laborales que no se basen en el salario base, y que existen más probabilidades de que estas estrategias se utilicen para reducir costes cuando se aplican convenios colectivos. Este vínculo es más significativo en el caso de los convenios colectivos negociados a nivel de empresa que los negociados a un nivel superior, debido, probablemente, al hecho de que el primer tipo de convenio proporciona mayor margen de maniobra a las empresas.

Recuadro

EL SALARIO DE LOS NUEVOS TRABAJADORES

El salario que se ofrece a los trabajadores recién contratados puede responder de modo diferente a las condiciones del mercado de trabajo en su conjunto que el de empleados que ya trabajaban en la empresa. Entender mejor la importancia de estas diferencias es necesario porque, como han subrayado Pissarides (2007) y Haefke et al. (2008), la mayor parte de las veces es la rigidez de los salarios de los nuevos empleados la que afecta a la creación de empleo.

Gran parte de la evidencia microeconómica basada en datos de salarios individuales de Estados Unidos y de algunos países europeos (por ejemplo, Carneiro et al., 2008) sugiere que los salarios que se ofrecen a los nuevos trabajadores son más sensibles a las variaciones de la tasa de paro que los salarios de los trabajadores que ya estaban contratados. Pissarides (2007) estudia esta evidencia y llega a la conclusión de que, en promedio, un incremento de 1 punto porcentual de la tasa de desempleo se asocia a una disminución del 3% de los salarios de los nuevos trabajadores, mientras que la elasti-

dad correspondiente a los trabajadores que ya estaban contratados es de sólo aproximadamente una tercera parte de ese porcentaje.

No obstante, evidencia directa procedente de encuestas realizadas a nivel de empresa sobre las prácticas de determinación de los salarios seguidas por las empresas en Estados Unidos (Bewley, 2007) y Suecia (Agell y Lundborg, 2003) indica que los salarios de los nuevos trabajadores están estrechamente ligados a los de los trabajadores que ya trabajaban en la empresa. La encuesta de la WDN analizada en este artículo corrobora esta valoración. Como señalaron Galuscak et al. (2008), casi el 80% de las empresas encuestadas indicaron que factores internos, como el convenio colectivo o los salarios de trabajadores con una cualificación similar que ya trabajaban en la empresa, tienen mayor importancia que las condiciones externas del mercado de trabajo a la hora de establecer el salario de nuevos trabajadores. Se dispone de evidencia que indica que estas condiciones podrían tener más relevancia en los países no pertenecientes a la zona del euro (el 36% de las empresas) que en los países de la zona (15% de las empresas). Esta diferencia podría ser atribuible, en parte, a factores institucionales: en los países que no forman parte de la zona del euro, la negociación colectiva está más descentralizada y el porcentaje de trabajadores cubiertos por convenios colectivos es menor.

Las condiciones externas del mercado de trabajo también parecen ser más importantes en determinados sectores, como el de servicios empresariales, así como en las empresas de menor tamaño. Además, la probabilidad de que los salarios de los nuevos trabajadores se aparten de la escala salarial interna es menor cuanto mayor sea la antigüedad media de la plantilla de la empresa y menor el grado de competencia que debe afrontar la empresa. Estas conclusiones respaldan la hipótesis avanzada por Bewley (2007) de que consideraciones internas de equidad son especialmente importantes en empresas caracterizadas por el predominio de puestos de trabajo a tiempo completo y de carácter indefinido. Ciertamente, las empresas que participaron en la encuesta de la WDN señalaron que tanto consideraciones de equidad como el temor a que las diferencias salariales entre trabajadores nuevos y antiguos puedan causar un impacto sobre el esfuerzo y la moral, son los motivos más destacados para no ajustar el salario relativo de los nuevos trabajadores en respuesta a cambios en las condiciones del mercado de trabajo, siendo este especialmente el caso de las empresas que contratan trabajadores cualificados.

Referencias

Agell, J. y P. Lundborg (2003), «Survey evidence on wage rigidity and unemployment: Sweden in the 1990s», *Scandinavian Journal of Economics*, 105, pp. 15-29.

Bewley, T. F. (2007), «Insights gained from conversations with labour market decision-makers», Working Paper n.º 776, BCE.

Carneiro, A. y P. Portugal (2008), «Worker flows and real wage cyclicality», mimeo, Bank of Portugal.

Galuscak, K., M. Keeney, D. Nicolitsas, F. Smets, P. Strzelecki y M. Vodopivec (2008), «The Determination of wages of newly hired employees: survey evidence on internal versus external factors», mimeo (WDN). Véase http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage_dynamics_network.en.html.

Haefke C., M. Sonntag y T.van Rens (2008), «Wage Rigidity and Job Creation», IZA Discussion Paper 3714.

Pissarides, C. (2007), «The Unemployment Volatility Puzzle: Is Wage Stickiness the Answer?», The Walras-Bowley lecture, North American Summer Meetings of the Econometric Society, Duke University, junio 2007.

6 LA RESPUESTA DE LOS SALARIOS A PERTURBACIONES

Por último, la encuesta de la WDN también proporciona información sobre el modo en que las empresas reaccionan ante diversas perturbaciones o ante cambios no previstos en el entorno empresarial. Las perturbaciones consideradas son dos perturbaciones de oferta, concretamente un incremento del coste de un bien intermedio (por ejemplo, un aumento de los precios del petróleo) y un incremento de los salarios (ligado, por ejemplo, a los convenios negociados a un nivel superior a la empresa), y una perturbación de demanda, en este caso una reducción imprevista de la demanda. Estas tres perturbaciones hipotéticas son comunes a todas las empresas que operan en el mercado, y la perturbación sobre los salarios se describió expresamente como permanente. Las empresas participantes en la encuesta debían valorar la relevancia de las cuatro estrategias de ajuste si-

guientes en respuesta a estas perturbaciones: un incremento de los precios, una reducción de los márgenes de beneficio, una reducción de la producción y una reducción de los costes.

Aproximadamente el 70% de las empresas indicaron que reducir otros costes e incrementar los precios serían opciones «muy relevantes» o «relevantes» ante un aumento del coste de un bien intermedio (una perturbación derivada de un aumento de los costes), siendo la opción de reducir costes algo más importante que la de incrementar los precios. Alrededor del 60% de las empresas señalaron que ajustarían los precios en caso de producirse una perturbación sobre los salarios (una perturbación derivada de un aumento de los costes). Ante una disminución de la demanda, aproximadamente el 80% de las empresas tratarían de reducir costes, mientras que las demás estrategias son relevantes para alrededor de la mitad de las empresas encuestadas (véase cuadro 6). El cuadro 6 proporciona un esquema general de la importancia relativa de las distintas estrategias de ajuste. No obstante, las empresas utilizan combinaciones de estas estrategias con frecuencia. La combinación consistente en ajustar precios (incrementarlos en las perturbaciones de oferta y reducirlos en el caso de la perturbación de demanda) y reducir otros costes parece ser la opción más popular entre las empresas participantes en la encuesta.

El papel de factores económicos e institucionales en los mecanismos de ajuste utilizados por las empresas también ha sido objeto de estudio, y en particular, el punto hasta el que cabe esperar que las perturbaciones se transmitan a los precios en el caso de producirse perturbaciones sobre los sala-

Cuadro 6 Reacción tras perturbaciones derivadas de aumentos de los costes, de perturbaciones sobre los salarios y de perturbaciones de demanda

(porcentaje de empresas)

Estrategia de ajuste	Perturbación derivada de un aumento de los costes	Perturbación sobre los salarios	Perturbación de demanda
Reducción de (otros) costes	67,8	59,0	78,0
Ajuste de precios	66,1	59,2	51,2
Reducción de márgenes	53,6	49,8	56,8
Reducción de la producción	21,6	22,5	48,6

Nota: Las cifras mostradas son ponderadas para reflejar el empleo total y tener en cuenta la falta de respuesta.

Cuadro 7 Estrategias de reducción de costes

(porcentaje de empresas)

Estrategia de reducción de costes	Tras una perturbación derivada de un aumento de los costes	Tras una perturbación sobre los salarios	Tras una perturbación de demanda
Reducción del salario base	1,2	-	1,2
Reducción del componente variable del salario	9,5	11,5	10,5
Reducción del número de trabajadores indefinidos	10,9	11,5	15,5
Reducción del número de trabajadores temporales /otros trabajadores	18,0	19,9	25,0
Reducción del número de horas trabajadas por trabajador	7,0	7,7	8,5
Reducción de otros costes	53,5	49,4	39,4

Nota: Las cifras mostradas son ponderadas para reflejar el empleo total y tener en cuenta la falta de respuesta.

rios y otras perturbaciones derivadas de reducciones de los costes¹⁹. Las empresas que operan en entornos más competitivos reaccionan con más intensidad ante las dos perturbaciones de oferta, concediendo mayor importancia a la reducción de los márgenes, de la producción, y de otros costes, que las empresas expuestas a menos presiones competitivas. En cambio, la exposición a mercados exteriores limita el efecto de la transmisión de los aumentos de los costes a los precios (dado que reduce la disposición de las empresas a incrementar los precios), particularmente en el caso de una perturbación sobre los salarios de carácter permanente. Existen varios efectos asociados a la negociación colectiva: las empresas sujetas a negociación colectiva de ámbito nacional, regional o sectorial tienen más probabilidades de responder con un aumento de los precios a una perturbación derivada de un aumento de los costes. En el caso de una perturbación sobre los salarios, la influencia de la negociación colectiva es menos clara, pero va en la misma dirección. Por último, los resultados de la regresión muestran que las empresas que operan en el sector de servicios de mercado reaccionan con menos intensidad a las perturbaciones que las del sector de manufacturas, mientras que las empresas más grandes parecen depender más de estrategias de reducción de costes que las más pequeñas. No obstante, existe una considerable heterogeneidad entre países en lo que respecta a las respuestas a estas perturbaciones. Parece que las diferentes reacciones ante una perturbación que afecte a los costes de los bienes

intermedios pueden tener su origen, en cierta medida, en las diferencias en la legislación sobre protección del empleo en los distintos países. Sin embargo, estas diferencias tienen menos relevancia en las distintas respuestas a las perturbaciones sobre los salarios.

En la encuesta también se preguntaba acerca de las diferentes estrategias de reducción de costes aplicadas en respuesta a las distintas perturbaciones. Las empresas encuestadas podían elegir hasta seis opciones diferentes: (i) reducir el salario base, (ii) reducir el componente variable del salario, (iii) reducir el número de trabajadores indefinidos, (iv) reducir el número de trabajadores temporales, (v) reducir el número de horas trabajadas por trabajador, y (vi) reducir otros costes. En el cuadro 7 se resumen las estrategias de reducción de costes aplicadas por las empresas. Es interesante observar que aproximadamente la mitad de las empresas encuestadas identificaron la reducción de los costes no laborales como la estrategia más relevante a raíz de una perturbación de oferta, mientras que este porcentaje fue de alrededor del 40% en el caso de producirse una perturbación de demanda. Entre los costes no laborales se incluyen la negociación de precios con proveedores, la reducción de los costes administrativos y la reducción de los costes de publicidad. Como era de esperar, de acuerdo con la evidencia disponible sobre

19 Véase Bertola et al. (2008), op. cit.

la rigidez salarial, la reducción del salario base es una opción elegida por un porcentaje muy bajo de las empresas (el 1,2 %). La reducción del componente variable del salario es la estrategia preferida por un número más elevado, aunque reducido, de empresas (aproximadamente el 10%).

7 CONCLUSIONES

Entender las características y los factores determinantes del proceso de fijación de salarios es importante para el proceso de transmisión de la política monetaria. Un mejor conocimiento del papel que desempeñan los salarios, y el mercado de trabajo en general, en el proceso de transmisión, facilita el diseño de una política monetaria que trata de alcanzar la estabilidad de precios, e incrementa la precisión de los modelos macroeconómicos y su aplicación empírica al análisis de la política. Además, la identificación de las causas de las rigideces salariales es fundamental para diseñar políticas estructurales adecuadas que faciliten el proceso de ajuste si se detectan desequilibrios macroeconómicos en la zona del euro.

A partir de nueva evidencia procedente de una encuesta a nivel de empresas realizada en un amplio conjunto de Estados miembros, este artículo contribuye a comprender mejor las prácticas de fijación de salarios en la Unión Europea. De esta evidencia pueden extraerse algunas conclusiones provisionales. En primer lugar, la frecuencia de los cambios salariales es menor que la de los ajustes de precios. El 60% de las empresas encuestadas modifican los salarios una vez al año, y aproximadamente el 25% menos de una vez al año, mientras que los porcentajes correspondientes a cambios en los precios, que se sitúan en el 40% y el 7,4%, respectivamente, son considerablemente más bajos. En segundo lugar, alrededor del 30% de las empresas encuestadas señalaron que los cambios en los salarios suelen concentrarse en enero. Por tanto, los cambios en los salarios están más sincronizados que los ajustes de precios. En tercer lugar, la evidencia obtenida de la encuesta corrobora otra evidencia basada en datos macroeconómicos sobre la existencia de rigidez

a la baja de los salarios nominales y reales en algunos países de la zona del euro. El tipo de rigidez predominante (nominal frente a real) en un país determinado depende de aspectos institucionales del proceso de determinación de los salarios, como el grado de indiciación, que varía sustancialmente en los distintos países. En cuarto lugar, la evidencia sobre la rigidez a la baja se centra en el salario base. No obstante, las empresas cuentan con otros medios para reducir los costes laborales, como la reducción del componente variable del salario, la reducción de las percepciones no salariales, la reestructuración de la asignación de tareas, la reducción de los ascensos y la sustitución de los trabajadores que dejan la empresa por otros peor remunerados. La evidencia obtenida de la encuesta de la WDN indica que aproximadamente la mitad de las empresas encuestadas han utilizado alguna de estas estrategias para reducir costes. En quinto lugar, para la mayor parte de las empresas, factores internos, como el convenio colectivo o los salarios de trabajadores similares en la empresa, son los más relevantes a la hora de establecer el salario de nuevos trabajadores. Las empresas son reacias a apartarse de las escalas salariales internas por motivos de equidad y de eficiencia. Por último, la evidencia proporcionada por la encuesta contribuye a entender mejor el vínculo entre salarios y precios. La transmisión de los salarios a los precios, especialmente en empresas con costes laborales elevados, es considerable. Las empresas con costes laborales elevados también señalan con más frecuencia que existe una relación estrecha entre la distribución en el tiempo de los cambios en los precios y la de los salarios. La transmisión de los salarios a los precios se ve atenuada si el grado de competencia o la cuota de exportación son altos.

Ahora es necesario utilizar modelos macroeconómicos microfundamentados para entender mejor las implicaciones macroeconómicas y para la política monetaria de estos resultados microeconómicos en el proceso de transmisión de la política monetaria y el ajuste macroeconómico de la zona del euro. Este es un importante objetivo de los trabajos de investigación que actualmente está realizando la WDN.

EVALUACIÓN DE LAS TENDENCIAS MUNDIALES DE PROTECCIONISMO

ARTÍCULOS

Evaluación
de las tendencias
mundiales
de proteccionismo

Existe un amplio consenso entre los economistas acerca de que el proteccionismo no mejora el nivel de bienestar. En parte como consecuencia de este consenso, y en parte debido también a los mediocres resultados económicos de países que no establecieron el libre comercio en el periodo posterior al final de la Segunda Guerra Mundial, las últimas décadas han sido testigo de una ola de liberalizaciones sin precedentes, que han estimulado de forma importante el comercio internacional y los flujos financieros transfronterizos. Esta tendencia ha afectado a prácticamente todas las regiones del mundo, aunque en diferente medida y a distintas velocidades. No obstante, la opinión pública no comparte siempre la percepción de que el libre comercio tiene un efecto favorable en el crecimiento y, en última instancia, beneficia a todos los participantes, y los llamamientos a favor del proteccionismo no son extraños en el debate político, especialmente en épocas de tensión económica y financiera. Una cuestión que ha suscitado considerable atención últimamente es la ronda de negociaciones comerciales de Doha, que no se terminó según el calendario previsto y se encuentra actualmente en un punto crítico, dada la petición que han realizado los líderes del G-20 para alcanzar un acuerdo sobre las modalidades que permita concluir la ronda con éxito.

En el presente artículo se evalúan las tendencias mundiales del proteccionismo y se comentan sus posibles efectos económicos, utilizando los resultados procedentes de literatura económica reciente y simulaciones mediante modelos del BCE. Se establece una distinción entre las medidas reales, como las barreras arancelarias y no arancelarias, y las presiones proteccionistas, que pueden medirse indirectamente, por ejemplo, mediante encuestas. La conclusión principal es que, hasta la fecha, no existe ninguna evidencia importante que indique que estén aumentando las medidas proteccionistas reales, pero, al mismo tiempo, hay indicios claros de que las presiones proteccionistas son cada vez mayores en determinadas regiones del mundo (aunque el apoyo a la globalización continúa siendo fuerte en las economías emergentes). Dado que un incremento del proteccionismo generaría una gran pérdida de bienestar, es necesario redoblar la vigilancia para resistir las presiones proteccionistas en todo el mundo.

I INTRODUCCIÓN

Parece que las épocas de tensión económica y financiera favorecen especialmente las políticas proteccionistas, tal como indican varios episodios históricos. Por ejemplo, muchos gobiernos recurrieron a medidas proteccionistas tras la crisis financiera de 1929 en un intento de proteger sus economías internas de los efectos de la Gran Depresión. Algunas de dichas medidas fueron una subida de los aranceles de importación¹, pero también devaluaciones de los tipos de cambio destinadas a aumentar la competitividad de los precios de exportación a costa de los socios comerciales (también conocidas como políticas «de empobrecimiento del vecino»). Estas medidas obstaculizaron considerablemente los flujos comerciales, que cayeron un 66% entre 1929 y 1933². Aunque estas políticas no generaron prosperidad económica en los países que las pusieron en marcha, sí que desataron en los distintos paí-

ses, una espiral de reacciones que contribuyó a acrecentar el nacionalismo en Europa y en el resto del mundo.

La percepción general de que las políticas proteccionistas no triunfaron y provocaron un aumento de las tensiones entre países explica, en gran medida, el hecho de que el mundo haya experimentado una tendencia clara hacia la globalización desde la Segunda Guerra Mundial. Otros factores importantes han sido el consenso creciente entre los economistas en contra del proteccionismo y la experiencia positiva de los países que adoptaron el libre comercio desde el principio, en comparación con aquellos que no

1 En Estados Unidos, los aranceles aplicados a una amplia gama de bienes subieron de forma acusada a raíz de la Ley Arancelaria Smoot-Hawley de 17 de junio de 1930.

2 Para obtener un relato detallado del proteccionismo durante la Gran Depresión, véase Kindleberger, C. (1986), «The World in Depression 1929-1939», University of California Press.

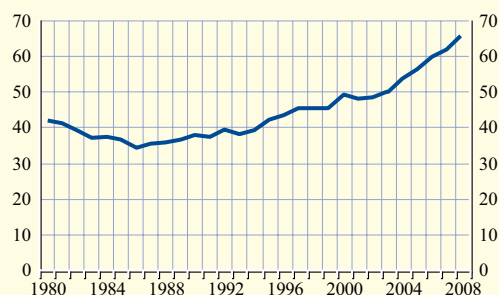
lo hicieron. Por consiguiente, se han dado pasos significativos en la eliminación de barreras comerciales, lo cual ha contribuido a aumentar notablemente el comercio mundial en porcentaje del PIB mundial (véase gráfico 1)³.

Sin embargo, recientemente se ha suscitado la cuestión de si la tendencia hacia el libre comercio que se ha observado en las últimas décadas parará o incluso se invertirá. Esta preocupación surge, en concreto, ante el fracaso en concluir la ronda de negociaciones comerciales de Doha según el calendario previsto y ante la creciente evidencia indirecta de que las presiones proteccionistas están aumentando. Otro motivo de preocupación se deriva de la cadena de acontecimientos financieros que comenzaron en verano de 2007 y que se aceleraron en otoño de 2008, ya que los episodios de crisis financiera se han asociado a menudo con un crecimiento de las presiones proteccionistas. De hecho, la búsqueda en los medios de comunicación de ejemplos de «proteccionismo» en el mundo muestra que se incrementaron de forma notable en octubre de 2008⁴. También pueden detectarse presiones proteccionistas en las declaraciones realizadas por destacados responsables de formular las políticas, así como en los resultados de encuestas. Sin embargo, al evaluar las tendencias mundiales del proteccionismo, es importante distinguir entre las medidas proteccionistas reales (incluidas las barreras arancelarias y no arancelarias) y las presiones proteccionistas, que pueden medirse indirectamente mediante encuestas y otros indicadores. Las presiones proteccionistas surgen, en concreto, de la economía política de la liberalización comercial y del proteccionismo: mientras que el exceso de consumo resultante de la liberalización se extiende a un gran número de agentes económicos, los costes asociados a la misma se concentran en unos pocos agentes, quienes entonces pueden pasar a fomentar el proteccionismo de forma muy activa⁵.

En este artículo se describen, en primer lugar, los efectos económicos del proteccionismo, examinando determinados estudios sobre la materia y presentando resultados de simulaciones de modelos (sección 2). Posteriormente, desde una pers-

Gráfico 1 Comercio mundial en porcentaje del producto económico mundial

(en porcentaje)



Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2008.
Notas: Comercio se refiere a la suma de las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios. Los datos correspondientes a 2008 se han estimado.

pectiva a medio plazo, se evalúa la evolución que han registrado en el pasado las medidas proteccionistas en el mundo, incluidas las barreras arancelarias y no arancelarias (sección 3). Por último, se analiza la evolución reciente de las presiones proteccionistas (sección 4). La principal conclusión es que aunque hasta la fecha no existe una evidencia concluyente de que estén aumentando las medidas proteccionistas reales, hay indicios de que las presiones proteccionistas son cada vez mayores en algunas regiones del mundo. Dado que un aumento del proteccionismo generaría una gran pérdida de bienestar, es necesario redoblar la vigilancia para resistir las presiones proteccionistas en todo el mundo.

3 Otros factores contribuyeron al aumento de los flujos del comercio mundial, como el avance en las técnicas de transporte. Para un análisis más general de la globalización, véase, en particular, el artículo titulado «Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro» del Boletín Mensual de enero de 2008. Se puede consultar información adicional sobre los flujos del comercio mundial en di Mauro, F. y K. Forster (2008), «Globalisation and the competitiveness of the euro area», Occasional Paper n.º 97, BCE, y en di Mauro, F. y R. Anderton (2007), «The external dimension of the euro area», Cambridge University Press.

4 Esta evolución se confirma, en concreto, cuando se utiliza el motor de búsqueda Factiva. Hay que tener en cuenta las dos limitaciones siguientes: que el número de entradas Factiva es muy volátil en el tiempo y que este indicador simple no distingue entre los informes que describen el proteccionismo desde una perspectiva positiva y los que lo hacen desde un ángulo negativo.

5 Véase, por ejemplo, Olson, M. (1982), *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities*.

2 EVALUACIÓN DE LOS EFECTOS DEL PROTECCIONISMO

EL PROTECCIONISMO COMERCIAL

El proteccionismo supone costes considerables a largo plazo. La defensa del libre comercio ya fue planteada en el siglo XIX por economistas clásicos como David Ricardo, que se centró en el concepto de ventaja comparativa. Utilizando una representación simplificada de dos economías con dos sectores cada una, Ricardo demostró que ambos países salían beneficiados si cada uno de ellos se especializaba y operaba en el sector en el que tenía una ventaja comparativa (es decir, mayor productividad)⁶.

Desde la trascendental obra de Ricardo, las técnicas económicas han avanzado considerablemente y en muchos estudios se ha investigado la relación entre la liberalización comercial y el crecimiento. Como es de esperar, dada la complejidad de la cuestión, los distintos estudios existentes reflejan una magnitud diferente del impacto económico del proteccionismo en comparación con el libre comercio⁷. En resumen, aunque en un análisis crítico de la literatura realizado por Rodríguez y Rodrik (2008)⁸ se sostiene que los resultados de la literatura empírica no son robustos ante una serie de pruebas, la conclusión principal sigue siendo que la imposición de aranceles no aumenta el nivel de bienestar o, alternativamente, que la liberalización del comercio fomenta el crecimiento (lo cual implica que su retraso constituye un coste de oportunidad para la economía mundial). Esta conclusión se pone de manifiesto mediante un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE, en sus siglas en inglés) desarrollado en el BCE. Este modelo facilita una valoración cuantitativa de las repercusiones negativas de un posible resurgimiento del proteccionismo para la economía mundial, como se analiza en el recuadro 1. Otro estudio, descrito en la edición de septiembre de 2002 de *Perspectivas de la Economía Mundial del FMI*⁹, se centra en el comercio agrícola e identifica tres efectos principales. En primer lugar, el proteccionismo comercial impone unos costes directos, en términos de bienestar, considerables sobre los consumidores (porque los aranceles suben los precios) y los con-

tribuyentes (ya que las subvenciones pueden financiarse con impuestos más elevados). En segundo lugar, reduce la eficiencia en el uso y la asignación de recursos dentro de la economía (bajo el proteccionismo, los productores internos pueden especializarse en bienes y servicios en los que no son competitivos o con respecto a los cuales no poseen una ventaja comparativa). En tercer lugar, el proteccionismo puede generar dificultades presupuestarias y con la balanza de pagos en países en los que los gobiernos no intervienen (en concreto, los países exportadores de materias primas pueden verse afectados significativamente por las medidas proteccionistas de otros países; la reciente crisis en los precios de los alimentos puso de manifiesto la importancia de este aspecto). En conjunto, los resultados presentados en este estudio sugieren que la renta mundial aumentaría en torno a 128 mm de dólares estadounidenses (el equivalente a más del 0,4% del PIB mundial) si todos los países eliminaran la protección agrícola.

Además de los beneficios estáticos derivados de la liberalización, también se generan beneficios dinámicos, que son más difíciles de medir y que podrían ser mucho mayores. Estos beneficios son los cambios a largo plazo que se producen tras la liberalización del comercio, como por ejemplo, en con-

6 Véase Ricardo, D. (1817), *Principles of Political Economy and Taxation*. Ricardo se opuso al proteccionismo a principios del siglo XIX en Gran Bretaña y, en concreto, a las «Leyes del Grano», que impusieron aranceles sobre los productos agrícolas entre 1815 y 1846.

7 La literatura económica sobre este tema es demasiado amplia como para enumerarla aquí. Un artículo monográfico publicado en «The Economic Journal» se centra en la relación entre la liberalización del comercio y el crecimiento en los países en desarrollo. Véase, en concreto, el capítulo introductorio de A. Santos-Paulino y A. P. Thirlwall (*The Economic Journal*, vol 114, febrero de 2004, pp. F1-F3), así como el primer artículo, elaborado por A. Winters, titulado «Trade Liberalisation and Economic Performance: an Overview», pp. F5-F21. En relación con la evaluación de los beneficios esperados de la ronda de Doha, los resultados dependen, obviamente, de los acuerdos del paquete final. Véase Decieux, Y. y L. Fontagné (2006), «A Quantitative Assessment of the Outcome of the Doha Development Agenda», Working Paper n.º 2006-10, mayo, CEPPI, que contiene una evaluación basada en un modelo de equilibrio general computable. En este artículo también se aborda la importante cuestión de la liberalización del comercio de servicios.

8 Rodríguez, F. y D. Rodrik (2000), «Trade Policy and Economic Growth: a Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence», en Bernanke, B. y K. Rogoff, eds., *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, Cambridge.

9 FMI (2002), «Comercio y Finanzas», *Perspectivas de la Economía Mundial*, septiembre.

creto, unas tasas de crecimiento de la productividad más elevadas, como consecuencia de la adopción de nuevas tecnologías. En este artículo no hay espacio para profundizar en estos aspectos. El lector que esté interesado encontrará referencias en el artículo de Perspectivas de la Economía Mundial citado anteriormente. Por último, la liberalización del comercio también puede aportar beneficios distintos de los que se han esperado tradicionalmente. Por ejemplo, los acuerdos comerciales pueden ayudar a resolver problemas de credibilidad de los gobiernos así como reducir la incertidumbre. También pueden ayudar a los gobiernos de países pequeños a señalar la buena situación de su economía interna al resto del mundo, en la medida en que las economías competitivas estarán particularmente deseosas de abrirse al comercio internacional (véase, por ejemplo, Fernández, 1997)¹⁰.

También se han llevado a cabo trabajos sobre los efectos de la nueva introducción de barreras comerciales. En su estudio realizado en 2005 sobre los desequilibrios mundiales, basado en el Modelo de Economía Mundial (GEM, en sus siglas en inglés), el FMI¹¹ simuló el impacto del aumento de los aranceles comerciales en todas las regiones del mundo dentro de su escenario de corrección desordenada. Los resultados del modelo señalaban un impacto a la baja muy considerable sobre el crecimiento del PIB real en todos los países, pasando la economía

estadounidense a estar casi en recesión durante un año. Este impacto negativo sobre el crecimiento se debe, en gran medida, a la respuesta modelizada de la política monetaria, que se presupone que se endurece notablemente en respuesta a la presión al alza sobre los precios derivada de la subida de los aranceles. Más recientemente, en un documento del Banco de la Reserva Federal de Nueva York elaborado por Faruquee y otros autores (2006)¹², también basado en el GEM del FMI, se investigó el impacto de las barreras comerciales con mayor profundidad. Una de las conclusiones principales fue que, si se aumentaran los aranceles de importación simultáneamente en todos los países, se vería perjudicado el crecimiento económico mundial y apenas se ayudaría a reequilibrar las posiciones por cuenta corriente. Un último punto que debe señalarse en relación con la evaluación de la liberalización comercial es que diversos estudios concluyen que el impacto en el crecimiento de un nuevo recorte de los aranceles sería reducido, en parte porque los aranceles ya han disminuido significativamente y casi no tienen margen para seguir bajando.

10 Fernández, R. (1997), «Returns to Regionalism: An Evaluation of Non-traditional Gains from RTAs», Discussion Paper n.º 1634, CEPR.

11 FMI (2005) «¿Cómo se ajustarán los desequilibrios mundiales?», *Perspectivas de la Economía Mundial*, Apéndice 1.2, septiembre.

12 Faruquee, H., D. Laxton, D. Muir y P. Pesenti (2006), «Would Protectionism Defuse Global Imbalances and Spur Economic Activity? A Scenario Analysis», Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Staff Report n.º 268, diciembre.

Recuadro I

EFFECTOS MACROECONÓMICOS DEL PROTECCIONISMO: ANÁLISIS DE ESCENARIOS UTILIZANDO LA VERSIÓN MULTIPAÍS DEL NUEVO MODELO DEL BCE PARA EL CONJUNTO DE LA ZONA DEL EURO

En los últimos años, la aparición de considerables superávits comerciales en las economías emergentes de Asia (Asia emergente) y en los países exportadores de petróleo, junto con los elevados déficits por cuenta corriente de países como Estados Unidos, ha suscitado un vivo debate en los círculos políticos. El aumento de los desequilibrios externos ha favorecido, entre otras cosas, un clima proteccionista en determinados países. Según algunos observadores, parece que las medidas proteccionistas han sido una fórmula atractiva para hacer frente a los desequilibrios internos y externos. Sin embargo, su efectividad para reducir los desequilibrios mundiales es objeto de controversia.

Para facilitar el debate, resulta útil proporcionar una valoración cuantitativa de las implicaciones de un posible resurgimiento del proteccionismo para la economía mundial. En el resto del recuadro se analizan los efectos macroeconómicos de un aumento de las medidas proteccionistas, utilizando la

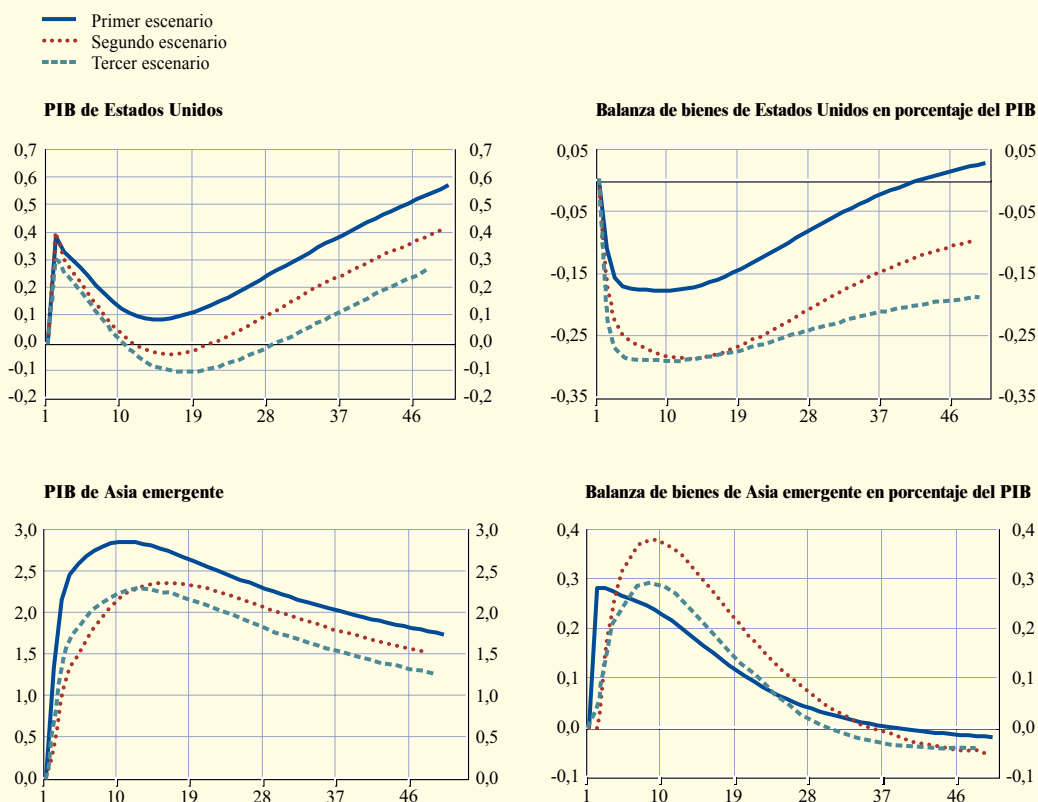
versión multipaís del Nuevo Modelo para el Conjunto de la Zona del Euro (MCNAWM, en sus siglas en inglés)¹, del BCE.

Se analizan tres escenarios diferentes. El primero es un escenario base que se construye para replicar la correlación observada entre el crecimiento del PIB y la balanza de bienes en Estados Unidos y Asia emergente. En este escenario, los desequilibrios mundiales se generan por perturbaciones temporales en la productividad del sector de bienes comerciables de Asia emergente y un aumento permanente de la productividad del sector de bienes no comerciables de Estados Unidos. Al tratarse de un escenario claramente estilizado, puede recoger la correlación positiva entre el crecimiento del PIB y la balanza de bienes en Asia emergente, y la correlación negativa de estas variables en Estados Unidos. En el segundo escenario se modifica el escenario base para incluir la imposición no prevista de un arancel de importación del 5% sobre los bienes procedentes de Asia emergente en Estados Unidos. En el tercer escenario, denominado escenario de «guerra comercial», se evalúan los efectos

1 Para obtener más detalles del MCNAWM, véase Jacquinot, P. y R. Straub (2008), "Globalisation and the euro area: simulation based analysis using the new Area wide model", Working paper n.º 907, BCE. El MCNAWM es un modelo de economía abierta con fundamentos microeconómicos, que consta de un bloque de «cuatro países» (zona del euro, Estados Unidos, economías emergentes de Asia y un bloque de «otros países») y se parametriza para igualar los ratios macroeconómicos de las economías correspondientes.

Efectos macroeconómicos del proteccionismo: análisis de escenarios utilizando el MCNAWM

(funciones de respuesta a impulsos en porcentaje del PIB; trimestres después de la perturbación)



Fuente: BCE.

de la introducción simultánea de aranceles de importación en Estados Unidos y en Asia emergente sobre los flujos de comercio bilateral. Los resultados se presentan en el gráfico.

El mensaje principal del análisis es que es poco probable que la imposición de aranceles de importación mitigue el aumento de los desequilibrios externos, pero sí tiene efectos negativos en el crecimiento del PIB a medio plazo. Al dar un posible impulso a la demanda de bienes internos, la imposición de aranceles puede generar un efecto de cambio en el gasto, disminuyendo la cantidad de importaciones procedentes de la economía extranjera afectada. Sin embargo, la imposición de aranceles sobre bienes procedentes de un país no puede reducir el aumento del desequilibrio externo global mientras los factores determinantes fundamentales del desequilibrio permanezcan. De hecho, imponer aranceles puede ayudar a disminuir los desequilibrios bilaterales con respecto a determinadas contrapartes a costa de incrementar otros superávit/déficit bilaterales. Esta afirmación se confirma con el ejercicio de simulación presentado en el gráfico. También debe señalarse que los aranceles de importación tienen un impacto negativo en el PIB, tanto en las economías emergentes de Asia como en Estados Unidos, en comparación con el escenario de referencia. El impacto negativo de las medidas proteccionistas sobre el crecimiento del PIB se agudiza, como es de esperar, en un escenario de guerra comercial.

EL PROTECCIONISMO FINANCIERO

También se han realizado estudios económicos sobre los efectos de la liberalización financiera. En este caso, el debate ha resultado ser más controvertido, especialmente tras la crisis asiática de la década de los noventa. Las posibles ventajas de la liberalización financiera pueden proceder de dos canales principales. En primer lugar, la liberalización financiera puede tener un impacto positivo en la inversión y el crecimiento internos si el entorno es favorable (es decir, instituciones sólidas, política macroeconómica adecuada, mercados financieros profundos, y regulación y supervisión del sector financiero de alta calidad). En determinadas condiciones, la inversión extranjera puede facilitar la difusión de nuevas tecnologías y estimular el crecimiento (véase Borensztein et al., 1998¹³). En segundo lugar, la liberalización financiera puede desempeñar un papel catalizador importante a la hora de mejorar las instituciones, reforzar las prácticas de buen gobierno y consolidar la disciplina macroeconómica, como sugieren Kose et al. (2006)¹⁴. Además, se ha señalado que la circulación transfronteriza de capitales no es necesariamente un factor impulsor de crisis financieras en los países en desarrollo. Por ejemplo, Edwards (2005)¹⁵ no encuentra ninguna evidencia sistemática de que los países con una movilidad de capita-

les mayor tiendan a tener una incidencia de crisis más elevada, o una probabilidad mayor de sufrir crisis, que los países con una movilidad menor.

A pesar de ello, la literatura empírica ha arrojado evidencia dispar sobre la relación existente entre unos flujos de capital más libres y el desarrollo económico. En un estudio llevado a cabo por Prasad, Rajan y Subramanian (2006)¹⁶ se encuentran evidencias de la paradoja de que la apertura financiera y el crecimiento están correlacionados positivamente en economías maduras, pero negativamente en países en desarrollo. Son varias las explicaciones que se han dado en relación con esta paradoja. Una de las más importantes es, posiblemente, que abrirse al capital extranjero es beneficioso en la medida en que un país funcione suficientemente bien en términos de factores como derechos de propiedad, exigibilidad de los contratos, escasa corrupción y ausencia de medidas de expropiación. De lo contrario, según argumentan

13 Borensztein, E., J. De Gregorio y J-W. Lee (1998), «How Does Foreign Direct Investment Affect Growth?», *Journal of International Economics*, 45 (junio), pp. 116-35.

14 Kose, M. A., E. Prasad, K. Rogoff y S-J. Wei (2006), «Financial Globalization: A Reappraisal», Documento de Trabajo n.º 06/189, FMI.

15 Edwards, S. (2005), «Capital controls, sudden stops and current account reversals», Working Paper n.º 11170, NBER.

16 Prasad, E., R. Rajan y A. Subramanian (2006), «Foreign Capital and Economic Growth», FMI, agosto, y Working Paper n.º 13619, NBER.

Rodrik y Subramanian (2008)¹⁷, el aumento de la apertura financiera como consecuencia de la liberalización de la cuenta financiera sólo impulsaría el consumo, mientras que su efecto en la inversión y el crecimiento internos podría ser negativo.

Una dificultad que surge al evaluar los efectos económicos de la liberalización de la cuenta financiera es el hecho de que estos efectos pueden variar con el tiempo. En concreto, los países que liberalizan suelen ganar en el período inmediatamente posterior a la liberalización de la cuenta de capital, pero no siempre registran un crecimiento más elevado, o pueden incluso experimentar un retroceso temporal del crecimiento, a largo plazo¹⁸. Se ha descubierto que la calidad de las instituciones internas, el volumen de los flujos de entrada de inversión directa extranjera y la secuencia del proceso de liberalización son factores importantes que determinan las repercusiones a más largo plazo. Para concluir, aunque la magnitud de los efectos puede cambiar dependiendo de la metodología, la literatura parece señalar que la liberalización financiera aumenta de forma importante el nivel de bienestar a largo plazo, especialmente si se programa adecuadamente la secuencia de las reformas.

3 EVALUACIÓN DE LAS TENDENCIAS MUNDIALES DEL PROTECCIONISMO: ALGUNOS INDICADORES

Las barreras al comercio de bienes y servicios pueden dividirse en dos grandes categorías: cuantitativas y cualitativas. Entre las primeras se incluyen, principalmente, los aranceles, pero también las cuotas de importación y las limitaciones a la misma, las subvenciones y los controles de cambios. Estas barreras son relativamente fáciles de medir, en parte porque, por lo general, se anuncian públicamente. Las barreras cualitativas son más difíciles de detectar. Consisten en políticas y regulaciones públicas que obstaculizan, directa o indirectamente, el libre comercio. Entre ellas se encuentran, por ejemplo, la política de competencia, la política industrial, el tratamiento discriminatorio hacia el capital extranjero, la valoración y clasificación aduanera, las normas industriales y las normas de calidad. Dado que la evaluación de las

tendencias mundiales del proteccionismo depende de las medidas que se consideren, en el resto de la sección 3 se examinan las medidas arancelarias y no arancelarias por separado.

MEDIDAS ARANCELARIAS

Los aranceles de importación medios sobre los bienes manufacturados han disminuido en los últimos años. La evaluación de los aranceles depende de los productos que se consideren y de la metodología empleada. Un indicador importante son los aranceles publicados por la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), según los cuales, los aranceles cayeron en el período 1990-2006 tanto en las principales economías avanzadas (Estados Unidos, la UE y Japón), según muestra el panel A del gráfico 2, como en las grandes economías emergentes, como Brasil, Rusia, India y China (conocidas generalmente como los países «BRIC»)¹⁹, según muestra el panel B del gráfico 2²⁰. Los aranceles siguen siendo notablemente más elevados en las economías emergentes, pero la brecha entre las economías avanzadas y las emergentes se ha ido reduciendo con el tiempo.

Sin embargo, hay que tener en cuenta el hecho de que los mercados emergentes han ganado cuota de mercado desde 1990. Por ejemplo, los países BRIC representaban alrededor del 5% del comercio mundial en 1990, frente a casi el 14% en la actualidad, y la contrapartida de este aumento es una caída de la cuota de mercado de las economías avanzadas. Por tanto, el crecimiento de la cuota de mercado de

17 Rodrik, D. y A. Subramanian (2008), «Why Did Financial Globalisation Disappoint?», marzo, mimeo. http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/Why_Did_FG_Disappoint_March_24_2008.pdf

18 Véase Bussière, M. y M. Fratzscher (2008), «Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-run Pain?», *Review of International Economics*, vol. 16(1), pp. 69-95.

19 El concepto (junto con el acrónimo) fue introducido por la entidad Goldman Sachs a principios de la década actual. Estos países resultan útiles si se consideran en su conjunto, dada su gran dimensión económica y demográfica, su importancia sistémica y su acusado crecimiento.

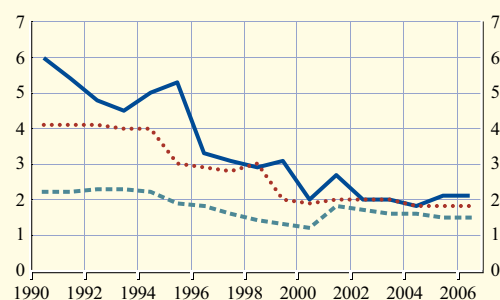
20 Para un análisis metodológico, véase Bouët, A., Y. Decreux, L. Fontagné, S. Jean y D. Laborde (2008), «Assessing Applied Protection across the World», *Review of International Economics*, 16(5), pp. 850-863.

Gráfico 2 Aranceles medios sobre los bienes manufacturados importados

(en porcentaje)

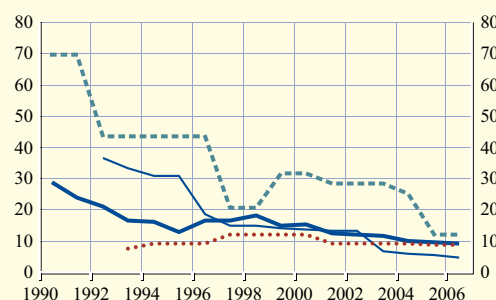
Panel A: Economías avanzadas seleccionadas

— UE
 Estados Unidos
 - - - Japón



Panel B: Economías emergentes seleccionadas

— Brasil
 Rusia
 - - - India
 — China



Fuentes: UNCTAD y cálculos del BCE.

los BRIC, cuyos aranceles son más elevados, puede aumentar el proteccionismo percibido.

Los avances en la reducción de aranceles han sido considerablemente dispares entre unos sectores y otros, y la evolución de los aranceles medios puede ocultar diferencias significativas en el tratamiento de productos concretos. El descenso de la media puede inducir a engaño si los países mantienen aranceles muy elevados sobre determinados

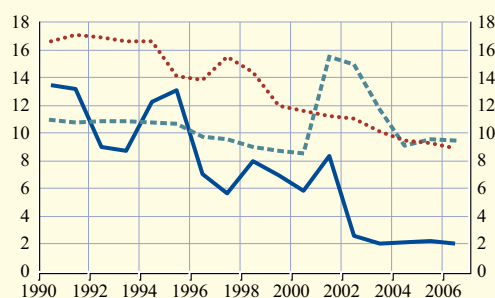
productos estratégicos. La distribución de los aranceles entre países se caracteriza por una diferencia importante entre las economías emergentes, donde alrededor del 60% de los aranceles son superiores al 10%, y las economías avanzadas, donde esta proporción es inferior al 20% (véase gráfico 3). Aunque las economías emergentes han reducido los niveles medios de los aranceles, todavía aplican aranceles elevados a la mayoría de los bienes manufacturados.

Gráfico 3 Porcentaje de bienes manufacturados sujetos a aranceles superiores al 10%

(en porcentaje)

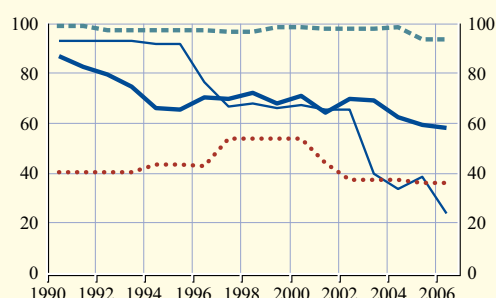
Panel A: Economías avanzadas seleccionadas

— UE
 Estados Unidos
 - - - Japón



Panel B: Economías emergentes seleccionadas

— Brasil
 Rusia
 - - - India
 — China



Fuentes: UNCTAD, Handbook of Statistics, 2008, y cálculos del BCE.

MEDIDAS NO ARANCELARIAS

Los aranceles sólo ofrecen una indicación muy parcial del grado de proteccionismo. Es poco probable que los países aumenten los aranceles en cantidades importantes, ya que tienen un límite máximo establecido en acuerdos internacionales celebrados en el contexto de la Organización Mundial del Comercio (OMC). Es más probable que las medidas proteccionistas revistan la forma de medidas no arancelarias, cuya cuantificación resulta más difícil. Entre estas barreras se encuentran las subvenciones a la exportación, que, en teoría, deberían ser fáciles de cuantificar. Pero las subvenciones también pueden adoptar formas muy indirectas (como financiación de programas de investigación para aumentar la productividad). Otra posibilidad es que estén destinadas a apoyar a los productores locales frente a los competidores extranjeros. Aunque esta cuestión es importante, es demasiado amplia como para abordarla de lleno en este artículo²¹, que se centra más bien en datos de encuestas que facilitan una evaluación general de las barreras no arancelarias.

Dado que las medidas no arancelarias incluyen diversas políticas y regulaciones públicas que no

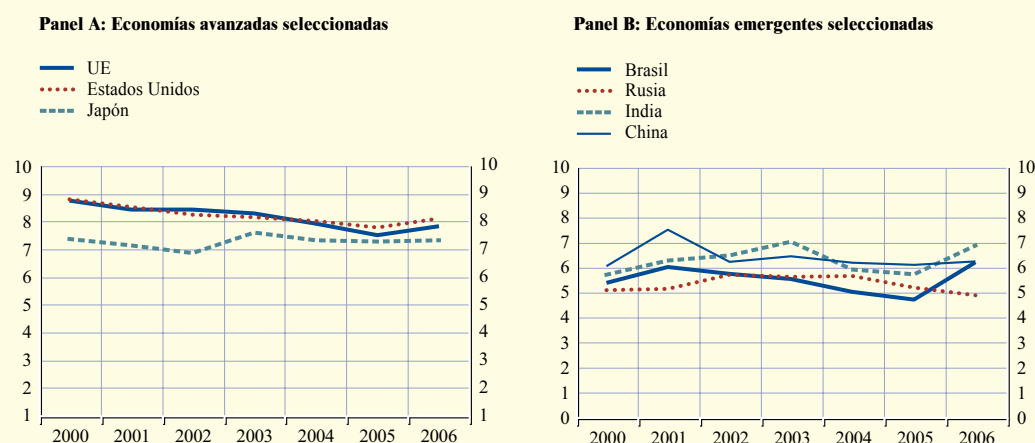
pueden cuantificarse directamente, los datos oficiales sobre este tipo de barreras son muy escasos y se limitan, principalmente, a comparaciones entre países en un momento dado del tiempo, lo cual no permite evaluar las tendencias a lo largo del mismo²². Algunas instituciones privadas ofrecen índices cuantificados, basados en encuestas, como las calificaciones desarrolladas por el Fraser Institute. Aunque estas medidas están sujetas a matizaciones, constituyen aproximaciones útiles para valorar las barreras no arancelarias.

Los indicadores proporcionados por el Fraser Institute sugieren que las barreras no arancelarias se han mantenido estables por lo general, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, desde principios de la década actual (véase gráfico 4). Es-

21 Puede consultarse información útil sobre este tema en la dirección de la OMC en Internet; véase http://www.wto.org/english/tratop_e/scm_e/scm_e.htm. Para más información y referencias, véase también Anderson, K. (2004), «Subsidies and Trade Barriers», Centro de Estudios Económicos Internacionales, School of Economics, University of Adelaide.

22 En los últimos años, por ejemplo, la OCDE ha emprendido estudios detallados sobre las barreras comerciales relativas al tiempo y la logística. Véase, por ejemplo, Kyvik Nordås, H. (2006), «Time as a Trade Barrier: Implications for Low Income Countries», Estudios Económicos, n.º 42, 2006/1, OCDE.

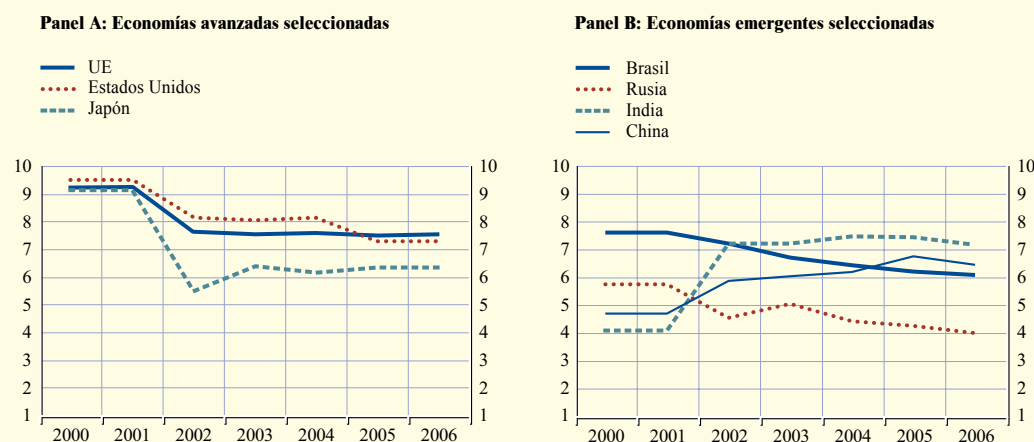
Gráfico 4 Índice de las barreras regulatorias al comercio



Fuentes: Fraser Institute y cálculos del BCE.

Notas: Para obtener información detallada sobre estos índices, véase «Economic Freedom of the World 2008 Annual Report», <http://freetheworld.com/release.html>. Un aumento del índice indica menos barreras comerciales. Los valores facilitados para la UE se calcularon como media ponderada de los 27 Estados miembros, utilizando ponderaciones del PIB convertidas a la misma moneda usando la paridad de poder adquisitivo. Por tanto, no son comparables directamente con los de Estados Unidos y Japón.

Gráfico 5 Índice de restricciones a los mercados de capitales extranjeros



Fuentes: Fraser Institute y cálculos del BCE.

Notas. Para obtener información detallada sobre estos índices, véase «Economic Freedom of the World 2008 Annual Report», <http://free-the-world.com/release.html>. Un aumento del índice indica menos restricciones a los mercados de capitales. Véase también la última nota del gráfico 4.

tos indicadores constituyen una aproximación a las barreras a la importación que no están relacionadas con los precios ni con la cantidad, proporcionando una medida resumida de las barreras ocultas a la importación que oscila entre 0 y 10, donde un valor más alto representa un grado mayor de libertad comercial.

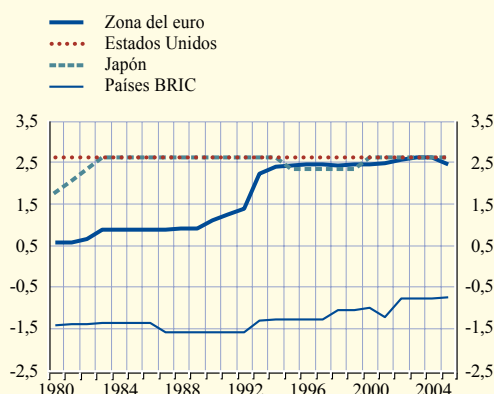
LOS FLUJOS DE FINANCIACIÓN

Dada la importancia de los flujos de financiación para la economía mundial, el proteccionismo en relación con los flujos de capital transfronterizos puede ser tan significativo como el proteccionismo comercial. Una forma tradicional de medir el proteccionismo financiero consiste en medir las restricciones legales sobre los flujos de capital transfronterizos como, por ejemplo, los controles sobre las entradas y salidas de capitales, los controles sobre las cantidades y los precios, y las restricciones sobre las tenencias de participaciones extranjeras. La literatura distingue entre las medidas por derecho (de jure) y las medidas de hecho (de facto) (véase, por ejemplo, Kose et al., 2006). Las primeras utilizan descripciones narrativas para ofrecer una medida cuantitativa de la apertura financiera, basándose en informes

concretos del FMI²³. Las segundas incluyen medidas de integración financiera basadas en el precio y en la cantidad y residen en la idea de que, independientemente del volumen y de la dirección de los flujos, la plena integración de los mercados de capitales debería reflejarse en precios comunes para instrumentos financieros similares entre fronteras nacionales. Diversos documentos han propuesto estas medidas; véanse en particular Chinn e Ito (2005), Quinn (2003), Mody y Murshid (2005), Miniane (2004) y Edwards (2005)²⁴. Estos dos tipos de medidas no siempre arrojan el mismo resultado, porque las restricciones legales no siempre se aplican en la práctica (en cuyo caso, las medidas por derecho son más restrictivas que las medidas de hecho) o porque los agentes pueden decidir no invertir en un país determinado, aun cuando se les ha conce-

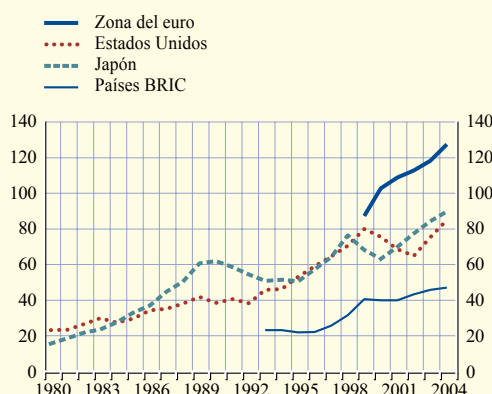
23 Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, FMI.

24 Chinn, M. D. y H. Ito (2005), «What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions», Working Paper n.º 11370, NBER; Quinn, D. (2003), «Capital Account Liberalization and Financial Globalization, 1980-1990», *International Journal of Finance and Economics* 8 (3), pp. 189-204; Miniane, J. (2004), «A new set of measures on capital account restrictions», Staff Papers 51(2), pp. 276-308, FMI; y Mody, A. y A. P. Murshid (2005), «Growing up with capital flows», *Journal of International Economics*, 65, pp. 249-266.

Gráfico 6 Índice de apertura de la cuenta de capital

Fuentes: Chinn e Ito, 2005, y cálculos del BCE.

Notas: Un aumento del índice indica menos restricciones a los mercados de capitales. Los valores facilitados para la zona del euro y los países BRIC se calcularon como media ponderada de cada uno de los países, utilizando ponderaciones del PIB convertidas a la misma moneda usando la paridad de poder adquisitivo. Por tanto, no son comparables directamente con los de Estados Unidos y Japón. A efectos del cálculo, la zona del euro está formada por Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Malta, Países Bajos, Austria y Portugal.

Gráfico 7 Activos exteriores totales en porcentaje del PIB

Fuente: Milesi-Ferretti, G.-M. y P. R. Lane (2006), «The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004», Working Papers 06/69, FMI.

dido el derecho a hacerlo (en cuyo caso, las medidas de hecho serán más restrictivas). Por ejemplo, a pesar de los controles de capitales, China ha recibido importantes entradas de capital privado en los últimos años.

En cuanto a las medidas por derecho, en el presente contexto pueden utilizarse dos índices principales. El primero es un índice de acceso a los mercados de capitales para residentes y no residentes (véase gráfico 5). El segundo es el índice Chinn-Ito sobre el grado de apertura de la cuenta de capital (véase gráfico 6). Estos índices sugieren que las restricciones suelen ser mayores en las economías emergentes que en las avanzadas. Este resultado puede verse de forma más clara en el índice Chinn-Ito, que muestra una brecha más amplia entre las economías BRIC y las avanzadas. Sin embargo, parece que existe una heterogeneidad significativa entre las distintas economías emergentes (véase panel B del gráfico 5).

Volviendo a las medidas de hecho de apertura de la cuenta de capital, puede observarse, en concreto, un aumento considerable en el nivel de acti-

vos exteriores (brutos) expresados como porcentaje del PIB desde 1990 (véase gráfico 7; los pasivos brutos presentan un patrón similar). El cambio en los activos y pasivos no se corresponde completamente con la suma acumulada de flujos, debido a los efectos de valoración. Aunque la magnitud del incremento puede ser distinta en función de medidas alternativas, y a pesar de las diferencias entre países, se ha registrado una tendencia clara desde mediados de la década de los noventa hacia un aumento notable de los flujos de capital transfronterizos. Además, la liberalización financiera se ha producido a un ritmo rápido en determinadas regiones, especialmente en la zona del euro²⁵.

A modo de conclusión, puede afirmarse que no existe evidencia clara hasta la fecha, en función de las tendencias a largo plazo basadas en los datos disponibles, de que estén aumentando las medidas proteccionistas (en parte porque estos datos se publican con retardos significativos). Sin embargo, ello no significa que no estén creciendo

25 Véase «Financial integration in Europe», BCE, abril de 2008.

las presiones proteccionistas. Las medidas citadas deben complementarse con otros indicadores indirectos.

4 EVALUACIÓN DE LAS TENDENCIAS MUNDIALES DE LAS PRESIONES PROTECCIONISTAS

Las medidas indirectas del proteccionismo son más difíciles de cuantificar, pero pueden evaluarse considerando una serie de indicadores, entre los que se incluyen los retrasos en las negociaciones comerciales multilaterales, el número de diferencias comerciales presentadas ante la OMC, la proliferación de acuerdos de libre comercio y datos de encuestas informales.

NEGOCIACIONES COMERCIALES MULTILATERALES

Un factor importante que sugiere un aumento de las presiones proteccionistas en el mundo es el hecho de que las negociaciones comerciales multilaterales no hayan avanzado según lo previsto y hayan generado notables desacuerdos entre los principales socios comerciales del mundo. En julio de 2006, se suspendió por tiempo indefinido la ronda de negociaciones comerciales de la OMC de Doha. Aunque las negociaciones se reanudaron, volvieron a interrumpirse en julio de 2008. A principios de 2009, sigue sin estar claro si las partes se acercarán a las concesiones previstas originalmente como principio de acuerdo (véase el recuadro 2 para obtener más detalles).

Recuadro 2

LA RONDA DE DOHA

Desde la Segunda Guerra Mundial los esfuerzos por liberalizar el comercio mundial han sido continuos. Inicialmente, las negociaciones se celebraron en el marco del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT). Desde 1947, siete rondas de negociaciones, generalmente difíciles, dieron como resultado la progresiva supresión de los aranceles. La última ronda, la ronda Uruguay (1986-1994), extendió la liberalización del comercio a nuevas áreas, como los derechos de propiedad intelectual, los servicios, el capital y la agricultura. Además, durante esta ronda se acordó la creación de la OMC. Mientras que el GATT era, en sentido estricto, un conjunto de normas sobre comercio, la OMC es una organización internacional que supervisa el comercio mundial y fomenta su liberalización.

La primera conferencia de ministros de comercio de la OMC se celebró en Singapur en 1996. En ella se identificaron cuatro temas principales, los «temas de Singapur», sobre los que debían centrarse las negociaciones: normas sobre inversión, política de competencia, transparencia de la contratación pública y simplificación de los procedimientos comerciales. La intención era iniciar una nueva ronda de negociaciones del «milenio» en Seattle en 1999, pero la reunión terminó en fracaso.

Por tanto, la ronda de Doha es la primera ronda de comercio multilateral desde la creación de la OMC. Se inició en Doha, Qatar, en noviembre de 2001. Su objetivo es integrar a los países en desarrollo en el sistema de comercio mundial. Las negociaciones giran en torno a tres temas: a) reducir los aranceles agrícolas de la UE; b) reducir las subvenciones agropecuarias en Estados Unidos, y c) mejorar el acceso (por ejemplo, recortando los aranceles) de productos industriales y servicios a los mercados de los principales países en desarrollo.

Durante mucho tiempo, la UE y Estados Unidos fueron los principales participantes en las negociaciones sobre comercio internacional, debido a su fortaleza económica y a sus grandes cuotas del

comercio mundial. No obstante, en los últimos años su influencia se ha debilitado ante el creciente peso económico de los mercados emergentes, que unieron sus fuerzas en el transcurso de las conversaciones de Doha. Un grupo de 20 países, con Brasil, India, China y Sudáfrica a la cabeza, ha desempeñado un papel cada vez más importante en las negociaciones, presionando en favor de la supresión de las subvenciones a la agricultura y de la reducción de los aranceles agrícolas en los países industrializados, y defendiendo, al mismo tiempo, los mecanismos de protección en los mercados emergentes. La UE está representada por la Comisión Europea en estas negociaciones comerciales. Durante las mismas, la Comisión consulta continuamente con un comité de autoridades comerciales nacionales de alto nivel, y cualquier acuerdo que se concluya debe ser adoptado por el Consejo de la UE. La UE ha participado activamente en la ronda de negociaciones de Doha y, en gran medida, ha configurado su agenda. Para lograr que las conversaciones concluyan con éxito, la UE ha ofrecido concesiones significativas relacionadas con una nueva apertura de sus mercados agrícolas.

Originalmente se preveía que la ronda de Doha terminara en enero de 2005, pero la primera reunión a nivel ministerial, celebrada en Cancún (2003), no culminó con éxito. Tampoco lo hizo la reunión ministerial que tuvo lugar en Hong Kong RAE (2005). Debido a la falta de avance, en julio de 2006 los países miembros decidieron suspender las negociaciones. En enero de 2007, los ministros de comercio de 30 países clave habían acordado reanudar las conversaciones. Sin embargo, los ministros de comercio del G-4 (Estados Unidos, la UE, Brasil e India) no fueron capaces de alcanzar un acuerdo en Postdam en junio de 2007, y la conferencia ministerial de la OMC prevista para diciembre de 2007 quedó cancelada. Finalmente se programó una nueva reunión ministerial que se celebraría en Ginebra en julio de 2008. No obstante, se suspendieron nuevamente las conversaciones.

La Agenda de Desarrollo de Doha abarcaba inicialmente doce temas (agricultura, productos industriales, servicios, propiedad intelectual, inversiones, competencia, contratación pública, facilitación del comercio, antidumping, subvenciones, acuerdos comerciales regionales, y comercio y medio ambiente). Sin embargo, ante la dificultad de las negociaciones, el mandato original se fue ajustando en el transcurso de las conversaciones. Dado que la reunión de Cancún terminó en punto muerto en relación con los temas de Singapur, tres de estos temas (inversiones, competencia y contratación pública) se eliminaron en 2004. De las nueve áreas restantes, las más importantes se refieren a concesiones y compromisos para aumentar el acceso de productos agrícolas, productos industriales y servicios a los mercados.

Durante las negociaciones de Ginebra, convergieron las posiciones en relación con la mayoría de los temas de la agenda. Sin embargo, no fue posible alcanzar un acuerdo sobre un mecanismo especial de salvaguarda que durante mucho tiempo había sido una exigencia clave de los países en desarrollo. Dicho mecanismo les permitiría subir los aranceles agrícolas temporalmente en caso de repuntes de las importaciones o de caídas de los precios, con el fin de proteger a los agricultores y ganaderos. Estados Unidos consideraba que el nivel de aumento de las importaciones propuesto para activar la aplicación de las salvaguardas era inaceptablemente bajo. Opinaba que las salvaguardas eran de difícil justificación, especialmente en el caso de algunas de las economías emergentes más grandes, como China e India, dada la evolución de su crecimiento y su importancia creciente en el comercio mundial. Este conflicto entre Estados Unidos y las economías emergentes desembocó en la suspensión de las negociaciones a finales de julio de 2008.

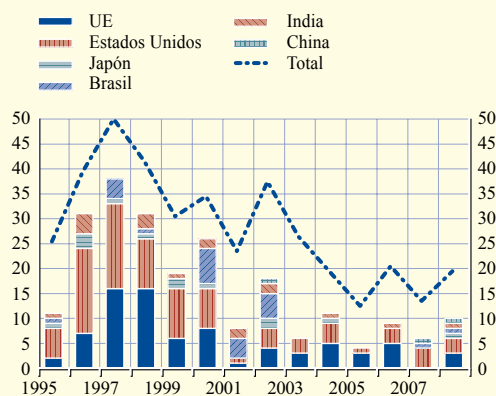
El fracaso de la reunión de Ginebra no significa necesariamente el fin de la ronda de Doha. En general, se tardó varios años en concluir las rondas de negociaciones anteriores, en las que también se produjeron muchas suspensiones. En la ronda actual, ninguna parte ha declarado hasta el momento que ya no desea negociar. Por el contrario, desde la ruptura de las negociaciones se han celebrado muchas reuniones políticas para encontrar posibles maneras de proseguir con la ronda. En septiembre de 2008 los negociadores reanudaron el trabajo en Ginebra, particularmente en relación con el mecanismo especial de salvaguarda y otras cuestiones pendientes, como las subvenciones al algodón. En noviembre de 2008, el G-20 declaró su intención de procurar alcanzar un acuerdo en 2008 sobre las modalidades que permitiera la culminación con éxito de la ronda de Doha. Sin embargo, dado que con posterioridad no se avanzó suficientemente, no se pudo convocar una reunión ministerial para concluir las negociaciones antes de que terminara el año.

La suspensión de las negociaciones puede considerarse como un revés importante para el sistema de comercio multilateral. En el contexto de un entorno económico mundial difícil, genera preocupación sobre la aparición de presiones proteccionistas. Además, dada la dificultad de conseguir avances a escala mundial, los responsables de formular las políticas pueden pasar a centrarse en alcanzar acuerdos comerciales bilaterales o regionales. Ya existen muchos acuerdos de este tipo, por ejemplo el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, en sus siglas en inglés) entre Estados Unidos, Canadá y México. La UE también ha concluido numerosos acuerdos comerciales, entre los que se incluyen el Espacio Económico Europeo con Islandia, Liechtenstein y Noruega, acuerdos de asociación con muchos países (sobre todo en Europa suroriental y la región mediterránea) y un Acuerdo de Asociación Económica con los países del Caribe. También cabría esperar que los fracasos a escala multilateral fortalecieran en mayor medida los diálogos actuales entre la UE y países como Estados Unidos, Rusia y China, en relación con la cooperación comercial y económica.

Otro indicador indirecto de las presiones proteccionistas, también relacionado con las negociaciones comerciales multilaterales, puede ser el número de diferencias presentadas ante la OMC desde 1995 (véase gráfico 8). Una limitación importante de esta medida es que puede interpretarse de dos formas: un aumento de las diferencias podría revelar un incremento de las presiones proteccionistas, pero también una mayor confianza en el respaldo jurídico proporcionado por la OMC. Es destacable que en los dos años siguientes al establecimiento de la OMC, el número de casos por año se elevó hasta 50; sin embargo, este período podría ser interpretado como una fase de aprendizaje. Posteriormente, el número de diferencias experimentó una tendencia a la baja, excepto por una punta registrada en 2002, con alrededor de 37 casos presentados (de los cuales, cuatro por la UE, cuatro por Estados Unidos y ocho por los países BRIC). En los últi-

Gráfico 8 Número de diferencias presentadas ante la OMC

(por reclamante)

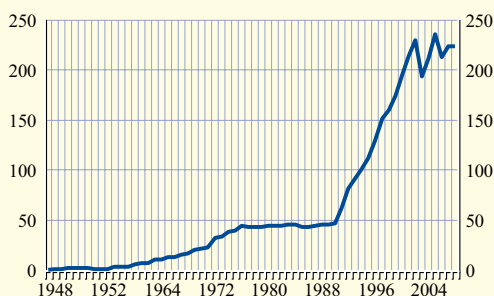


Fuente: OMC.

Nota: Las diferencias se clasifican por año de presentación.

Gráfico 9 Número de acuerdos comerciales regionales

(datos acumulados en el tiempo)



Fuente: OMC.

Nota: Los acuerdos se clasifican por año de entrada en vigor.

Cuadro 1 Apoyo a la globalización en determinadas regiones del mundo

(porcentaje de respuestas positivas a la pregunta «¿Es bueno el comercio con otros países?»)

	2002	2007	Variación
Estados Unidos	78%	59%	-19
UE ¹⁾	87%	77%	-9
Latinoamérica ²⁾	76%	76%	0
Asia ³⁾	84%	83%	-1
África ⁴⁾	91%	87%	-3

Fuentes: The Pew Global Attitudes Project (2007) y cálculos del BCE.
Nota: Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

1) Media aritmética de Alemania, Francia, Italia y Reino Unido.

2) Media aritmética de Argentina, Bolivia, México, Brasil, Perú y Venezuela.

3) Media aritmética de Bangladesh, Pakistán, China, India, Japón, Corea e Indonesia.

4) Media aritmética de Kenia, Ghana, Tanzania, Sudáfrica, Costa de Marfil, Nigeria y Uganda.

mos años, el número de diferencias ha sido inferior al nivel de 1995, a pesar de los incrementos experimentados en 2006 y 2008.

Otra medida indirecta de las presiones proteccionistas es la proliferación de acuerdos comerciales regionales (ACR) a lo largo del tiempo (véase gráfico 9). Aunque estos acuerdos fomentan el libre comercio, lo hacen a escala regional o bilateral, más que mundial y, por tanto, pueden considerarse o bien como un camino alternativo hacia el libre comercio o bien como un obstáculo al mismo (véanse, por ejemplo, Limao, 2006, y Limao y Karacavaoli, 2008, para conocer los análisis más recientes²⁶). Por consiguiente, esta medida debería interpretarse con cautela, porque la literatura permanece dividida en lo que respecta al efecto de los ACR y, en concreto, a si complementan o sustituyen el proceso liderado por la OMC (véase, por ejemplo, Baldwin, 2006²⁷, un defensor de la tesis de que los ACR pueden considerarse como elementos clave de la globalización).

EVIDENCIA PROCEDENTE DE LOS DATOS DE ENCUESTAS

Pasando ahora a la evidencia procedente de los datos de encuestas, la globalización se percibe de forma diferente en función de los países y los segmentos de población. Los datos de las encuestas son útiles para medir las tendencias de la opinión general relativa al proteccionismo, pero hay que recor-

dar que las encuestas se llevan a cabo empleando una pequeña muestra de población y que contienen preguntas muy concretas. Sin embargo, facilitan un indicador útil de la percepción general sobre la globalización. Algunas encuestas²⁸ muestran que el apoyo a la globalización del comercio está cayendo significativamente en la UE y en Estados Unidos, y en menor medida, en las economías emergentes y en los países en desarrollo (véase cuadro 1). De hecho, el apoyo a la globalización comercial parece ser elevado en las economías emergentes y en los países en desarrollo (particularmente en Asia y África, donde más del 80% de la población está de acuerdo con la afirmación de que el comercio con otros países es bueno).

El resultado de un sondeo reciente fue que en Estados Unidos la mayoría de la población (60% de los encuestados) consideraba que la globalización, «especialmente las relaciones crecientes de la economía de su país con otras de todo el mun-

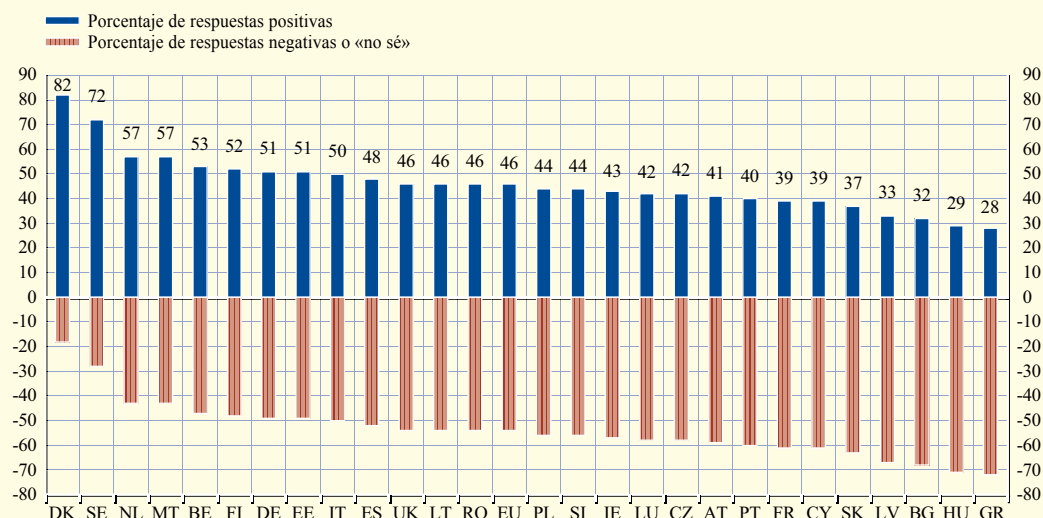
26 Limao, N. (2007), «Are Preferential Trade Agreements with Non-trade Objectives a Stumbling Block for Multilateral Liberalization?», *Review of Economic Studies*, Blackwell Publishing, vol. 74(3), pp. 821-855. Karacavaoli, B. y N. Limao (2005), «The clash of liberalizations: preferential versus multilateral trade liberalization in the European Union», Policy Research Working Paper n.º 3493, Banco Mundial.

27 Baldwin, R. (2006), «Multilaterising Regionalism: Spaghetti Bowls as Building Blocks on the Path to Global Free Trade», Discussion Paper n.º 5775, CEPR, agosto.

28 Por ejemplo, Pew Global Attitudes Project (octubre de 2007), «World Publics Welcome Global Trade – But Not Immigration», <http://pewglobal.org/reports/display.php?ReportID=258>.

Gráfico 10 Apoyo a la globalización entre los países de la UE

Pregunta: ¿El término globalización le evoca algo muy positivo, bastante positivo, bastante negativo o muy negativo?



Fuente: Eurobarómetro 67 (2007) de la Comisión Europea.

do», era en la mayoría de los casos «buena» (véase World Public Opinion, 2007²⁹). En cuanto al resto del mundo, la globalización encuentra un amplio respaldo en Asia, en particular en China, Corea y Tailandia (donde un 87%, un 86% y un 75%, respectivamente, de la población apoya la globalización). Este respaldo es algo inferior en India (54%). En la UE, la percepción de la globalización varía considerablemente de unos países a otros. Es más negativa, en concreto, entre algunos de los países que se han incorporado a la UE desde 2004 (véase gráfico 10).

Si se considera la UE en su conjunto, la opinión está dividida casi a partes iguales entre quienes están a favor y en contra de la globalización³⁰. En el 2008, el 39% de los ciudadanos de la UE consideraba que la globalización era «una buena oportunidad para las empresas nacionales gracias a la apertura de los mercados», mientras que para el 43% constituía una «amenaza para el empleo y las empresas nacionales» y el 18% de los encuestados contestó que no sabía. No obstante, existen diferencias notables entre los distintos Estados miembros.

Por último, las encuestas realizadas entre los líderes de empresas indican que el proteccionismo se percibe como una amenaza significativa. En una amplia encuesta llevada a cabo entre más de 500 líderes de empresas mundiales por «The Economist» en otoño de 2006, casi la mitad de los encuestados indicó que las medidas proteccionistas estaban aumentando.

PRESIONES POLÍTICAS Y SOCIALES

Dentro de los distintos países, la percepción de la globalización varía considerablemente entre segmentos de población. En concreto, en las economías maduras el apoyo a la globalización es más fuerte entre los trabajadores altamente cualificados [véanse, por ejemplo, O'Rourke y Sinnott (2001); Mayda y Rodrik (2005); y Scheve y Slaughter

29 El Consejo de Chicago sobre Asuntos Mundiales (2007), World Public Opinion, http://www.thechicagocouncil.org/UserFiles/File/POS_Topline%20Reports/POS%202007_Global%20Issues/WPO_07%20full%20report.pdf.

30 Véase Comisión Europea (2008), «Eurobarometer 69, the Europeans and globalisation», noviembre, p. 31, http://ec.europa.eu/public_opinion/archives/eb/eb69/eb69_globalisation_en.pdf.

hter (2006)³¹]. El riesgo de la competencia internacional se considera menos importante. Las personas que trabajan en sectores abiertos a la competencia internacional —y que poseen una ventaja comparativa— no son mucho más propensas a respaldar u oponerse a la liberalización comercial que aquellas que trabajan en sectores protegidos de dicha competencia (véase Mayda y Rodrik, 2005). Otros estudios también concluyen que los factores sectoriales no desempeñan un papel significativo (Scheve y Slaughter, 2006). Se puede sostener que las personas que trabajan en sectores abiertos a la competencia internacional —pero con una desventaja comparativa— son sólo ligeramente más propensas a oponerse a la liberalización comercial que aquellas que trabajan en sectores protegidos.

Un apoyo titubeante a la globalización podría inducir a los gobiernos a invertir la tendencia hacia la globalización que se ha producido en las últimas décadas. La prueba de esta afirmación se presenta en un informe reciente preparado por el Consejo de Relaciones Exteriores, que examinó proyectos recientes para introducir, o volver a introducir, normas sobre inversión directa extranjera en un grupo de once países³². Aunque no todos estos esfuerzos culminarán en la imposición de restricciones, esta tendencia sugiere que existen presiones para restringir los flujos de inversión entre países, un proceso que los autores del informe llamaron «deriva proteccionista».

Por último, la amplia preocupación política y social por el impacto del libre comercio puede ser una fuente significativa de presión proteccionista. Dichas inquietudes surgen de la percepción de que la globalización contribuye a aumentar las desigualdades salariales en las economías avanzadas³³. Un indicador de la preocupación por el libre comercio son los programas oficiales que han adoptado determinados países, consistentes en el apoyo personalizado (ayudas económicas y formación) a trabajadores que pierden sus empleos como consecuencia de la liberalización comercial. Estos programas tienen una larga tradición en Estados Unidos. Los programas de Asistencia para el Ajuste Comercial fueron introducidos en 1962 al

comienzo de la ronda Kennedy de negociaciones sobre la liberalización del comercio. El presupuesto de gasto de estos programas ha aumentado de forma constante en los últimos años y se situó en alrededor de 650 millones de dólares estadounidenses en el ejercicio 2007, frente a 100 millones de dólares, aproximadamente, a principios de la década de los noventa. En 2006, la UE estableció un programa bastante similar, el Fondo Europeo de Adaptación a la Globalización, que suministrará fondos por importe de hasta 500 millones de euros anuales durante el período 2007-2013³⁴.

5 CONCLUSIONES

Las últimas décadas han sido testigo de una tendencia sin precedentes hacia la liberalización del comercio y de los flujos de capital. Esta tendencia ha afectado prácticamente a todas las regiones del mundo, pero ha sido quizás más acusada en los mercados emergentes y en los países en desarrollo. La creación de la OMC constituyó una oportunidad única para llevar a cabo negociaciones comerciales a escala mundial. Existe un amplio consenso entre los economistas acerca de que el impacto del proteccionismo en el crecimiento económico (y en el bienestar económico en general) es principalmente negativo, aunque los investigadores han señalado que la magnitud de este impacto varía de forma considerable entre países y depende decisivamente del entorno macroeconómico y político.

- 31 O'Rourke, K. H. y R. Sinnott (2001), «The determinants of individual trade policy preferences: international survey evidence», *Brookings Trade Forum*, pp. 157-206; Mayda, A.-M. y D. Rodrik (2005), «Why are some people (and countries) more protectionist than others?», *European Economic Review*, 49, pp. 1393-1430; Scheve, K. y M. J. Slaughter (2006), «Public Opinion, International Economic Integration, and the Welfare State» en Bowles, S., P. Bardhan y M. Wallerstein (eds.), *Globalization and Egalitarian Redistribution*, Princeton University Press.
- 32 Marchick, D. M y M. J. Slaughter (2008), «Global FDI Policy, Correcting a Protectionist Drift», Consejo de Relaciones Extranjeras, Council Special Report n.º 34, junio.
- 33 Véase, en concreto, FMI (2007), «Globalización y Desigualdad», *Perspectivas de la Economía Mundial*, octubre. También puede encontrarse una encuesta exhaustiva de los efectos de la globalización en OCDE (2007), «Making the Most of Globalisation», OECD Economic Outlook, n.º 81, junio.
- 34 Puede consultarse información sobre el Fondo Europeo de Adaptación a la Globalización en la dirección de Internet http://ec.europa.eu/employment_social/egf/index_en.html.

¿Continuará la tendencia hacia la liberalización, o existe el riesgo de que se pare o incluso se invierta? En este artículo se ha examinado la evolución que ha experimentado el proteccionismo en el mundo en el pasado. Aunque, hasta la fecha, no existe ninguna evidencia importante que indique que hayan aumentado las medidas proteccionistas concretas, parece que las presiones proteccionis-

tas son cada vez mayores. El apoyo a la globalización está debilitándose en varias regiones del mundo, lo cual no es de sorprender, ya que las presiones proteccionistas tienden a ser más fuertes en épocas de tensión económica y financiera. Por esta razón, de cara al futuro, será muy importante seguir resistiendo cualquier llamamiento para adoptar medidas en este sentido.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

S5

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés¹⁾

	M1 ³⁾	M2 ³⁾	M3 ^{3), 4)}	M3 ^{3), 4)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ³⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ³⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje, fin de período) ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2008	2,3	9,5	9,6	-	9,5	.	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	2,7	8,8	8,1	-	7,3	.	4,24	3,69
2008 Ago	0,2	8,9	8,8	8,9	8,9	20,0	4,97	4,34
Sep	1,2	8,9	8,7	8,7	8,5	20,4	5,02	4,34
Oct	3,7	9,3	8,6	8,3	7,8	18,0	5,11	4,25
Nov	2,2	8,7	7,7	7,9	7,1	20,2	4,24	3,77
Dic	3,2	8,0	7,3	.	5,8	.	3,29	3,69
2009 Ene	.	.	.	.	.	.	2,46	4,02

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo²⁾

	IAPC ¹⁾	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	2,1	2,8	2,6	2,7	3,5	84,1	1,8	7,5
2008	3,3	6,2	.	.	.	81,9	.	7,5
2008 II	3,6	7,1	2,8	1,5	1,2	83,3	1,3	7,4
III	3,8	8,5	4,0	0,7	-1,5	82,2	0,8	7,5
IV	2,3	3,7	.	.	.	78,3	.	7,9
2008 Ago	3,8	8,5	-	-	-0,6	-	-	7,5
Sep	3,6	7,9	-	-	-2,5	-	-	7,6
Oct	3,2	6,3	-	-	-5,6	81,5	-	7,8
Nov	2,1	3,3	-	-	-8,1	-	-	7,9
Dic	1,6	1,7	-	-	.	-	-	8,0
2009 Ene	1,1	.	-	-	.	75,0	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-21 ⁶⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	51,8	57,5	-90,4	137,7	347,4	107,9	109,0	1,3705
2008	.	.	.	.	383,9	113,0	113,6	1,4708
2008 I	-2,4	-1,5	-107,1	73,8	356,3	112,9	113,9	1,4976
II	-22,1	7,9	-50,6	40,1	353,9	116,0	116,5	1,5622
III	-10,8	-6,7	-43,1	109,7	370,9	114,1	114,1	1,5050
IV	.	.	.	.	383,9	109,1	109,8	1,3180
2008 Ago	-8,6	-6,7	-8,8	11,2	350,7	113,9	114,0	1,4975
Sep	-3,3	-1,5	-21,5	73,1	370,9	112,0	112,1	1,4370
Oct	-4,2	3,0	-13,9	120,3	368,0	107,9	108,4	1,3322
Nov	-12,5	-5,2	-31,2	47,9	393,4	107,1	107,9	1,2732
Dic	.	.	.	.	383,9	112,4	113,0	1,3449
2009 Ene	.	.	.	.	.	111,9	112,4	1,3239

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

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

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 2) Los datos se refieren al Euro-16, salvo indicación en contrario.
- 3) 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.
- 4) 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.
- 5) Basado en las curvas de rendimientos de la deuda pública de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA.
- 6) Véanse las Notas Generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

1. Activo

	2009 9 enero	2009 16 enero	2009 23 enero	2009 30 enero
Oro y derechos en oro	218.392	218.366	218.319	218.320
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	159.502	159.123	161.737	159.179
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	218.039	204.802	205.948	171.214
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	20.517	21.481	22.824	22.532
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	828.533	821.887	842.407	748.324
Operaciones principales de financiación	216.830	204.501	252.225	214.860
Operaciones de financiación a plazo más largo	610.161	610.188	588.531	528.617
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	1.459	7.107	1.575	4.836
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	84	91	76	11
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	56.861	37.260	34.928	33.509
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	280.219	279.790	281.966	282.982
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	37.438	37.438	37.438	37.439
Otros activos	226.063	230.508	234.232	233.480
Total activo	2.045.566	2.010.655	2.039.799	1.906.979

2. Pasivo

	2009 9 enero	2009 16 enero	2009 23 enero	2009 30 enero
Billetes en circulación	751.133	743.269	739.970	740.264
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	475.277	450.764	450.461	365.607
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	157.536	169.237	251.699	200.534
Facilidad de depósito	315.254	281.393	198.674	164.935
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	2.305	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	182	134	89	138
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	325	271	432	409
Certificados de deuda emitidos	1.003	1.003	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	98.652	106.609	130.557	127.770
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	282.120	270.975	280.187	232.203
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	1.793	2.427	1.365	1.828
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	11.517	7.932	7.769	8.123
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.446	5.446	5.446	5.446
Otros pasivos	170.573	174.232	175.885	177.593
Cuentas de revalorización	176.589	176.589	176.589	176.589
Capital y reservas	71.140	71.138	71.138	71.149
Total pasivo	2.045.566	2.010.655	2.039.799	1.906.979

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde ¹⁾	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			
	Nivel	Variación	Nivel	Nivel	Variación	Nivel	Variación
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	-	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-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. A partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes se volvió a situar en 200 puntos básicos.
- El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. Este cambio anuló la decisión anterior (adoptada el mismo día) de reducir en 50 puntos básicos el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación realizadas mediante subastas a tipo de interés variable.

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

1. Operaciones principales de financiación y de financiación a plazo más largo³⁾

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	8	
Operaciones principales de financiación								
2008 8 Oct	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
21	251.516	668	251.516	2,00	-	-	-	7
28	214.150	544	214.150	2,00	-	-	-	7
4 Feb	207.052	501	207.052	2,00	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2008 30 Oct 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
21	113.395	139	113.395	2,00	-	-	-	21
29	43.239	133	43.239	2,00	-	-	-	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008 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
2009 20 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	143.835	103	140.013	-	-	2,50	2,30	2,15	1

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.
- Con efectos a partir de abril del 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 2 en la sección 1.3.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades puedan realizar sus pujas.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

(mm de euros; medias de los períodos de las posiciones diarias, salvo indicación en contrario; tipos de interés en porcentaje)

1. Base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
2008 I	17.703,3	9.551,7	840,2	2.126,0	1.558,4	3.627,1
II	17.971,8	9.775,4	916,3	2.172,4	1.439,4	3.668,1
2008 Jul	18.035,4	9.825,2	938,2	2.175,7	1.407,4	3.689,0
Ago	18.165,4	9.888,1	948,6	2.184,4	1.438,7	3.705,6
Sep	18.231,2	9.968,9	917,1	2.186,7	1.457,1	3.701,5
Oct ²⁾	18.439,8	10.156,0	900,0	2.211,7	1.445,4	3.726,8
Nov ²⁾	18.396,5	10.195,5	884,3	2.227,2	1.378,8	3.710,8

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 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	221,5	1,2	0,0	2,50
10 Feb	221,1	.	.	.	.

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							Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto) ⁽⁴⁾		
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ^(3, 4)					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2008 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
2009 20 Ene	581,3	219,2	613,6	2,9	0,0	238,5	3,3	753,1	99,9	100,6	221,5	1.213,1

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

2) Incluye las bases de reservas de las entidades de crédito de Eslovaquia. Con carácter transitorio, las entidades de crédito radicadas en la zona del euro pueden optar por deducir de sus bases de reservas pasivos adeudados a entidades de crédito situadas en Eslovaquia. A partir de la base de reservas existente a finales de enero de 2009, se aplicará el procedimiento habitual [véase la Decisión del BCE, de 28 de octubre de 2008, relativa a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Eslovaquia (BCE/2008/14)].

3) Como consecuencia de la adopción del euro en Eslovaquia el 1 de enero de 2009, las exigencias de reservas son una media —ponderada por el número de días naturales— de las exigencias de reservas de los 15 países que integraban entonces la zona del euro para el período comprendido entre el 10 y el 31 de diciembre de 2008 y las exigencias de reservas de los 16 países que actualmente forman parte de la zona del euro para el período comprendido entre el 1 y el 20 de enero de 2009.

4) A partir del 1 de enero de 2009, incluye las operaciones de política monetaria ejecutadas mediante operaciones de ajuste por el Národná Banka Slovenska antes del 1 de enero de 2009 y que todavía estaban vivas con posterioridad a esa fecha.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 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	2.803,0	1.632,5	18,5	0,6	1.613,3	291,3	249,9	2,4	39,0	-	14,2	497,0	16,0	352,0
Dic ^(p)	2.982,9	1.809,0	18,6	0,6	1.789,8	350,8	307,9	2,4	40,4	-	14,4	479,8	15,9	313,0
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	17.695,9	977,3	10.715,1	6.003,5	4.239,4	1.226,2	1.096,5	1.916,7	97,9	1.328,8	4.933,2	201,6	2.272,2
Ago	31.031,6	17.742,1	970,1	10.723,5	6.048,4	4.287,7	1.228,1	1.125,9	1.933,7	98,5	1.324,5	5.040,3	202,1	2.336,4
Sep	31.535,4	18.147,4	980,8	10.821,0	6.345,6	4.191,8	1.192,4	1.098,2	1.901,3	101,8	1.318,3	5.118,5	203,5	2.454,2
Oct	32.450,9	18.442,4	980,5	10.877,5	6.584,4	4.251,4	1.184,8	1.132,7	1.933,9	95,5	1.264,6	5.298,3	204,4	2.894,4
Nov	32.424,5	18.286,2	978,4	10.886,2	6.421,6	4.364,5	1.226,5	1.167,0	1.971,0	96,6	1.243,6	5.161,7	205,4	3.066,5
Dic ^(p)	31.807,3	18.007,5	969,8	10.782,1	6.255,6	4.586,6	1.243,9	1.355,3	1.987,5	98,3	1.205,4	4.778,7	213,2	2.917,6

2. Pasivo

	Total	Effectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
	1	2	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	2.803,0	752,9	1.079,9	107,7	27,6	944,6	-	0,1	283,5	369,1	317,6
Dic ^(p)	2.982,9	784,8	1.217,5	79,6	16,8	1.121,1	-	0,1	275,6	369,7	335,1
IFM, excluido el Eurosistema											
2006	25.950,2	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	698,3	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.306,2
2007	29.446,8	-	15.082,4	127,1	8.865,9	6.089,4	754,1	4.645,2	1.678,9	4.533,2	2.753,0
2008 II	30.759,9	-	15.660,0	155,9	9.216,7	6.287,4	831,7	4.808,3	1.713,8	4.790,2	2.955,8
2008 Jul	30.769,0	-	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	31.535,4	-	16.216,3	140,2	9.324,5	6.751,6	833,2	4.865,5	1.751,0	4.885,8	2.983,7
Oct	32.450,9	-	16.815,9	179,5	9.414,8	7.221,6	825,6	4.879,2	1.743,5	4.880,2	3.306,5
Nov	32.424,5	-	16.688,3	221,2	9.440,2	7.027,0	836,6	4.896,9	1.754,2	4.783,1	3.465,4
Dic ^(p)	31.807,3	-	16.685,1	195,2	9.633,6	6.856,4	821,5	4.829,0	1.771,4	4.397,1	3.303,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2006	19.723,8	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,4	1.464,0	648,4	811,2	4.680,4	187,3	1.941,4
2007	22.331,2	11.134,3	973,9	10.160,4	2.371,0	1.419,2	951,8	884,3	5.247,0	221,1	2.473,5
2008 II	23.320,2	11.656,3	994,2	10.662,1	2.535,8	1.454,0	1.081,8	860,5	5.276,5	217,2	2.773,9
2008 Jul	23.310,2	11.711,5	995,7	10.715,8	2.560,1	1.461,1	1.098,9	878,9	5.318,8	217,7	2.623,3
Ago	23.520,3	11.712,7	988,6	10.724,2	2.593,2	1.464,9	1.128,4	880,0	5.496,8	218,2	2.619,4
Sep	23.792,8	11.821,0	999,3	10.821,7	2.530,4	1.429,8	1.100,5	876,4	5.600,9	219,5	2.744,8
Oct	24.474,3	11.877,1	999,0	10.878,1	2.562,4	1.427,2	1.135,1	837,0	5.777,0	220,4	3.200,4
Nov	24.605,7	11.883,8	996,9	10.886,9	2.645,8	1.476,4	1.169,4	826,7	5.658,7	221,4	3.369,3
Dic ^(p)	24.123,8	11.771,2	988,4	10.782,8	2.909,5	1.551,8	1.357,7	786,5	5.258,5	229,1	3.169,0
	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 III	274,0	148,2	4,8	143,4	-16,0	-34,4	18,4	23,3	74,3	2,2	42,1
IV ^(p)	243,9	-45,5	-10,4	-35,2	254,4	112,0	142,4	-78,9	-293,8	2,3	405,4
2008 Jul	-20,5	57,9	1,5	56,4	20,0	3,4	16,6	19,5	33,3	0,5	-151,7
Ago	111,4	-9,7	-7,4	-2,3	26,5	-0,1	26,7	0,4	20,1	0,4	73,6
Sep	183,1	100,0	10,7	89,3	-62,5	-37,6	-24,8	3,4	20,9	1,2	120,1
Oct	413,0	16,9	-1,1	17,9	25,0	-6,1	31,1	-33,0	-47,3	1,0	450,3
Nov	169,9	16,4	-2,0	18,4	77,9	42,9	35,0	-7,5	-85,5	1,0	167,6
Dic ^(p)	-338,9	-78,8	-7,3	-71,5	151,4	75,2	76,3	-38,4	-161,1	0,3	-212,4

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	19.723,8	592,2	158,0	7.906,5	614,6	2.587,8	1.280,8	4.026,5	2.541,8	15,6
2007	22.331,2	638,5	151,0	8.885,0	660,4	2.867,1	1.487,6	4.599,2	3.083,3	-41,1
2008 II	23.320,2	652,0	211,2	9.241,2	733,0	2.874,1	1.489,5	4.889,0	3.282,0	-52,2
2008 Jul	23.310,2	658,7	180,9	9.249,8	743,2	2.895,5	1.512,0	4.931,1	3.188,1	-49,5
Ago	23.520,3	656,0	186,8	9.271,2	757,9	2.906,5	1.523,2	5.118,3	3.141,7	-41,7
Sep	23.792,8	657,1	191,5	9.342,1	731,1	2.925,2	1.558,7	5.170,8	3.269,9	-54,0
Oct	24.474,3	698,8	258,4	9.444,6	729,8	2.906,5	1.564,1	5.282,1	3.648,6	-58,9
Nov	24.605,7	703,7	328,9	9.467,8	739,7	2.887,0	1.606,7	5.152,1	3.782,9	-63,3
Dic ^(p)	24.123,8	723,2	274,8	9.650,4	723,0	2.801,1	1.613,8	4.766,8	3.638,3	-67,8
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 III	274,0	5,1	-19,7	73,0	-4,2	14,6	71,9	50,2	120,7	-37,4
IV ^(p)	243,9	66,1	83,3	192,0	-10,2	-128,9	38,5	-400,8	425,2	-21,1
2008 Jul	-20,5	6,7	-30,2	3,2	8,8	21,7	23,5	34,5	-92,2	3,5
Ago	111,4	-2,7	5,9	8,9	14,6	-7,8	12,5	27,5	64,9	-12,4
Sep	183,1	1,1	4,7	60,8	-27,6	0,6	35,9	-11,8	148,0	-28,5
Oct	413,0	41,7	66,9	69,2	-1,3	-75,3	13,9	-97,8	468,8	-73,1
Nov	169,9	4,8	70,4	31,5	10,1	-13,9	23,4	-101,2	134,5	10,1
Dic ^(p)	-338,9	19,5	-54,1	91,3	-19,0	-39,8	1,2	-201,8	-178,0	41,8

Fuente: BCE.

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

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

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

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

1. Agregados monetarios²⁾ y contrapartidas

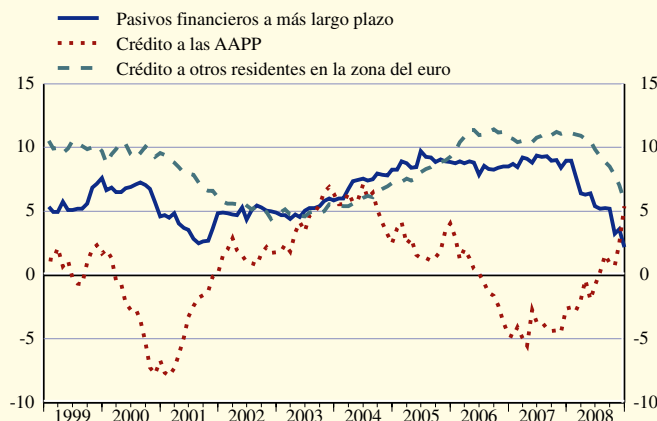
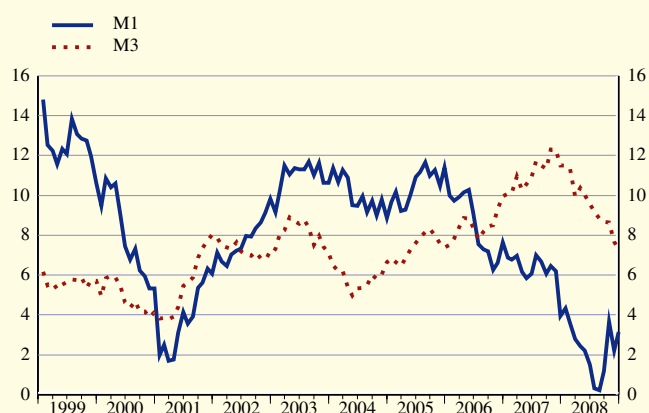
	M3					M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ⁴⁾
	M2		M3-M2						Préstamos	Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ³⁾		
	M1	M2-M1										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2006	3.685,4	2.954,2	6.639,6	1.101,5	7.741,1	-	5.434,1	2.321,3	10.644,4	9.171,5	-	634,3
2007	3.832,7	3.507,2	7.339,9	1.310,5	8.650,4	-	5.977,8	2.417,2	12.027,2	10.176,4	-	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	-	6.047,0	2.450,3	12.660,6	10.681,4	-	373,4
Ago	3.844,5	3.949,1	7.793,6	1.363,8	9.157,4	-	6.098,9	2.466,3	12.794,5	10.755,1	-	385,0
Sep	3.879,1	3.976,5	7.855,6	1.371,9	9.227,5	-	6.134,0	2.443,0	12.825,1	10.819,7	-	426,6
Oct	4.001,6	4.010,2	8.011,8	1.358,6	9.370,5	-	6.134,0	2.435,0	12.870,3	10.887,2	-	476,2
Nov	3.960,6	4.054,2	8.014,7	1.349,2	9.363,9	-	6.172,0	2.471,1	12.885,9	10.880,2	-	481,4
Dic ^(p)	3.972,0	4.019,6	7.991,6	1.370,3	9.362,0	-	6.237,1	2.566,6	12.958,5	10.801,0	-	472,3
	Operaciones											
2006	261,2	310,5	571,7	130,9	702,6	-	427,7	-114,7	1.105,8	898,6	961,7	200,6
2007	145,4	525,4	670,7	220,3	891,0	-	489,5	-60,1	1.369,9	1.031,7	1.132,8	13,5
2008 III	26,8	136,0	162,8	17,3	180,1	-	84,9	0,4	251,6	170,6	179,4	29,2
IV ^(p)	90,4	40,3	130,8	1,2	132,0	-	-33,8	114,0	33,3	-14,9	73,2	91,2
2008 Jul	-13,0	74,9	62,0	8,4	70,4	-	39,4	14,4	99,4	51,2	59,3	-6,9
Ago	8,3	38,9	47,2	0,5	47,6	-	31,0	11,9	119,7	62,9	65,2	13,4
Sep	31,4	22,3	53,7	8,5	62,1	-	14,4	-26,0	32,5	56,4	54,8	22,7
Oct	111,2	17,3	128,5	-10,1	118,4	-	-56,8	-12,4	9,6	29,0	43,0	35,3
Nov	-40,6	46,7	6,0	-8,8	-2,8	-	29,2	30,0	28,8	2,6	31,2	9,3
Dic ^(p)	19,9	-23,6	-3,8	20,2	16,4	-	-6,3	96,4	-5,0	-46,5	-1,0	46,6
	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	11,5	200,6
2007 Dic	3,9	17,7	10,1	20,0	11,5	11,8	9,0	-2,6	12,8	11,2	12,2	13,5
2008 Jun	1,5	19,0	9,5	9,8	9,6	9,6	5,4	-0,8	11,2	9,9	11,0	-287,0
2008 Jul	0,3	19,4	9,1	9,6	9,2	9,2	5,2	0,3	10,9	9,3	10,5	-297,8
Ago	0,2	19,0	8,9	8,5	8,8	8,9	5,2	1,6	10,8	8,9	10,0	-249,9
Sep	1,2	17,7	8,9	7,4	8,7	8,7	5,2	1,0	10,1	8,5	9,6	-192,1
Oct	3,7	15,5	9,3	5,0	8,6	8,3	3,3	0,7	8,7	7,8	8,9	-154,8
Nov	2,2	16,0	8,7	1,7	7,7	7,9	3,6	2,5	8,2	7,1	8,4	-168,3
Dic ^(p)	3,2	13,3	8,0	3,0	7,3	.	2,2	5,4	6,8	5,8	7,4	-79,5

C1 Agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

C2 Contrapartidas¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

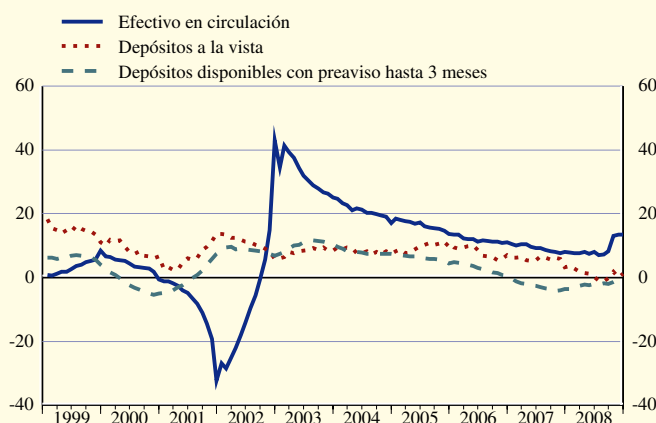
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2006	578,4	3.107,0	1.402,2	1.552,0	266,1	636,9	198,5	2.399,6	102,2	1.655,0	1.277,3
2007	625,8	3.206,9	1.971,8	1.535,3	307,4	686,6	316,6	2.561,0	119,6	1.813,5	1.483,7
2008 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	1.505,2
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	1.523,6
Sep	662,9	3.216,2	2.454,6	1.521,9	344,5	736,3	291,1	2.630,0	114,2	1.836,7	1.553,0
Oct	698,4	3.303,2	2.485,7	1.524,6	346,1	734,1	278,4	2.619,5	116,3	1.834,2	1.563,9
Nov	704,1	3.256,5	2.522,2	1.532,0	329,9	741,8	277,5	2.607,6	118,8	1.831,0	1.614,6
Dic ^(p)	710,8	3.261,2	2.468,8	1.550,9	355,7	753,0	261,7	2.550,3	121,7	1.955,3	1.609,7
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 III	13,3	13,5	151,7	-15,6	3,6	6,0	7,8	19,2	-2,7	-0,4	68,8
IV ^(p)	47,9	42,5	11,5	28,8	12,8	14,5	-26,1	-87,5	7,5	6,2	40,0
2008 Jul	0,1	-13,0	82,1	-7,2	5,7	-2,0	4,7	20,5	-0,5	0,2	19,3
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	22,2	28,3	-6,1	7,8	-10,2	10,9	-8,2	-1,2	-6,0	29,8
Oct	35,5	75,7	15,0	2,3	1,3	-2,2	-9,2	-70,4	2,1	-7,8	19,4
Nov	5,7	-46,3	39,2	7,5	-14,5	7,9	-2,1	-5,1	2,5	0,3	31,4
Dic ^(p)	6,7	13,1	-42,7	19,1	26,1	8,8	-14,7	-12,1	2,9	13,7	-10,8
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	11,5
Sep	8,2	-0,2	34,4	-2,0	16,5	4,1	5,8	2,3	-5,7	4,0	13,1
Oct	13,0	1,9	29,3	-1,4	19,5	2,1	-2,7	-0,2	-4,4	2,8	10,7
Nov	13,5	0,1	29,3	-0,7	11,6	1,7	-8,1	-0,2	-2,2	2,6	12,0
Dic ^(p)	13,4	1,2	23,2	0,6	16,1	4,8	-14,1	-1,2	0,6	1,4	9,5

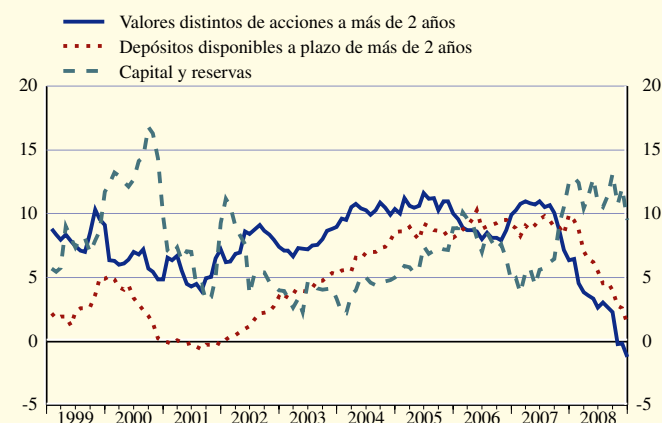
C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

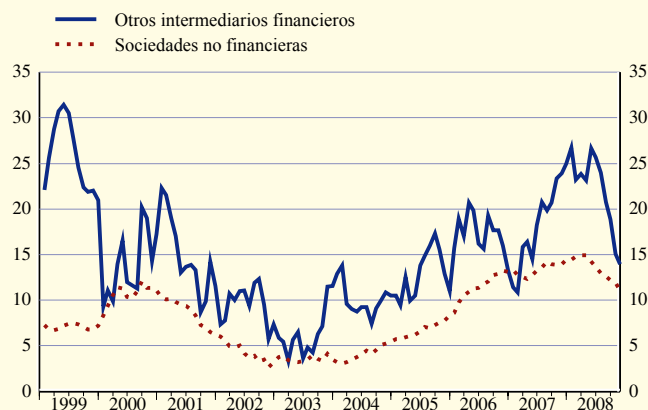
2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM^{1), 2)}

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

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

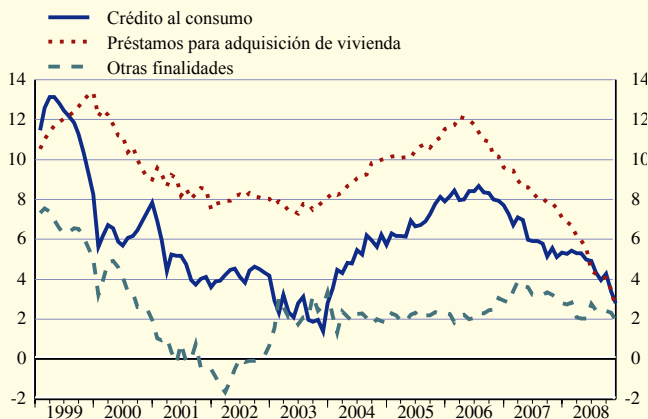
	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros ³⁾	Sociedades no financieras				Hogares ⁴⁾			
	Total	Total	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	93,8	709,7	3.837,9	1.139,6	706,7	1.991,6	4.530,0	584,3	3.207,8	737,9
2007	107,9	886,4	4.381,0	1.279,3	857,9	2.243,8	4.801,0	615,5	3.432,7	752,9
2008 II	101,1	996,2	4.652,2	1.347,1	926,0	2.379,1	4.883,4	632,6	3.486,5	764,3
2008 Oct	102,3	1.018,7	4.828,2	1.390,5	965,1	2.472,6	4.938,0	635,5	3.533,2	769,3
Nov	99,0	1.013,7	4.845,8	1.383,2	976,0	2.486,6	4.921,7	633,0	3.519,8	769,0
Dic ^(p)	103,8	985,5	4.818,6	1.378,5	968,5	2.471,6	4.893,1	629,0	3.493,5	770,6
Operaciones										
2006	20,7	87,5	445,2	101,4	122,6	221,2	345,3	42,5	281,9	20,9
2007	15,9	180,1	555,1	145,9	155,1	254,2	280,6	31,1	228,6	20,8
2008 III	-1,1	7,1	112,9	26,8	28,7	57,4	51,6	3,3	44,3	4,0
IV ^(p)	3,2	-23,3	42,4	1,1	14,7	26,5	-37,2	-7,2	-34,8	4,9
2008 Oct	1,4	-4,4	35,0	6,4	6,1	22,5	-3,0	-0,4	-3,3	0,7
Nov	-3,3	-2,5	22,3	-5,5	12,5	15,2	-13,9	-2,0	-12,4	0,5
Dic ^(p)	5,1	-16,3	-14,9	0,2	-3,9	-11,2	-20,3	-4,8	-19,1	3,6
Tasas de crecimiento										
2006 Dic	28,2	14,0	13,1	9,8	20,7	12,4	8,2	7,7	9,6	2,9
2007 Dic	17,0	25,2	14,5	12,8	21,9	12,8	6,2	5,3	7,1	2,8
2008 Jun	-4,7	25,7	13,7	11,9	20,0	12,4	4,2	4,9	4,4	2,8
2008 Oct	-9,3	14,8	11,9	10,1	16,2	11,3	3,3	3,5	3,5	2,4
Nov	-6,6	13,8	11,1	8,6	15,9	10,8	2,5	2,9	2,5	2,0
Dic ^(p)	-4,2	10,8	9,4	7,4	13,1	9,1	1,8	1,5	1,7	2,5

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



C6 Préstamos a hogares²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

3) Incluidos fondos de inversión.

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

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

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

2. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros ³⁾				Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2007	95,1	70,6	7,5	17,0	867,9	526,3	148,5	193,1	4.388,7	1.276,5	858,9	2.253,3
2008 II	103,3	79,3	7,7	16,4	998,0	625,8	160,4	211,8	4.670,7	1.365,6	925,7	2.379,4
2008 Jul	101,1	78,0	6,4	16,6	1.000,3	612,3	164,2	223,8	4.709,2	1.375,8	933,5	2.399,9
Ago	99,9	76,1	6,6	17,2	987,2	596,6	165,6	225,1	4.722,3	1.360,9	943,6	2.417,8
Sep	100,8	77,0	6,4	17,5	1.017,6	621,0	170,0	226,7	4.763,0	1.372,2	953,4	2.437,4
Oct	104,2	81,0	5,8	17,4	1.015,6	623,6	168,9	223,0	4.816,5	1.382,2	965,7	2.468,7
Nov	101,0	77,2	5,6	18,2	1.015,7	616,0	175,3	224,4	4.841,4	1.382,6	975,1	2.483,7
Dic ^(p)	91,4	68,1	5,2	18,1	963,3	558,1	168,1	237,1	4.827,3	1.375,1	969,9	2.482,3
Operaciones												
2007	14,0	15,8	-5,2	3,4	175,4	113,5	34,5	27,4	556,3	144,9	155,7	255,7
2008 III	-3,0	-2,5	-1,3	0,9	12,1	-10,3	8,5	13,9	85,0	3,9	27,6	53,4
IV ^(p)	-9,6	-9,1	-1,2	0,7	-52,4	-60,4	-1,1	9,1	60,6	2,2	17,6	40,8
2008 Oct	3,0	3,7	-0,6	-0,1	-14,4	-5,1	-2,9	-6,4	32,8	2,5	8,1	22,2
Nov	-3,2	-3,8	-0,2	0,8	2,6	-5,9	6,7	1,9	29,6	2,3	11,0	16,3
Dic ^(p)	-9,4	-9,0	-0,4	0,0	-40,6	-49,4	-4,9	13,6	-1,8	-2,6	-1,5	2,4
Tasas de crecimiento												
2007 Dic	16,8	28,5	-41,0	23,2	25,0	27,0	29,9	16,5	14,5	12,7	22,0	12,8
2008 Jun	-4,8	-4,6	-29,7	10,2	25,6	26,0	31,8	20,3	13,7	11,9	20,0	12,3
2008 Jul	-7,8	-7,4	-37,5	7,9	24,0	22,2	29,8	24,9	12,9	11,1	18,8	11,9
Ago	-8,5	-10,8	-25,3	12,5	20,8	18,2	24,8	24,9	12,6	10,8	18,4	11,6
Sep	-9,0	-12,3	-25,9	18,4	18,8	15,6	24,4	24,2	12,2	9,8	17,6	11,5
Oct	-9,2	-10,7	-31,1	9,4	15,0	15,5	13,4	14,8	11,9	10,1	16,3	11,3
Nov	-6,6	-7,9	-32,3	11,7	13,9	13,4	16,0	13,9	11,1	8,6	15,8	10,8
Dic ^(p)	-4,3	-3,8	-31,2	5,7	10,6	5,6	13,8	21,9	9,4	7,4	13,1	9,2

3. Préstamos a hogares⁴⁾

	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
Saldos vivos												
2007	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	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	636,7	139,1	203,3	294,2	3.503,2	15,8	73,4	3.414,1	764,7	146,8	102,2	515,7
Ago	634,0	137,3	202,5	294,1	3.515,5	15,9	72,6	3.427,0	764,6	146,7	100,7	517,1
Sep	637,0	139,4	201,2	296,5	3.535,1	16,9	71,8	3.446,4	767,4	149,6	100,1	517,7
Oct	637,8	138,9	200,0	298,9	3.535,3	17,0	71,2	3.447,1	768,0	148,0	99,6	520,4
Nov	633,5	136,2	198,9	298,5	3.523,7	16,9	70,3	3.436,5	770,8	151,8	98,1	521,0
Dic ^(p)	631,3	137,6	196,9	296,9	3.497,7	17,1	69,8	3.410,8	771,1	152,4	96,8	521,9
Operaciones												
2007	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 III	1,5	-0,3	-2,5	4,4	48,2	1,0	-0,9	48,1	-0,4	-3,2	-2,0	4,8
IV ^(p)	-6,3	-1,5	-4,8	0,1	-33,1	0,2	-1,9	-31,3	5,6	2,9	-1,9	4,6
2008 Oct	0,5	-0,3	-1,1	1,9	-3,6	0,1	-0,7	-3,1	-0,5	-2,4	-0,2	2,2
Nov	-3,8	-2,7	-1,0	-0,1	-10,6	-0,1	-0,8	-9,7	3,7	4,0	-1,3	1,1
Dic ^(p)	-3,0	1,5	-2,7	-1,8	-18,9	0,1	-0,4	-18,6	2,3	1,3	-0,4	1,3
Tasas de crecimiento												
2007 Dic	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	4,9	4,0	-0,8	9,9	4,4	-1,0	1,0	4,5	2,8	2,0	0,6	3,4
2008 Jul	4,4	2,7	-1,2	9,6	4,3	0,0	0,6	4,4	2,5	0,6	-0,2	3,6
Ago	4,0	2,0	-1,3	9,1	4,1	0,2	0,2	4,2	2,5	2,1	-1,5	3,5
Sep	4,4	4,1	-1,3	8,7	4,1	4,8	-1,3	4,2	2,4	2,2	-2,2	3,5
Oct	3,5	2,4	-2,3	8,3	3,5	5,9	-2,7	3,6	2,4	1,3	-2,7	3,7
Nov	2,9	2,7	-3,2	7,5	2,5	5,7	-3,8	2,7	2,0	0,7	-4,5	3,7
Dic ^(p)	1,5	-0,1	-4,0	6,4	1,7	5,9	-4,7	1,8	2,5	3,0	-5,0	4,0

Fuente: BCE.

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

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

3) Incluidos fondos de inversión.

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

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

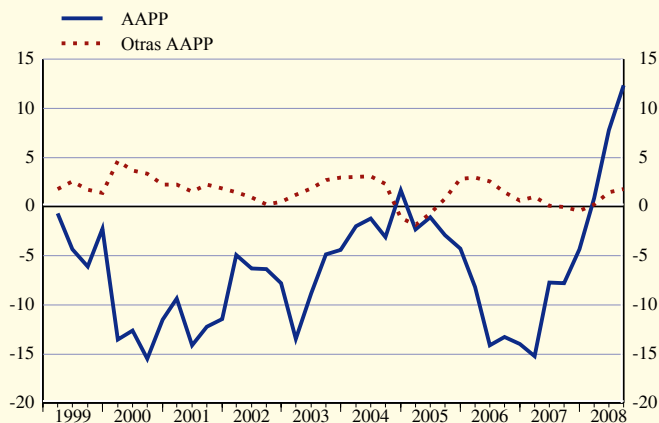
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
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)	980,8	223,7	210,0	501,6	44,1	3.519,1	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)	4,8	2,4	-5,2	4,0	2,1	94,3	84,1	10,0	-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)	3,5	12,3	-1,9	3,2	6,6	8,2	5,8	14,2	4,3	14,9

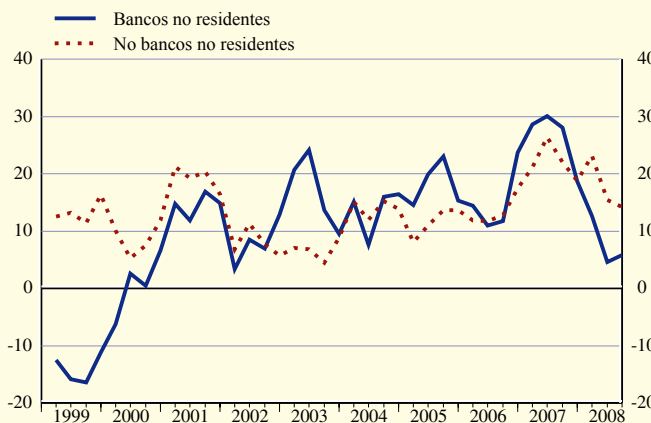
C7 Préstamos a las AAPP²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



C8 Préstamos a no residentes en la zona del euro²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

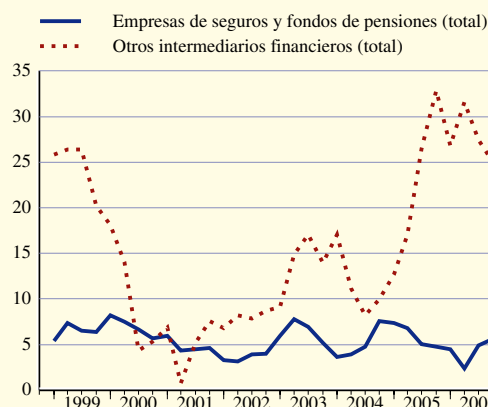
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007	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	727,9	75,5	90,3	538,9	1,2	1,6	20,4	1.641,3	322,6	445,1	674,3	11,7	0,1	187,5
Oct	735,9	83,6	90,4	538,2	1,2	1,5	21,1	1.673,4	335,8	445,5	683,4	12,2	0,1	196,3
Nov	738,1	84,9	95,0	535,9	1,1	1,5	19,7	1.654,5	319,7	443,5	685,6	12,0	0,1	193,7
Dic ^(p)	760,2	85,5	111,9	537,5	1,1	1,5	22,8	1.749,9	319,0	420,6	809,3	12,3	0,1	188,7
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 III	8,8	1,7	6,0	0,7	-0,2	0,0	0,5	28,3	-16,6	53,5	-12,0	-0,6	-0,1	4,1
IV ^(p)	34,1	9,9	21,6	0,4	-0,1	-0,1	2,4	-6,4	-4,2	-24,7	19,1	0,6	0,0	2,8
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	13,7	8,8	4,6	-0,5	0,0	0,0	0,8	21,4	34,4	-5,6	-9,1	-1,3	0,0	3,1
Oct	6,7	7,6	-0,7	-0,7	0,0	-0,1	0,6	17,5	8,7	-4,3	4,3	0,2	0,0	8,6
Nov	4,1	1,3	4,8	-0,5	-0,1	0,0	-1,3	-15,4	-15,9	-1,5	3,0	-0,1	0,0	-1,0
Dic ^(p)	23,3	0,9	17,5	1,7	0,0	0,0	3,2	-8,5	3,1	-19,0	11,8	0,5	0,0	-4,8
Tasas de crecimiento														
2006 Dic	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 Dic	6,4	1,1	20,5	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	7,2	10,8	40,2	3,2	-20,1	-	-3,1	17,4	-3,2	44,5	16,0	-11,6	-	16,1
Oct	5,2	12,2	18,1	2,7	-20,0	-	-3,7	15,2	1,7	28,6	12,9	-6,3	-	25,2
Nov	6,2	21,6	20,3	2,3	-29,7	-	0,3	12,6	-8,0	33,2	12,1	-2,1	-	17,2
Dic ^(p)	10,2	19,4	58,5	2,6	-23,3	-	9,2	10,4	0,9	20,1	6,0	-2,2	-	28,9

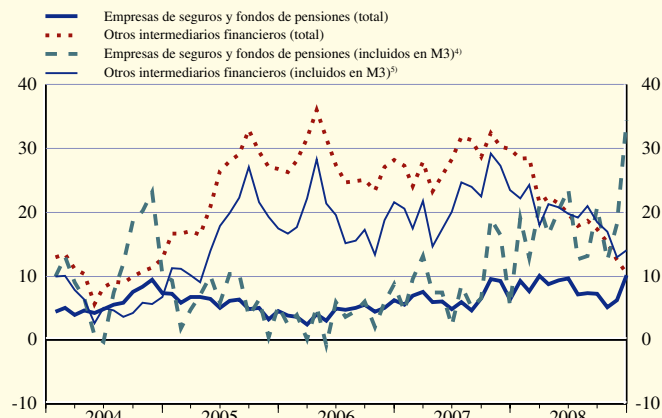
C9 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C10 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

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

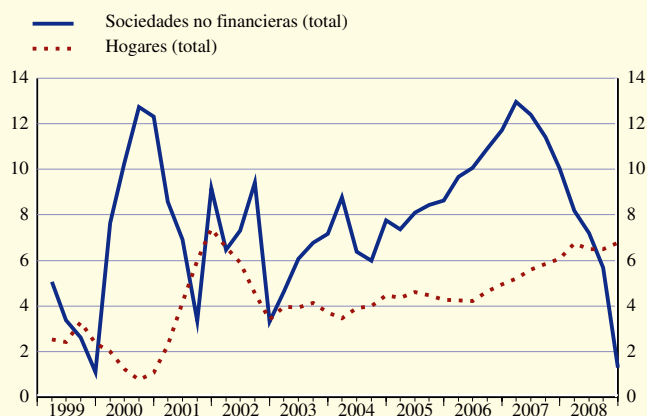
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Saldos vivos													
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007	1.470,6	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 Oct	1.500,4	860,8	518,3	66,0	24,9	1,4	29,0	5.252,4	1.758,4	1.332,1	515,4	1.439,3	106,1	101,1
Nov	1.498,3	870,8	509,5	65,6	26,0	1,3	25,0	5.290,2	1.778,1	1.352,7	511,6	1.443,0	109,8	95,1
Dic ^(p)	1.509,0	882,2	498,0	76,1	27,9	1,3	23,5	5.361,1	1.808,1	1.350,1	517,2	1.479,0	113,7	93,0
	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 III	4,0	2,7	0,7	0,7	-2,2	-0,1	2,1	33,5	-34,4	89,2	-9,0	-19,2	-2,6	9,5
IV ^(p)	9,1	7,7	-11,6	12,3	2,3	0,0	-1,6	160,2	57,6	75,9	-6,4	37,6	10,6	-15,1
2008 Oct	-7,0	-17,3	5,6	1,4	-0,6	0,0	3,9	47,2	6,9	55,0	-8,4	-2,3	2,9	-7,0
Nov	-1,5	10,1	-8,5	-0,2	1,1	0,0	-4,0	37,7	19,7	20,3	-3,7	3,8	3,7	-6,0
Dic ^(p)	17,6	14,8	-8,6	11,1	1,8	0,0	-1,5	75,3	31,0	0,7	5,7	36,1	3,9	-2,1
	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 Oct	4,4	1,8	10,5	0,0	-19,6	-12,6	19,6	7,4	1,2	40,5	-7,8	-0,5	-3,4	17,1
Nov	3,0	1,3	7,9	3,6	-22,3	-15,4	3,2	7,7	2,1	38,7	-7,9	0,3	-0,9	8,9
Dic ^(p)	1,3	-0,6	2,9	24,1	-10,7	-15,7	-1,0	6,8	1,3	33,1	-7,7	1,2	1,6	6,8

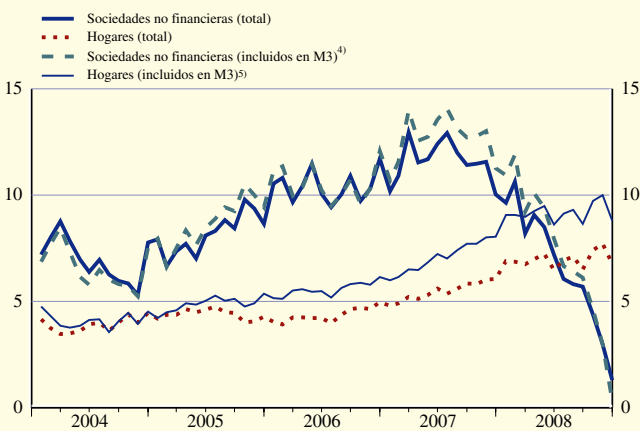
C11 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C12 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

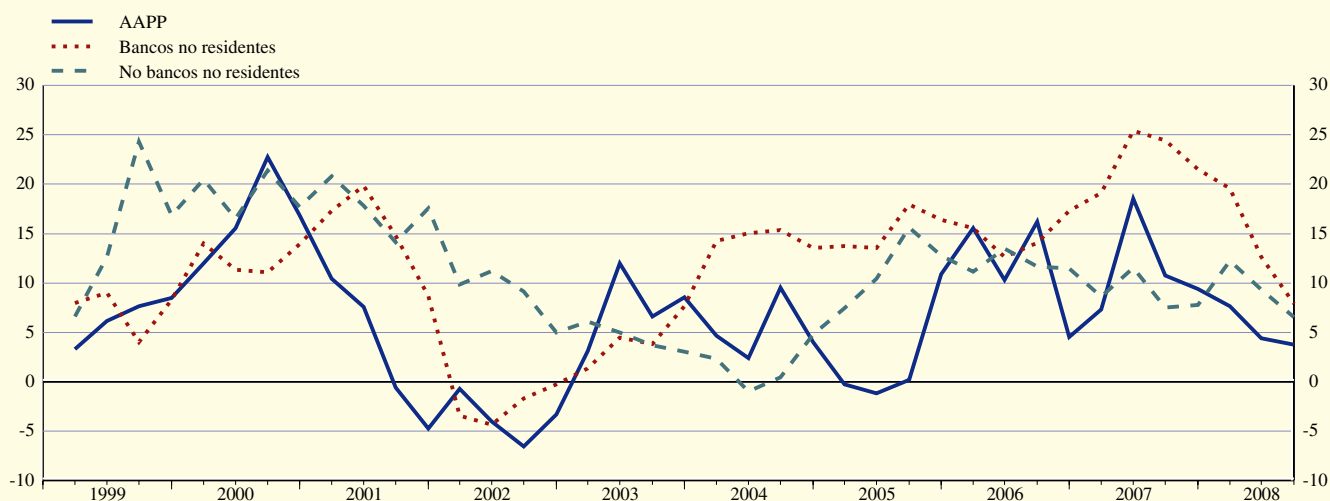
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
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	140,2	61,7	113,4	85,0	4.140,1	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	-15,7	5,2	1,3	-1,1	-20,5	-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)	3,8	-6,7	2,9	9,0	18,3	7,6	7,9	6,5	-2,9	8,3

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

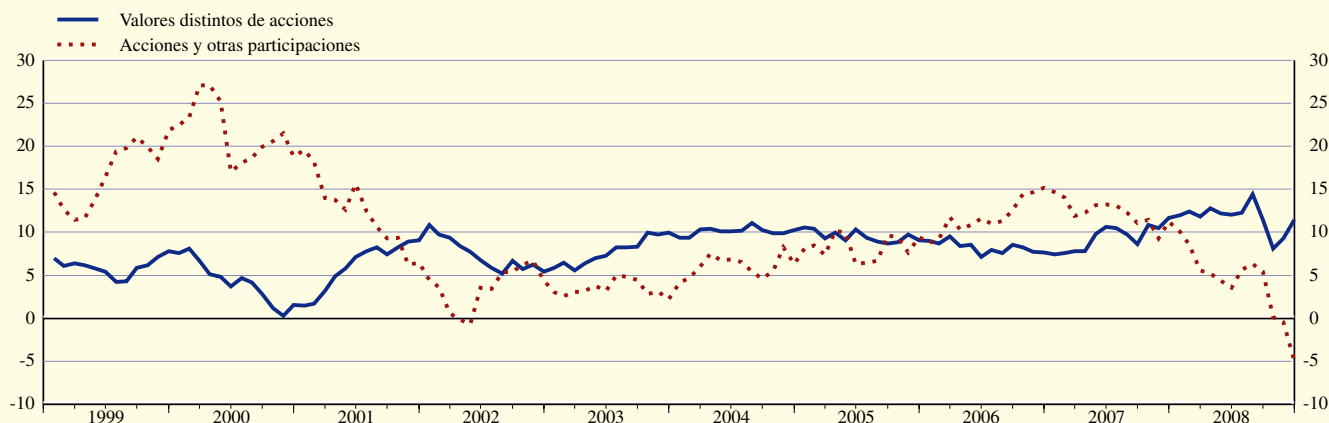
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2006	4.664,3	1.560,6	72,3	1.260,4	16,2	615,8	30,1	1.108,9	1.465,9	373,0	798,5	294,4
2007	5.113,7	1.652,6	84,0	1.177,5	16,6	916,5	33,4	1.233,1	1.639,9	424,8	871,4	343,7
2008 II	5.483,3	1.795,3	98,6	1.204,1	15,1	1.031,4	48,0	1.290,7	1.601,2	460,4	849,3	291,4
2008 Jul	5.547,5	1.813,3	103,3	1.211,2	15,1	1.047,8	48,6	1.308,1	1.621,5	460,8	868,0	292,7
Ago	5.638,7	1.828,2	105,5	1.213,3	14,8	1.075,1	50,9	1.351,0	1.618,4	455,5	869,0	293,9
Sep	5.499,3	1.799,3	102,0	1.176,8	15,6	1.048,7	49,5	1.307,5	1.608,3	452,2	866,2	290,0
Oct	5.561,6	1.824,6	109,2	1.165,5	19,3	1.079,7	53,0	1.310,2	1.551,4	436,9	827,7	286,8
Nov	5.666,5	1.866,8	104,2	1.208,3	18,2	1.114,6	52,3	1.302,0	1.530,5	426,5	817,1	286,9
Dic ^(p)	5.814,4	1.888,8	98,6	1.224,9	19,0	1.298,6	56,6	1.227,8	1.483,9	428,6	776,7	278,5
	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 III	-41,4	4,6	-2,9	-33,3	-0,8	19,2	-0,8	-27,5	27,8	0,7	23,5	3,6
IV ^(p)	210,3	89,3	-1,5	42,7	3,1	135,6	6,8	-65,6	-94,3	-7,7	-79,3	-7,3
2008 Jul	57,9	18,2	4,2	4,7	-0,1	16,1	0,4	14,4	22,9	1,4	19,5	2,0
Ago	56,8	14,4	-0,9	-0,3	-0,9	26,6	0,2	17,8	-2,4	-5,1	0,4	2,3
Sep	-156,1	-28,0	-6,2	-37,7	0,3	-23,4	-1,4	-59,6	7,2	4,4	3,6	-0,7
Oct	-9,3	26,5	-1,4	-11,6	1,8	32,6	-1,5	-55,8	-47,5	-14,1	-32,9	-0,4
Nov	114,2	43,9	-3,5	38,6	-1,1	35,3	-0,4	1,3	-9,7	-3,5	-7,8	1,7
Dic ^(p)	105,4	18,9	3,4	15,7	2,3	67,7	8,6	-11,1	-37,2	9,9	-38,5	-8,5
	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	5,6	18,2	5,9	-10,1
Ago	14,4	12,5	33,0	0,2	4,9	37,9	62,9	13,9	6,3	15,9	7,1	-7,6
Sep	11,4	11,1	24,0	-1,8	6,5	31,1	46,0	10,1	5,5	13,4	7,8	-10,1
Oct	8,1	9,4	16,3	-2,9	17,1	29,0	29,0	1,5	0,1	11,3	-1,4	-9,7
Nov	9,3	11,5	15,3	0,6	10,5	30,3	42,7	-0,9	-0,5	11,2	-2,2	-10,3
Dic ^(p)	11,4	13,3	15,2	3,5	8,0	29,7	69,9	1,1	-4,9	8,0	-8,1	-13,0

C14 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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
2008 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	-2,0	-0,4	-1,2	-0,4	-0,6	-0,2	-0,4
Dic ^(p)	-3,1	-0,9	-1,3	-1,0	-1,3	-0,4	-0,9

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	-19,3	-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	-4,6	-1,2	0,2	0,2	0,2	-1,5	-0,1	-2,4	-9,4	-1,2	-5,5	-2,7
Nov	2,4	-0,2	0,0	4,3	0,1	0,2	0,0	-2,0	-4,2	-1,1	-1,5	-1,6
Dic ^(p)	-1,5	0,5	-0,1	0,9	-0,2	-0,9	0,3	-1,9	-1,9	-0,6	-1,5	0,1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total							Total				
			USD	JPY	CHF	GBP	USD			JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	De residentes en la zona del euro													
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 IV	6.089,4	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	8.993,0	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 I	6.147,8	91,8	8,2	4,7	0,5	1,3	1,0	9.151,4	96,4	3,6	2,1	0,4	0,1	0,6
II	6.287,4	91,6	8,4	5,0	0,4	1,4	1,0	9.372,6	96,4	3,6	2,1	0,5	0,1	0,5
III ^(p)	6.751,6	89,4	10,6	6,8	0,4	1,6	1,1	9.464,7	96,3	3,7	2,2	0,5	0,1	0,6
	De no residentes en la zona del euro													
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 IV	2.944,2	46,8	53,2	33,6	2,9	2,4	11,1	912,0	50,0	50,0	32,9	1,6	1,8	9,9
2008 I	3.075,7	48,1	51,9	32,9	3,0	2,6	10,5	964,1	52,3	47,7	31,9	1,4	1,8	8,7
II	3.036,7	46,5	53,5	33,9	3,0	2,7	10,6	983,2	51,8	48,2	31,8	1,2	1,7	9,3
III ^(p)	3.147,5	46,0	54,0	34,8	2,9	2,7	10,2	990,9	51,2	48,8	31,3	1,2	1,6	10,5

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total				
				USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 IV	4.948,0	81,4	18,6	9,3	1,7	1,9	3,4
2008 I	4.993,0	82,1	17,9	8,8	1,8	1,9	3,2
II	5.146,7	82,0	18,0	8,9	1,7	1,8	3,5
III ^(p)	5.183,2	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 ⁴⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	A residentes en la zona del euro													
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)	6.345,6	-	-	-	-	-	-	11.801,8	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 ⁴⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
	Emitidos por residentes en la zona del euro													
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)	1.901,3	94,6	5,4	2,9	0,4	0,3	1,5	2.290,6	97,2	2,8	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

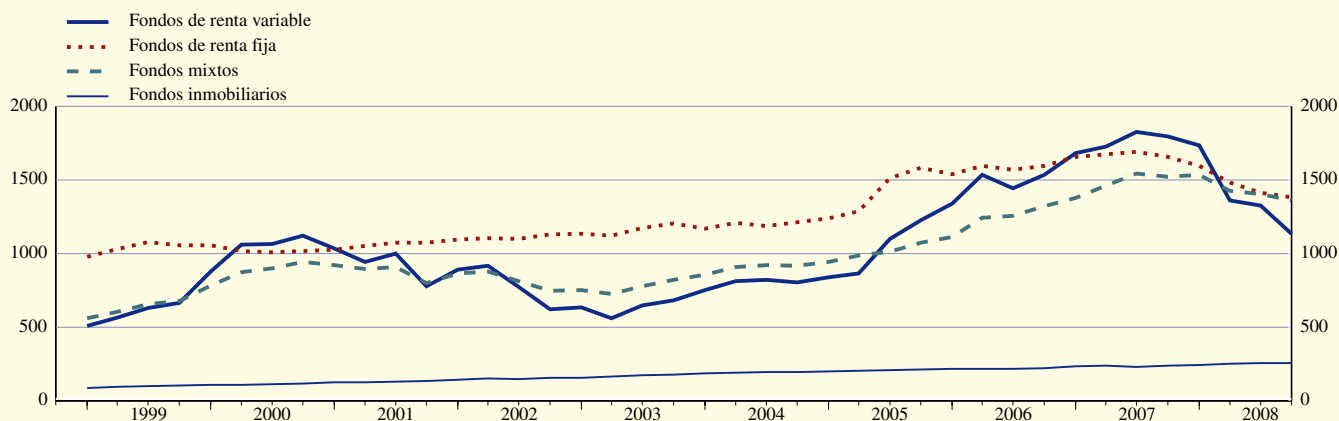
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
	1	2	3	4
2007 II	5.993,1	82,9	5.589,0	321,3
III	5.892,8	78,5	5.496,8	317,5
IV	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 I	5.160,6	76,4	4.846,6	237,6
II	5.015,2	74,8	4.720,9	219,5
III ^(p)	4.713,2	71,0	4.413,4	228,7

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

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

CIS Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

1. Fondos según su política de inversión

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

2. Fondos según el tipo de inversor

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

Fuente: BCE.



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

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

Fuente: BCE.

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

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

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

Fuente: BCE y Eurostat

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

3.3 Hogares

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

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.4 Sociedades no financieras

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

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

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

Fuente: BCE.

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

MERCADOS FINANCIEROS



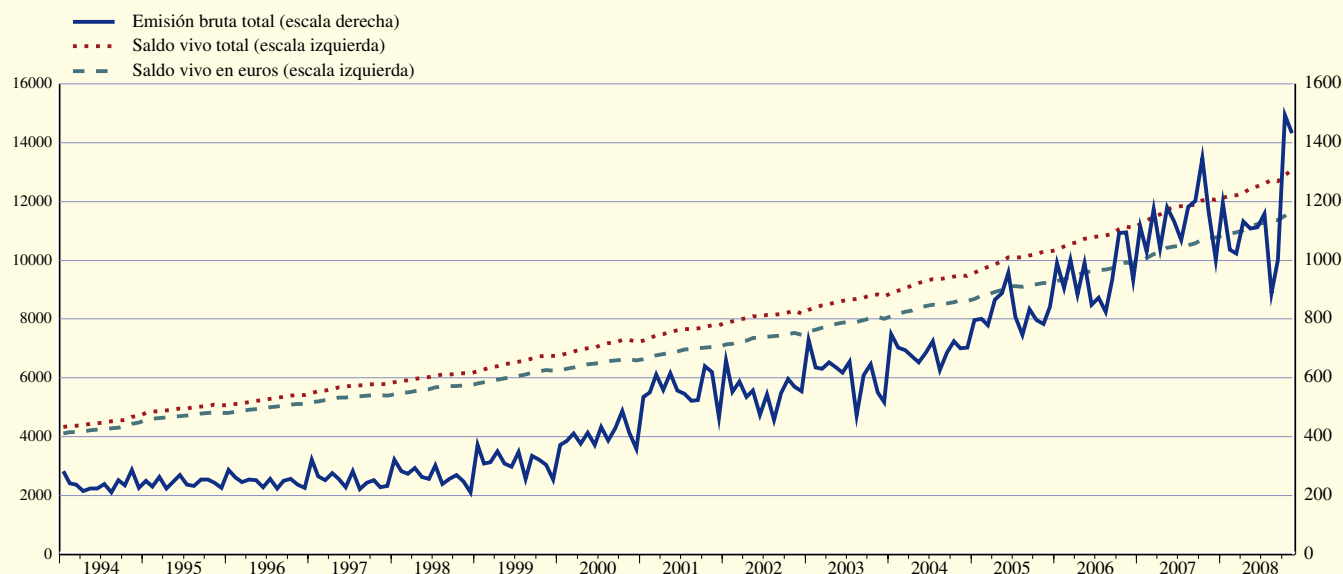
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
				En euros			En todas las monedas					
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas 11	Tasas crec. de 6 meses 12
	Total											
2007 Nov	12.866,2	1.177,9	88,5	10.781,6	1.109,6	70,6	12.083,4	1.161,9	65,5	8,6	52,9	7,5
Dic	12.890,9	1.040,8	27,8	10.777,6	959,2	-1,0	12.063,6	1.002,3	-18,4	9,0	94,2	8,1
2008 Ene	12.923,6	1.200,1	36,6	10.830,9	1.130,5	57,4	12.130,7	1.196,2	67,0	8,5	28,2	7,5
Feb	13.004,6	1.025,8	82,1	10.902,0	967,2	72,2	12.186,7	1.035,4	75,4	8,0	44,8	6,9
Mar	13.110,7	1.072,1	105,1	10.949,2	967,7	46,0	12.207,5	1.023,2	43,7	7,0	20,1	6,1
Abr	13.160,3	1.159,2	49,7	11.014,1	1.067,6	65,0	12.285,6	1.132,3	77,0	7,0	57,9	5,0
May	13.338,7	1.125,0	178,4	11.153,0	1.035,2	138,9	12.448,2	1.109,1	153,7	6,7	98,6	5,8
Jun	13.475,4	1.154,4	135,1	11.228,7	1.039,1	74,1	12.520,0	1.111,4	80,3	6,8	87,1	5,6
Jul	13.487,9	1.136,3	11,0	11.286,5	1.070,9	55,9	12.595,9	1.158,1	75,5	7,1	97,6	6,8
Ago	13.614,2	878,4	123,4	11.395,1	813,9	105,8	12.727,0	887,9	112,3	7,8	163,4	8,8
Sep	13.617,9	1.020,5	2,2	11.363,8	929,1	-32,7	12.687,4	1.000,6	-41,8	7,1	-13,0	8,2
Oct	.	.	.	11.511,9	1.414,0	148,1	12.883,2	1.492,6	144,4	7,0	102,4	8,9
Nov	.	.	.	11.734,3	1.364,1	222,8	13.073,3	1.432,3	210,1	8,1	196,2	10,5
	A largo plazo											
2007 Nov	11.580,7	176,9	80,4	9.626,5	143,3	60,0	10.743,8	158,3	57,0	7,1	39,7	5,3
Dic	11.636,2	198,9	56,1	9.673,3	164,8	47,4	10.777,6	176,1	36,2	7,3	71,9	5,7
2008 Ene	11.634,0	194,9	1,2	9.665,1	166,6	-4,9	10.773,6	190,4	0,4	6,7	15,0	5,1
Feb	11.679,6	182,4	46,5	9.712,8	163,1	48,7	10.811,1	187,5	51,0	6,1	28,6	4,7
Mar	11.715,5	179,9	35,1	9.738,3	145,1	24,5	10.812,8	160,2	21,3	5,3	11,8	4,5
Abr	11.802,1	258,4	86,7	9.801,2	207,2	63,0	10.885,9	225,0	68,3	5,5	64,0	4,4
May	11.955,3	290,4	153,4	9.914,6	234,6	113,6	11.009,8	257,1	122,7	5,1	69,0	4,9
Jun	12.069,4	283,3	114,3	10.002,0	229,8	87,7	11.096,4	252,9	95,0	5,2	67,9	4,8
Jul	12.095,6	206,5	24,7	10.033,9	176,6	29,9	11.135,6	194,8	35,6	5,4	60,5	5,7
Ago	12.185,2	158,0	87,5	10.112,4	132,0	76,6	11.235,3	147,7	78,4	6,1	134,3	7,7
Sep	12.175,0	183,0	-9,4	10.091,7	145,3	-20,0	11.220,0	158,5	-30,2	5,7	-16,2	7,1
Oct	.	.	.	10.125,0	179,9	34,2	11.310,0	193,6	29,9	5,3	22,0	6,3
Nov	.	.	.	10.295,9	248,9	170,1	11.462,0	257,6	161,8	6,2	141,9	7,6

CI6 Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro

(mm de euros)



Fuentes: BCE y BPI (en el caso de emisiones realizadas por no residentes en la zona del euro).

1) Emisión total de valores distintos de acciones denominados en euros realizadas por residentes y no residentes en la zona del euro.

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

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

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2006	11.102	4.571	1.191	617	4.411	313	948	699	42	87	110	8
2007	12.064	5.053	1.502	662	4.520	327	1.137	841	59	109	116	12
2007 IV	12.064	5.053	1.502	662	4.520	327	1.171	888	81	94	92	16
2008 I	12.207	5.095	1.517	667	4.612	317	1.085	786	38	92	150	19
II	12.520	5.235	1.622	681	4.662	320	1.118	786	69	102	140	20
III	12.687	5.273	1.691	689	4.711	324	1.015	690	54	97	147	27
2008 Ago	12.727	5.318	1.690	687	4.707	325	888	586	81	87	113	20
Sep	12.687	5.273	1.691	689	4.711	324	1.001	673	37	101	164	26
Oct	12.883	5.312	1.729	695	4.817	330	1.493	1.020	94	111	242	25
Nov	13.073	5.332	1.798	698	4.913	332	1.432	966	121	97	223	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	1.467	824	61	112	457	13	848	614	25	92	94	24
2008 Ago	1.492	859	63	116	442	11	740	521	31	84	88	18
Sep	1.467	824	61	112	457	13	842	602	21	95	101	23
Oct	1.573	826	63	114	553	17	1.299	933	54	105	189	18
Nov	1.611	841	61	117	574	18	1.175	884	35	89	146	20
Total a largo plazo ²⁾												
2006	10.089	3.998	1.162	539	4.089	301	181	84	31	8	54	5
2007	10.778	4.267	1.466	561	4.174	309	191	86	41	8	52	3
2007 IV	10.778	4.267	1.466	561	4.174	309	187	79	59	9	37	4
2008 I	10.813	4.278	1.469	555	4.205	306	179	86	17	4	67	5
II	11.096	4.403	1.571	566	4.247	309	245	120	48	10	64	3
III	11.220	4.448	1.630	577	4.254	311	167	76	29	5	53	3
2008 Ago	11.235	4.459	1.627	571	4.265	313	148	66	51	3	26	2
Sep	11.220	4.448	1.630	577	4.254	311	159	71	16	5	63	3
Oct	11.310	4.487	1.666	581	4.264	313	194	87	40	7	53	7
Nov	11.462	4.491	1.737	581	4.339	314	258	82	86	8	77	5
Del cual: a tipo fijo												
2006	7.059	2.135	544	413	3.731	237	108	40	12	5	48	3
2007	7.324	2.272	588	426	3.788	250	107	44	10	5	45	3
2007 IV	7.324	2.272	588	426	3.788	250	93	43	8	6	33	3
2008 I	7.303	2.269	582	418	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	7.528	2.381	613	437	3.849	248	101	42	7	3	47	2
2008 Ago	7.518	2.386	605	432	3.843	251	66	32	9	2	21	1
Sep	7.528	2.381	613	437	3.849	248	111	41	10	4	55	2
Oct	7.563	2.404	616	441	3.853	249	96	38	1	6	47	4
Nov	7.632	2.394	625	443	3.923	248	131	33	17	8	72	1
Del cual: a tipo variable												
2006	2.609	1.513	608	112	312	64	60	34	19	3	4	1
2007	2.998	1.617	860	125	338	58	69	31	30	3	4	0
2007 IV	2.998	1.617	860	125	338	58	81	25	50	2	3	1
2008 I	3.038	1.629	866	126	357	60	53	32	12	1	7	2
II	3.169	1.676	947	126	360	60	88	46	36	1	4	1
III	3.220	1.692	990	131	345	61	52	24	21	2	4	1
2008 Ago	3.249	1.696	996	129	366	62	73	27	41	1	3	1
Sep	3.220	1.692	990	131	345	61	32	20	6	2	4	1
Oct	3.275	1.711	1.022	131	349	63	86	42	37	1	3	3
Nov	3.352	1.722	1.084	129	352	64	112	37	68	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

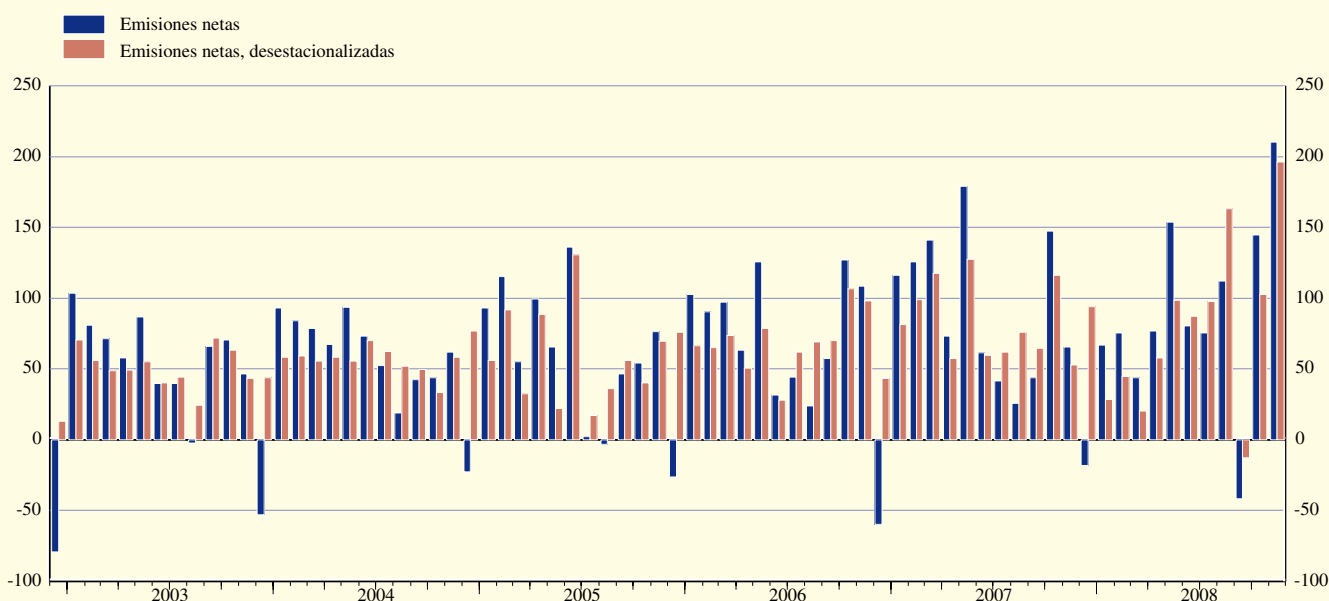
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	67,6	35,2	20,9	2,2	7,0	2,3	67,6	35,5	20,5	2,2	7,1	2,3
2007	83,4	40,5	27,7	4,2	9,7	1,2	84,0	41,1	27,2	4,4	10,1	1,2
2007 IV	64,8	32,0	48,6	3,6	-22,9	3,5	87,7	42,5	32,1	5,2	4,9	2,9
2008 I	62,0	23,3	7,1	2,6	32,1	-3,1	31,0	4,1	16,8	2,1	11,5	-3,4
II	103,7	46,1	35,0	4,8	16,8	0,9	81,2	48,0	30,9	0,6	1,1	0,6
III	48,6	11,8	20,2	1,6	13,9	1,2	82,7	19,6	33,4	4,9	22,2	2,4
2008 Ago	112,3	26,0	47,9	0,9	35,4	2,1	163,4	40,1	66,5	5,9	47,2	3,8
Sep	-41,8	-39,4	-3,0	0,7	1,2	-1,3	-13,0	-28,2	16,6	5,9	-7,2	0,0
Oct	144,4	15,0	26,4	0,1	97,4	5,6	102,4	-21,6	11,4	-5,3	113,4	4,5
Nov	210,1	36,2	70,8	4,8	96,5	1,9	196,2	42,6	61,2	5,4	88,0	-1,1
A largo plazo												
2006	63,4	29,0	20,1	2,2	10,1	1,9	63,2	29,1	19,7	2,2	10,2	1,9
2007	61,6	23,8	27,1	2,4	7,7	0,7	61,3	23,9	26,7	2,4	7,7	0,7
2007 IV	55,2	9,5	45,2	2,5	-3,7	1,6	60,4	17,6	29,2	2,0	10,7	0,8
2008 I	24,2	11,5	3,0	-1,0	11,4	-0,7	18,5	2,4	12,5	1,5	2,9	-0,8
II	95,3	42,4	34,1	4,0	14,0	0,9	67,0	36,0	30,1	0,4	-0,3	0,7
III	27,9	7,9	16,7	2,3	0,6	0,5	59,5	15,7	29,3	3,9	9,0	1,6
2008 Ago	78,4	9,3	42,1	1,9	23,1	2,0	134,3	27,2	62,0	4,7	36,9	3,5
Sep	-30,2	-17,7	-0,8	4,4	-13,2	-3,0	-16,2	-12,7	16,0	6,5	-23,6	-2,4
Oct	29,9	3,7	24,4	-1,8	1,9	1,8	22,0	-3,8	7,0	-3,6	21,6	0,8
Nov	161,8	10,4	72,6	2,2	75,4	1,3	141,9	14,8	64,2	1,3	63,4	-1,7

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

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



Fuente: BCE.

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

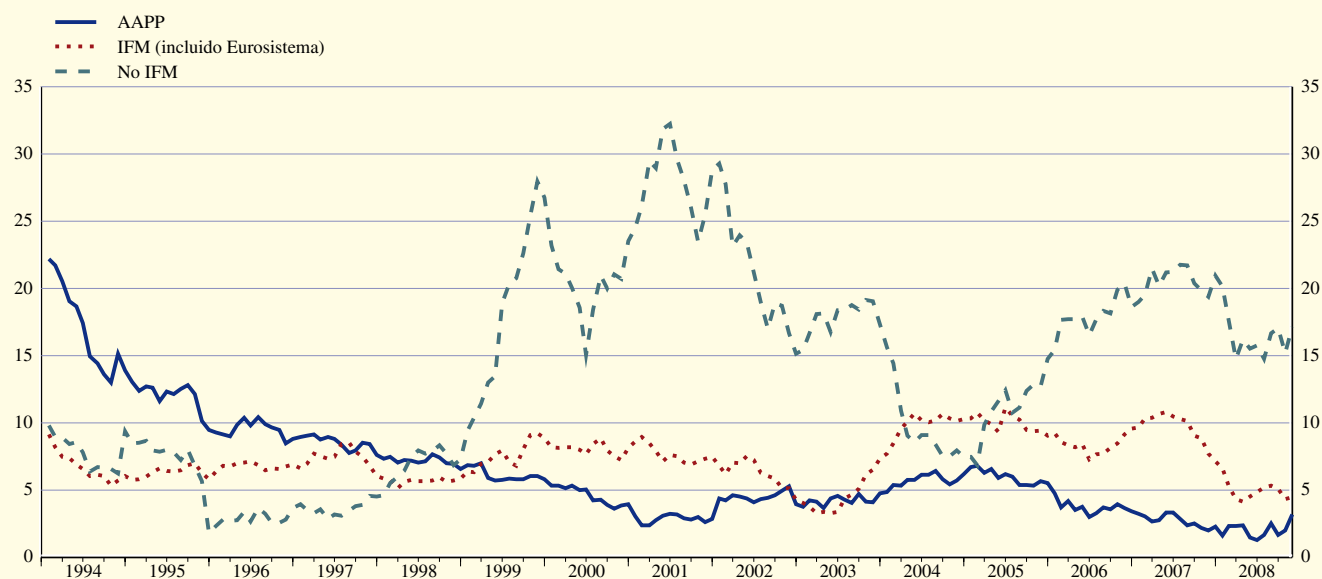
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2007 Nov	8,6	10,5	25,7	8,0	2,6	4,7	7,5	9,3	22,5	7,8	1,7	4,7
Dic	9,0	10,6	28,1	8,2	2,6	4,6	8,1	10,5	26,1	4,1	1,2	9,9
2008 Ene	8,5	10,0	26,9	9,3	2,2	3,0	7,5	9,9	23,8	4,4	1,0	4,3
Feb	8,0	8,7	23,9	9,1	3,0	2,1	6,9	7,6	21,8	7,4	2,2	0,4
Mar	7,0	7,7	20,3	7,3	2,8	1,1	6,1	5,7	22,4	6,8	2,2	-1,0
Abr	7,0	7,3	22,3	6,1	3,0	0,3	5,0	4,1	19,0	4,4	2,5	-3,3
May	6,7	7,9	21,2	6,1	1,7	1,9	5,8	6,3	19,8	4,3	1,7	-0,9
Jun	6,8	8,2	23,1	3,3	1,4	2,1	5,6	6,3	20,4	2,4	1,7	-5,2
Jul	7,1	8,5	22,0	2,7	2,1	3,3	6,8	7,3	20,4	0,9	3,1	2,2
Ago	7,8	8,3	24,6	4,9	3,0	3,4	8,8	9,2	27,3	2,5	3,7	6,6
Sep	7,1	6,9	24,5	5,8	2,6	2,3	8,2	8,1	27,0	5,0	3,1	5,8
Oct	7,0	5,3	21,7	4,0	4,9	2,8	8,9	6,5	24,6	3,5	7,3	9,5
Nov	8,1	5,7	24,4	3,9	6,7	2,8	10,5	5,0	29,2	3,5	11,9	6,8
A largo plazo												
2007 Nov	7,1	7,7	25,6	6,2	1,9	3,1	5,3	4,6	21,4	5,6	1,4	3,2
Dic	7,3	7,1	28,2	5,3	2,2	2,7	5,7	4,2	24,9	2,0	2,0	4,1
2008 Ene	6,7	6,6	26,6	6,1	1,6	2,2	5,1	4,1	22,7	3,9	1,0	3,1
Feb	6,1	5,3	22,7	6,0	2,3	1,9	4,7	2,9	18,9	4,5	2,3	0,9
Mar	5,3	4,3	19,1	4,6	2,4	0,9	4,5	2,9	19,3	3,8	2,0	0,0
Abr	5,5	4,2	21,2	4,5	2,5	0,4	4,4	2,7	17,8	4,1	2,3	-1,9
May	5,1	4,5	20,0	4,9	1,4	1,8	4,9	4,5	18,4	4,2	1,4	0,5
Jun	5,2	4,9	21,6	2,1	1,2	1,9	4,8	5,5	18,6	2,0	0,4	-0,1
Jul	5,4	5,2	20,1	2,0	1,5	3,1	5,7	6,2	17,6	0,2	2,1	3,0
Ago	6,1	5,3	22,4	2,9	2,4	3,5	7,7	7,7	26,1	1,3	2,5	6,2
Sep	5,7	5,1	22,3	4,2	1,6	2,2	7,1	7,4	25,7	4,6	1,2	4,6
Oct	5,3	4,3	20,0	3,3	2,0	1,4	6,3	6,0	22,2	2,4	1,8	5,0
Nov	6,2	4,5	22,9	2,7	3,3	1,3	7,6	4,5	27,6	1,2	5,2	2,1

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

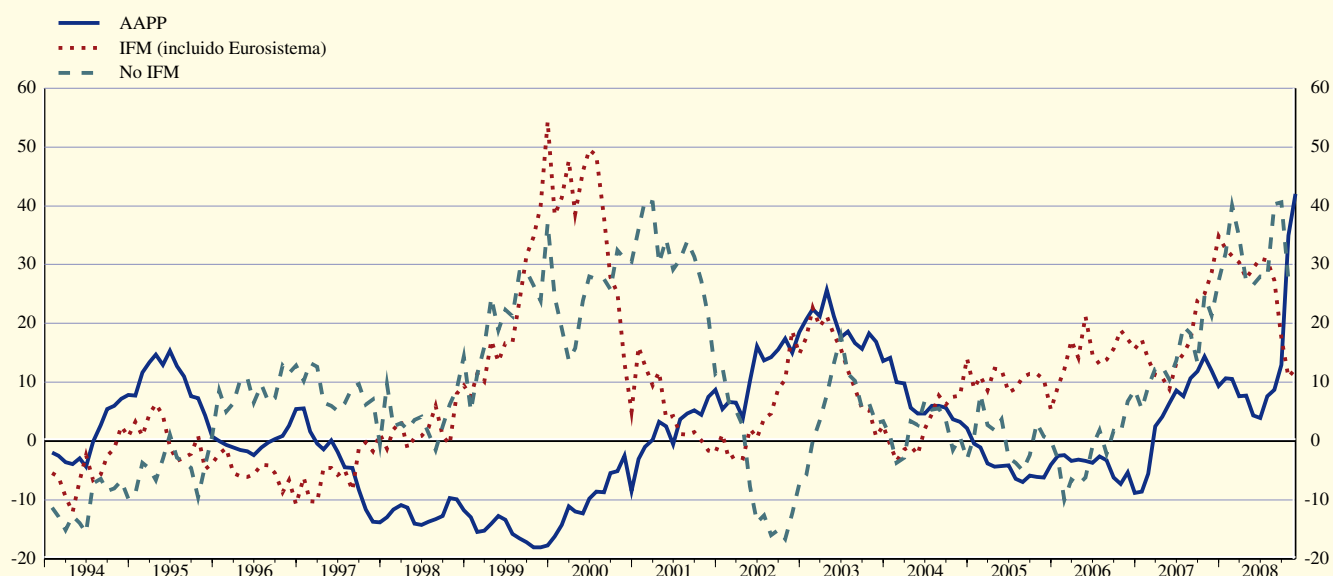
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
En todas las monedas												
2006	4,5	4,7	14,1	0,3	3,2	13,5	16,2	11,9	40,4	24,9	5,0	4,3
2007	5,1	7,1	17,4	3,7	2,4	6,6	15,8	11,1	37,8	18,1	3,8	-1,8
2007 IV	4,5	6,7	13,1	4,7	1,8	6,3	15,0	9,1	38,5	14,3	4,8	-6,5
2008 I	3,3	5,3	8,4	4,5	1,3	3,3	14,1	6,0	37,3	12,8	11,4	-3,2
II	2,6	4,3	5,2	3,8	1,3	1,4	12,0	5,0	32,2	8,6	7,6	0,4
III	3,1	5,6	5,1	3,2	1,4	2,0	12,5	5,2	33,4	3,3	6,3	6,0
2008 Jun	2,8	5,3	6,2	2,4	0,9	1,9	11,8	4,9	32,8	2,8	5,4	1,6
Jul	3,0	5,7	4,8	2,6	1,2	2,1	11,7	5,1	30,9	2,5	5,7	6,6
Ago	3,3	5,6	4,4	3,4	1,9	2,4	13,7	5,6	35,6	3,7	9,3	7,0
Sep	3,1	5,5	5,8	4,8	1,1	0,8	12,4	5,1	34,5	4,6	2,6	7,4
Oct	2,7	4,5	3,7	3,4	1,7	-0,7	11,8	5,3	31,3	5,1	1,6	9,2
Nov	3,3	4,1	5,2	2,8	3,0	-1,7	13,6	6,0	35,1	4,7	2,3	12,1
En euros												
2006	3,8	3,1	11,5	-0,4	3,2	13,7	15,0	10,2	36,9	27,1	5,2	3,5
2007	4,5	6,4	14,1	2,0	2,7	6,7	15,1	10,3	35,4	17,8	3,9	-2,4
2007 IV	4,0	6,2	10,9	3,1	2,1	6,6	14,8	8,7	36,9	13,0	4,9	-7,1
2008 I	2,9	4,9	7,1	3,0	1,5	3,5	14,7	5,9	37,6	11,9	11,7	-4,0
II	2,4	3,9	4,6	1,7	1,5	1,4	13,2	5,6	33,5	8,3	8,0	-1,2
III	3,0	5,4	6,1	0,8	1,6	1,8	14,3	6,7	35,3	3,9	6,7	4,6
2008 Jun	2,5	5,0	6,6	-0,1	1,1	2,0	13,4	6,3	33,9	3,2	5,8	0,1
Jul	2,8	5,5	5,3	0,3	1,5	2,0	13,4	6,5	32,8	3,1	6,1	5,2
Ago	3,3	5,4	6,1	0,9	2,2	2,1	15,7	7,0	37,8	4,5	9,8	5,6
Sep	3,0	5,6	7,6	2,8	1,4	0,4	14,5	6,8	36,8	5,4	2,9	6,3
Oct	2,8	4,7	5,8	1,3	1,9	-1,2	13,9	7,0	33,8	6,0	1,8	8,2
Nov	3,5	4,3	7,9	0,5	3,2	-2,3	15,9	8,0	38,0	5,4	2,5	11,3

C19 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

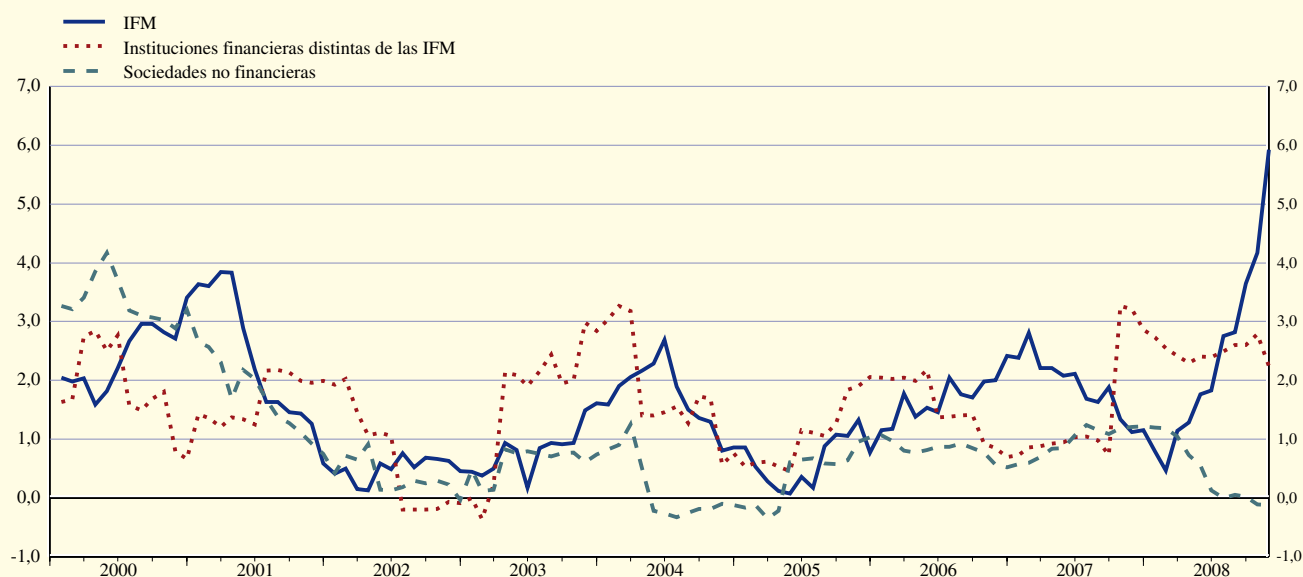
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento 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 Nov	5.972,3	103,1	0,8	1.031,9	2,0	613,7	0,8	4.326,8	0,6
Dic	6.191,0	103,2	0,9	1.064,0	2,4	633,3	0,7	4.493,7	0,5
2007 Ene	6.370,0	103,3	0,9	1.123,6	2,4	646,3	0,7	4.600,2	0,6
Feb	6.284,1	103,4	1,0	1.093,0	2,8	637,9	0,9	4.553,2	0,6
Mar	6.510,2	103,5	1,0	1.111,5	2,2	649,3	0,9	4.749,4	0,7
Abr	6.760,6	103,7	1,1	1.168,8	2,2	675,6	0,9	4.916,3	0,8
May	7.040,5	103,7	1,1	1.174,7	2,1	688,9	0,9	5.177,0	0,8
Jun	6.962,0	104,0	1,3	1.128,8	2,1	677,2	1,0	5.156,0	1,1
Jul	6.731,5	104,2	1,3	1.100,0	1,7	608,9	1,0	5.022,6	1,2
Ago	6.618,2	104,1	1,2	1.060,3	1,6	583,8	1,0	4.974,0	1,2
Sep	6.682,2	104,2	1,2	1.048,9	1,9	597,3	0,7	5.036,0	1,1
Oct	6.936,9	104,5	1,4	1.072,9	1,3	629,3	3,3	5.234,7	1,2
Nov	6.622,5	104,5	1,4	1.032,8	1,1	579,2	3,2	5.010,5	1,2
Dic	6.579,4	104,6	1,4	1.017,3	1,1	579,0	2,9	4.983,1	1,2
2008 Ene	5.757,0	104,6	1,3	888,1	0,8	497,4	2,7	4.371,5	1,2
Feb	5.811,2	104,7	1,2	858,3	0,5	492,4	2,6	4.460,5	1,2
Mar	5.557,6	104,7	1,2	858,7	1,1	501,3	2,4	4.197,6	1,0
Abr	5.738,5	104,6	0,9	835,4	1,3	519,4	2,3	4.383,7	0,7
May	5.719,3	104,7	0,9	769,1	1,8	497,1	2,4	4.453,1	0,6
Jun	5.070,8	104,7	0,6	663,3	1,8	435,8	2,4	3.971,6	0,1
Jul	4.962,4	104,8	0,6	689,6	2,8	428,2	2,5	3.844,5	0,0
Ago	4.989,1	104,8	0,7	663,7	2,8	438,4	2,6	3.887,0	0,1
Sep	4.420,0	104,9	0,7	610,3	3,6	382,2	2,6	3.427,5	0,0
Oct	3.734,5	105,2	0,7	450,2	4,2	280,3	2,8	3.004,0	-0,1
Nov	3.474,1	105,5	0,9	392,8	5,9	265,3	2,2	2.816,0	-0,1

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

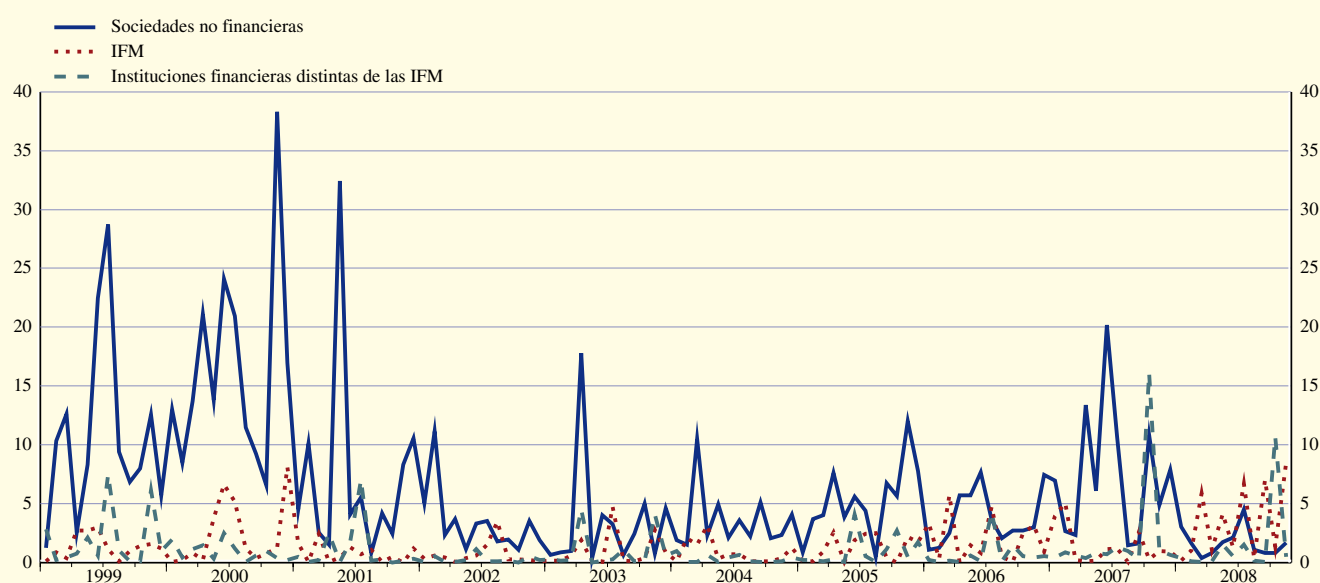
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2006 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	-0,5
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	1,3	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
Nov	10,6	2,9	7,7	8,4	0,5	8,0	0,5	2,1	-1,6	1,7	0,3	1,3

C21 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2), 3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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
Sép	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				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 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.

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

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

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

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

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

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 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

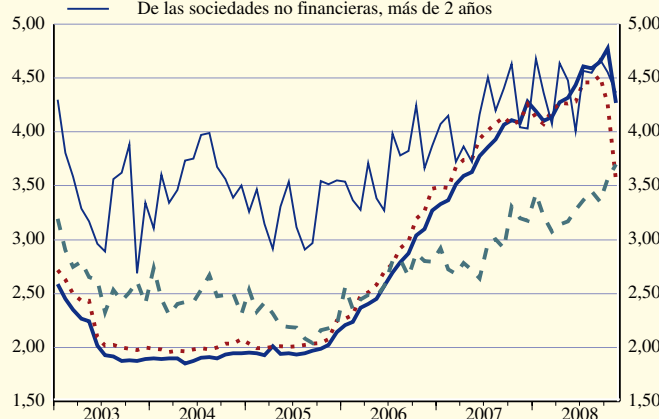
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	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

C22 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

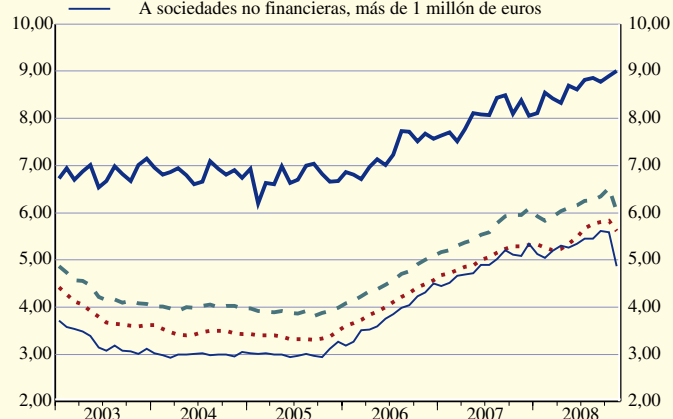
- De los hogares, hasta 1 año
- De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- De los hogares, más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



C23 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

- A hogares para consumo
- A hogares para adquisición de vivienda
- A sociedades no financieras, hasta 1 millón de euros
- A sociedades no financieras, más de 1 millón de euros



Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

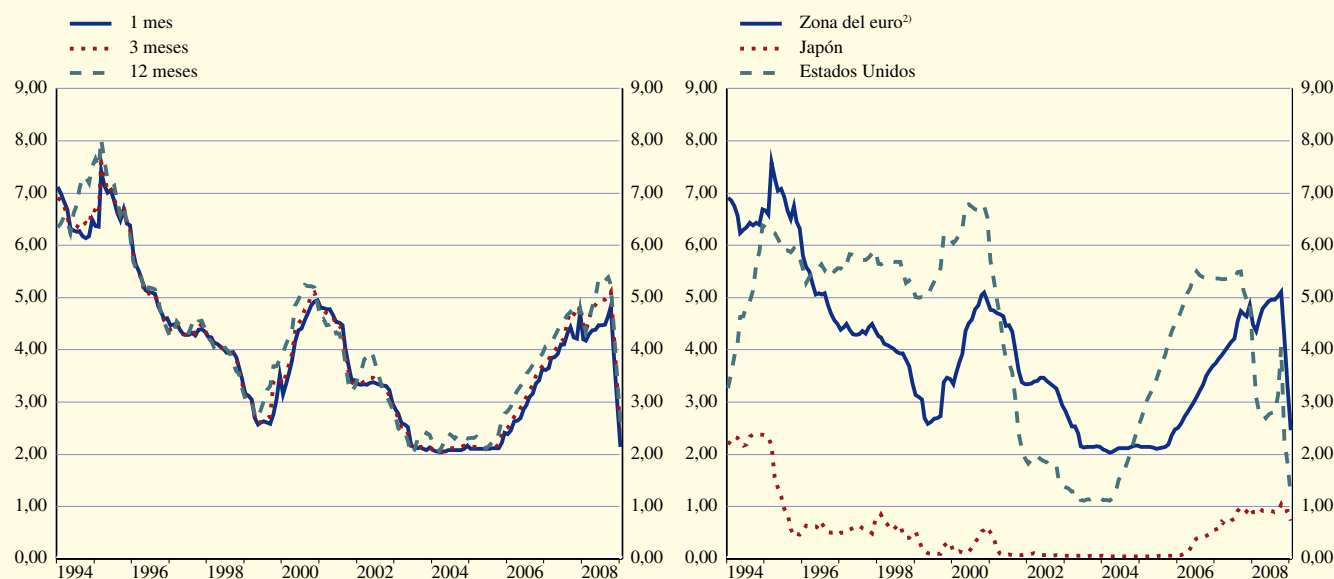
	Zona del euro ^{1,2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,20	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
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
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
2009 Ene	1,81	2,14	2,46	2,54	2,62	1,21	0,73

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

(mensuales; en porcentaje)

C25 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

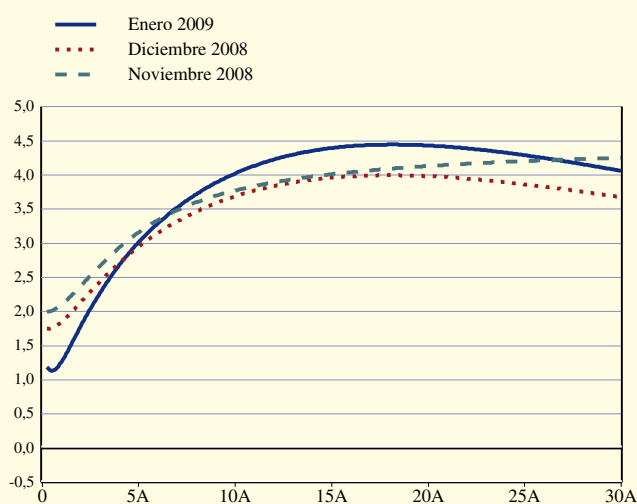
2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro¹⁾

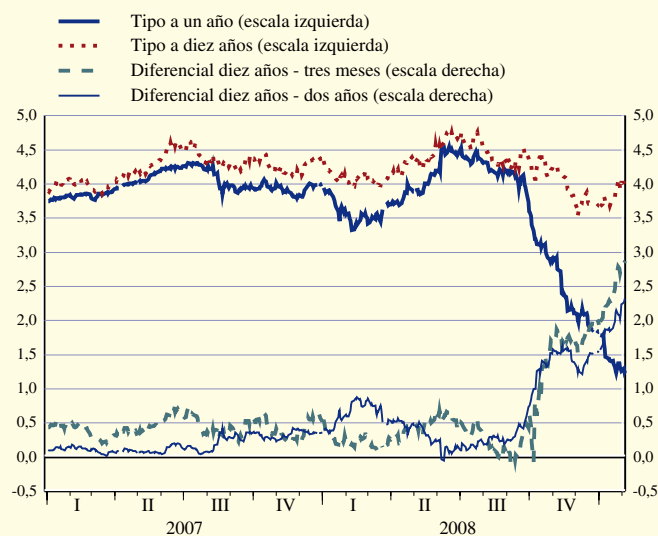
(deuda de las administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años - tres meses (diferencial)	Diez años - dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 Dic	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007 Ene	3,54	3,84	3,92	3,96	4,00	4,06	0,53	0,15	4,01	3,97	4,05	4,25
Feb	3,63	3,79	3,80	3,81	3,85	3,92	0,29	0,12	3,85	3,77	3,90	4,13
Mar	3,70	3,92	3,95	3,93	3,96	4,02	0,33	0,08	4,03	3,93	3,97	4,25
Abr	3,81	4,01	4,06	4,06	4,08	4,13	0,32	0,07	4,14	4,08	4,08	4,33
May	3,86	4,21	4,31	4,32	4,33	4,37	0,51	0,06	4,44	4,37	4,33	4,51
Jun	3,90	4,26	4,38	4,43	4,46	4,51	0,61	0,13	4,51	4,48	4,49	4,68
Jul	3,98	4,23	4,28	4,28	4,30	4,36	0,38	0,08	4,36	4,28	4,32	4,53
Ago	3,86	3,98	4,03	4,12	4,20	4,32	0,47	0,29	4,07	4,09	4,32	4,67
Sep	3,80	3,96	4,03	4,15	4,25	4,38	0,57	0,35	4,08	4,13	4,39	4,75
Oct	3,87	4,01	4,06	4,10	4,17	4,29	0,42	0,23	4,11	4,08	4,25	4,63
Nov	3,86	3,84	3,82	3,91	4,03	4,21	0,35	0,39	3,81	3,80	4,19	4,76
Dic	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008 Ene	3,81	3,55	3,42	3,59	3,79	4,05	0,24	0,62	3,32	3,34	4,08	4,80
Feb	3,83	3,42	3,20	3,43	3,72	4,06	0,23	0,86	3,04	3,03	4,16	4,99
Mar	3,87	3,70	3,60	3,70	3,87	4,13	0,26	0,54	3,53	3,49	4,10	4,91
Abr	3,90	3,89	3,86	3,95	4,10	4,32	0,42	0,46	3,86	3,81	4,29	4,95
May	3,88	4,20	4,28	4,27	4,35	4,52	0,64	0,24	4,41	4,29	4,40	5,03
Jun	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
Jul	4,20	4,31	4,31	4,31	4,39	4,53	0,33	0,21	4,36	4,27	4,46	4,93
Ago	4,24	4,20	4,13	4,11	4,19	4,34	0,10	0,21	4,13	4,02	4,26	4,82
Sep	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
Oct	2,52	2,86	2,68	3,58	3,95	4,25	1,74	1,58	2,27	2,99	4,80	4,97
Nov	2,00	2,10	2,38	3,16	3,49	3,77	1,78	1,40	2,33	2,97	4,16	4,48
Dic	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 Ene	1,19	1,27	1,79	3,02	3,53	4,02	2,83	2,24	1,70	2,85	4,53	5,26

C26 Curvas de tipos al contado de la zona del euro (en porcentaje; fin de período)



C27 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro (datos diarios; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)



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

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

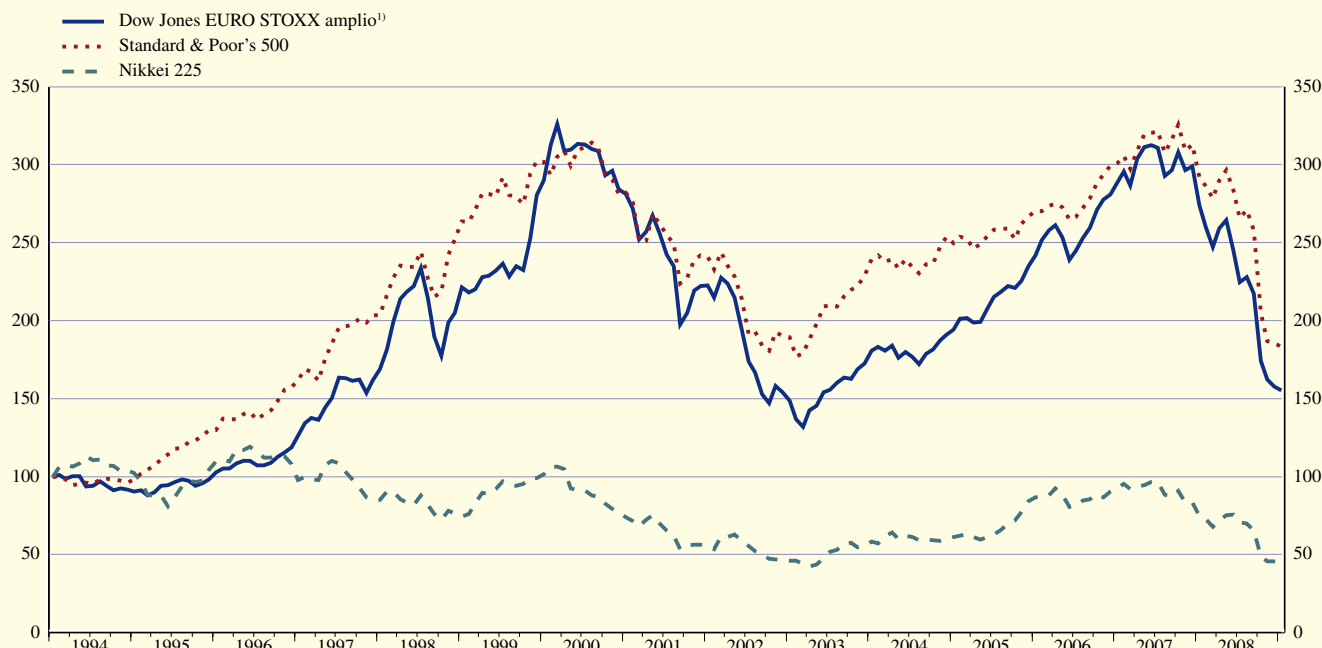
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										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
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
2009 Ene	215,5	2.344,9	309,7	136,8	220,8	280,5	143,4	236,4	188,1	376,5	384,1	364,8	866,6	8.402,5

C28 Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo¹⁾

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total	Total, excl. alimentos no elaborados y energía										
% del total ³⁾	100,0	100,0	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 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
2009 Ene ⁴⁾		1,1											

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total ³⁾	19,5	11,9	7,6	39,6	29,8	9,8	10,1	6,0	6,1	3,3	14,7	6,8
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales que abarcan normalmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre el precio de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles residenciales¹⁾

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ²⁾	Precios de los inmuebles residenciales ³⁾
	Total (índice 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 ⁴⁾	100,0	100,0	89,4	82,4	31,6	21,1	29,6	4,0	25,6	17,6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	110,2	4,1	3,2	1,8	2,9	1,4	1,1	1,3	1,1	13,6	2,8	7,6
2006	115,9	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,6	1,6	1,7	13,4	4,1	6,5
2007	119,2	2,8	3,1	3,2	4,8	1,8	2,3	1,9	2,4	1,8	4,0	4,3
2008	126,5	6,2	4,7	3,5	4,3	1,9	3,7	2,4	3,9	15,0	.	.
2007 IV	121,3	4,0	4,5	3,2	3,7	1,5	3,7	1,9	3,9	7,0	3,3	3,9 ⁵⁾
2008 I	123,7	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	2,7 ⁵⁾
III	129,6	8,5	6,5	4,2	5,9	2,2	3,8	2,5	4,0	22,6	5,5	-
IV	125,8	3,7	0,8	2,3	2,6	2,2	2,0	2,6	2,0	7,8	.	.
2008 Jul	130,1	9,2	7,3	4,4	5,8	2,1	4,3	2,5	4,6	24,9	-	-
Ago	129,5	8,5	6,6	4,3	6,0	2,2	3,9	2,4	4,1	22,7	-	-
Sep	129,2	7,9	5,5	4,1	5,8	2,2	3,3	2,5	3,4	20,3	-	-
Oct	128,1	6,3	3,4	3,2	4,3	2,2	2,6	2,7	2,7	15,9	-	-
Nov	125,6	3,3	0,5	2,2	2,4	2,2	2,0	2,6	1,9	6,3	-	-
Dic	123,8	1,7	-1,4	1,5	1,2	2,2	1,4	2,5	1,3	1,7	-	-

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

	Precios del petróleo ⁶⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Deflatores del PIB								
		Ponderados ⁷⁾ por las importaciones			Ponderados ⁸⁾ por el destino			Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna				Expor- taciones ⁹⁾	Impor- taciones ⁹⁾	
		Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios	Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
% del total ⁴⁾		100,0	35,0	65,0	100,0	44,3	55,7									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2005	44,6	11,9	0,9	17,9	9,3	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	37,6	24,6	5,9	38,0	113,8	1,9	2,4	2,2	2,1	2,9	2,7	3,9	
2007	52,8	7,5	14,3	5,0	5,1	9,4	2,7	116,4	2,3	2,2	2,2	1,6	2,7	1,5	1,3	
2008	65,9	2,0	18,1	-4,3	-1,5	9,6	-8,1	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 IV	61,0	-2,2	22,8	-10,8	-2,9	17,8	-13,6	117,2	2,3	2,9	2,8	2,3	2,5	1,5	2,8	
2008 I	64,2	8,4	36,4	-1,3	7,2	31,6	-5,3	117,9	2,1	2,9	3,1	2,1	2,3	2,3	4,3	
II	78,5	2,5	32,4	-7,5	-0,3	20,3	-10,7	118,8	2,2	3,2	3,4	3,2	2,4	2,5	4,9	
III	77,6	6,7	16,2	2,8	0,8	4,3	-1,4	119,4	2,3	3,3	3,5	2,4	2,8	3,1	5,5	
IV	43,5	-10,2	-8,0	-11,2	-14,3	-13,0	-15,3	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 Ago	77,0	7,9	17,4	3,9	2,4	7,1	-0,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
Sep	70,0	5,2	6,4	4,6	-1,8	-5,5	0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	
Oct	55,2	-6,3	-5,0	-7,0	-11,4	-12,6	-10,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
Nov	43,1	-7,0	-4,4	-8,3	-10,4	-7,4	-12,5	-	-	-	-	-	-	-	-	
Dic	32,1	-17,3	-14,4	-18,7	-21,2	-18,7	-23,1	-	-	-	-	-	-	-	-	
2009 Ene	34,3	-20,4	-11,0	-24,8	-21,5	-13,7	-26,9	-	-	-	-	-	-	-	-	

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

1) Los datos se refieren al Euro-16, a excepción de los datos de las columnas 5, 6 y 7 del cuadro 3, que se refieren al Euro-15.

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

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

4) En el año 2000.

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

6) Brent (para entrega en un mes).

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

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

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios ²⁾								
2004	107,7	0,8	-10,8	-1,2	3,2	-0,1	2,5	2,1
2005	109,0	1,2	8,7	-1,1	2,9	1,4	2,0	2,0
2006	110,0	1,0	3,3	-0,4	3,3	0,0	2,5	2,0
2007	111,9	1,7	0,6	-0,4	3,7	1,4	2,6	2,1
2007 III	111,9	1,6	0,6	-1,1	4,6	2,0	2,3	2,0
IV	113,0	2,5	0,7	0,2	4,0	2,8	3,1	2,9
2008 I	113,7	2,6	0,7	1,3	2,0	2,4	3,8	2,9
II	115,3	3,2	-0,7	2,0	2,2	3,6	2,9	4,7
III	115,9	3,6	-0,8	4,8	1,9	5,1	3,0	2,9
Remuneración por asalariado								
2004	110,2	2,2	1,8	3,0	3,0	1,5	1,7	2,4
2005	112,3	2,0	2,4	1,8	2,0	2,1	2,4	1,9
2006	114,8	2,2	3,4	3,5	3,4	1,5	2,4	1,5
2007	117,7	2,5	2,5	2,8	3,0	2,3	2,2	2,5
2007 III	117,8	2,3	2,2	2,4	2,9	2,4	1,9	2,3
IV	119,0	2,9	2,7	3,2	3,3	2,2	2,5	3,2
2008 I	120,1	3,1	3,6	3,5	4,3	2,4	2,9	2,9
II	121,4	3,4	3,8	2,8	5,1	2,7	2,6	4,4
III	121,9	3,5	3,8	3,5	5,0	4,2	3,1	2,9
Productividad del trabajo ³⁾								
2004	102,3	1,4	14,1	4,3	-0,2	1,6	-0,8	0,3
2005	103,1	0,7	-5,7	2,9	-0,8	0,7	0,3	-0,1
2006	104,3	1,2	0,1	3,9	0,1	1,4	-0,2	-0,6
2007	105,2	0,8	1,8	3,2	-0,6	0,8	-0,4	0,3
2007 III	105,3	0,7	1,6	3,5	-1,6	0,4	-0,5	0,2
IV	105,3	0,4	2,0	3,0	-0,6	-0,5	-0,5	0,3
2008 I	105,7	0,5	2,9	2,2	2,2	0,0	-0,9	0,0
II	105,3	0,2	4,6	0,8	2,7	-0,9	-0,2	-0,3
III	105,2	-0,1	4,6	-1,3	3,0	-0,9	0,1	0,0

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

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁵⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
% del total ⁶⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
2004	113,6	2,6	2,6	3,2	2,9	2,7	2,3	2,1
2005	116,5	2,4	2,6	2,2	2,4	2,0	2,5	2,1
2006	119,4	2,5	2,7	2,1	3,4	1,6	2,1	2,3
2007	122,4	2,6	2,8	2,3	2,6	3,1	2,6	2,2
2007 III	122,7	2,5	2,6	2,2	2,1	3,5	2,6	2,1
IV	123,8	2,9	3,1	2,3	3,0	4,0	2,8	2,1
2008 I	124,8	3,5	3,7	2,9	4,2	4,1	3,0	2,8
II	125,9	2,8	2,8	2,8	3,0	3,9	2,5	2,9
III	127,1	4,0	3,9	4,2	3,9	4,7	4,0	3,4

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-16.

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

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

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

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

6) En el año 2000.

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto¹⁾

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ²⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ³⁾	Total	Exportaciones ²⁾	Importaciones ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)									
2004	7.841,8	7.685,9	4.489,8	1.601,0	1.586,5	8,6	155,9	2.888,9	2.732,9
2005	8.143,0	8.022,1	4.666,5	1.664,7	1.683,8	7,1	120,9	3.113,1	2.992,1
2006	8.553,0	8.450,3	4.868,8	1.732,2	1.834,9	14,4	102,7	3.472,8	3.370,0
2007	8.986,2	8.848,6	5.061,0	1.799,8	1.965,4	22,4	137,6	3.740,4	3.602,8
2007 III	2.260,8	2.227,7	1.272,8	451,4	493,5	10,0	33,1	947,4	914,3
IV	2.277,2	2.246,5	1.287,1	456,4	501,7	1,3	30,7	955,0	924,2
2008 I	2.306,8	2.278,4	1.297,4	460,2	512,4	8,4	28,5	981,6	953,1
II	2.321,2	2.295,3	1.307,6	471,1	512,5	4,0	26,0	988,8	962,8
III	2.329,1	2.319,4	1.319,2	472,9	512,5	14,8	9,7	997,4	987,7
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2007	100,0	98,5	56,3	20,0	21,9	0,2	1,5	-	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ⁴⁾									
<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	0,1	0,2	0,3	1,0	-	-	0,5	-0,2
2008 I	0,7	0,6	0,0	0,3	1,4	-	-	1,7	1,6
II	-0,2	-0,3	-0,2	0,8	-0,9	-	-	-0,1	-0,5
III	-0,2	0,4	0,1	0,7	-0,6	-	-	0,0	1,4
<i>tasas de variación interanual</i>									
2004	2,2	1,9	1,6	1,6	2,3	-	-	7,4	7,0
2005	1,7	1,9	1,8	1,5	3,3	-	-	5,0	5,7
2006	2,9	2,8	2,0	1,9	5,5	-	-	8,4	8,3
2007	2,7	2,4	1,6	2,3	4,3	-	-	6,0	5,4
2007 III	2,7	2,2	1,8	2,4	3,7	-	-	7,2	6,2
IV	2,2	2,1	1,3	2,0	3,2	-	-	4,0	3,9
2008 I	2,1	1,7	1,3	1,4	3,7	-	-	5,3	4,4
II	1,5	1,1	0,4	2,0	2,6	-	-	3,9	3,1
III	0,7	0,8	0,1	2,2	0,9	-	-	2,0	2,2
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2007 III	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,1	-	-
IV	0,3	0,1	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	2,2	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,3	-	-
2005	1,7	1,9	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	2,7	2,4	0,9	0,5	0,9	0,1	0,3	-	-
2007 III	2,7	2,2	1,1	0,5	0,8	-0,1	0,5	-	-
IV	2,2	2,1	0,7	0,4	0,7	0,2	0,1	-	-
2008 I	2,1	1,7	0,7	0,3	0,8	-0,1	0,4	-	-
II	1,5	1,1	0,3	0,4	0,6	-0,2	0,4	-	-
III	0,7	0,7	0,0	0,4	0,2	0,1	-0,1	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-16.

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

3) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

4) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad¹⁾

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2004	7.041,3	155,7	1.443,7	414,3	1.499,7	1.922,1	1.605,7	800,6
2005	7.298,0	144,1	1.481,9	441,9	1.539,5	2.021,7	1.668,8	845,0
2006	7.638,5	141,2	1.551,5	479,0	1.603,8	2.138,4	1.724,6	914,5
2007	8.027,7	151,0	1.631,4	519,3	1.668,7	2.261,0	1.796,2	958,5
2007 III	2.020,8	38,5	411,4	130,3	420,3	569,5	450,8	240,0
IV	2.039,2	39,0	413,5	133,1	422,1	575,4	456,0	238,1
2008 I	2.065,1	40,2	419,9	137,2	427,5	581,9	458,4	241,7
II	2.083,2	40,0	420,9	137,4	428,2	589,6	467,0	238,1
III	2.090,6	39,5	415,7	137,9	432,2	596,9	468,4	238,5
en porcentaje del valor añadido								
2007	100,0	1,9	20,3	6,5	20,8	28,2	22,4	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ²⁾								
tasas de variación intertrimestral								
2007 III	0,6	-0,8	1,1	-0,1	0,5	0,7	0,4	0,8
IV	0,5	1,3	0,5	0,9	0,2	0,6	0,3	-0,6
2008 I	0,6	1,7	0,2	2,6	0,7	0,6	0,1	1,5
II	0,0	0,2	-0,6	-1,8	-0,4	0,6	0,5	-1,2
III	-0,2	-0,5	-1,3	-1,2	-0,2	0,2	0,6	0,1
tasas de variación interanual								
2004	2,3	11,9	2,8	1,1	2,8	1,6	1,5	0,8
2005	1,7	-6,4	1,8	1,9	1,4	2,8	1,4	1,7
2006	2,8	-1,9	3,6	2,8	3,1	3,7	1,3	3,3
2007	2,9	0,5	3,6	3,3	2,7	3,6	1,7	0,6
2007 III	2,8	0,2	3,8	2,2	2,7	3,5	1,7	1,2
IV	2,5	0,5	3,3	1,7	1,7	3,4	1,8	-0,7
2008 I	2,3	1,5	2,7	2,8	2,3	2,8	1,2	0,5
II	1,6	2,4	1,3	1,6	0,9	2,6	1,3	0,4
III	0,8	2,7	-1,1	0,4	0,1	2,1	1,5	-0,3
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales								
2007 III	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	-
IV	0,5	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	-
2008 I	0,6	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-
II	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-
III	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales								
2004	2,3	0,3	0,6	0,1	0,6	0,4	0,3	-
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	0,8	0,1	0,6	1,0	0,4	-
IV	2,5	0,0	0,7	0,1	0,4	0,9	0,4	-
2008 I	2,3	0,0	0,6	0,2	0,5	0,8	0,3	-
II	1,6	0,0	0,3	0,1	0,2	0,7	0,3	-
III	0,8	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,6	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial¹⁾

	Total	Industria, excluida construcción										Construcción
		Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero		No duradero	
% del total ²⁾	100,0	82,8	82,8	74,8	73,6	29,9	22,2	21,6	3,6	18,0	9,1	17,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	1,4	104,1	1,4	1,5	1,2	0,9	3,0	0,5	-0,7	0,7	1,4	0,7
2006	4,0	108,3	4,0	4,4	4,4	4,9	5,9	2,6	4,5	2,2	0,7	3,9
2007	3,5	112,1	3,5	4,0	3,8	3,9	6,1	2,3	1,2	2,5	-0,6	3,2
2007 IV	2,6	113,8	3,0	2,7	2,1	1,9	5,4	0,6	-2,6	1,2	5,4	-0,5
2008 I	2,4	113,6	2,5	1,9	1,8	1,6	5,1	0,0	-1,5	0,6	4,4	1,3
II	0,7	112,2	1,2	1,3	1,0	0,5	4,0	-1,1	-2,6	-0,9	1,6	-2,2
III	-1,8	110,6	-1,5	-1,6	-1,9	-2,0	-0,1	-2,6	-6,0	-2,3	0,2	-3,4
2008 Jun	-0,7	111,2	-0,4	-0,3	-0,7	-0,9	1,7	-1,4	-4,0	-0,7	-1,0	-2,8
Jul	-1,4	110,8	-1,1	-1,2	-1,2	-1,7	-0,1	-1,1	-5,3	-0,8	0,0	-3,5
Ago	-1,0	111,5	-0,6	-0,9	-1,4	0,1	0,8	-4,2	-6,0	-3,2	0,5	-3,0
Sep	-2,7	109,5	-2,5	-2,6	-3,0	-3,9	-0,8	-2,8	-6,5	-2,8	0,1	-3,8
Oct	-5,3	107,8	-5,6	-5,7	-6,0	-7,8	-5,3	-3,7	-8,6	-2,9	-1,6	-3,9
Nov	-7,6	105,8	-8,1	-8,4	-9,0	-11,6	-8,4	-4,5	-10,4	-2,9	-3,7	-5,1
	tasas de variación intermensual (d.)											
2008 Jun	-0,4	-	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5	0,6	0,4	0,7	0,3	-0,8
Jul	-0,3	-	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,1	-1,1	-0,2	0,8	-0,2
Ago	0,4	-	0,6	0,6	0,7	1,0	1,1	-0,6	0,8	-0,4	1,2	0,0
Sep	-1,6	-	-1,8	-1,9	-2,2	-3,1	-1,9	-0,7	-2,4	-0,8	-0,5	-0,9
Oct	-1,3	-	-1,5	-1,6	-1,6	-2,4	-2,2	-0,2	-1,8	0,1	-0,5	0,1
Nov	-1,9	-	-1,8	-2,0	-2,2	-3,1	-2,2	-0,6	-2,6	0,0	-1,5	-1,5

4. Nuevos pedidos, cifra de negocios, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles¹⁾

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ³⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes							
	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		Total (d.) miles ⁴⁾	Total	
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
% del total ²⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006	119,7	9,4	119,6	7,8	2,9	108,5	1,5	0,3	2,5	2,7	4,4	978	3,3
2007	129,4	8,4	126,9	6,3	2,4	109,6	0,9	-0,3	1,8	3,2	2,0	970	-0,9
2008	.	.	.	.	1,7	108,1	-1,3	-1,9	-0,9	.	.	892	-8,0
2008 I	131,4	3,7	132,2	4,4	3,1	109,0	-0,2	-1,5	0,6	0,1	-0,9	943	-1,4
II	128,6	0,2	132,7	6,3	2,0	108,1	-1,5	-2,4	-0,9	-2,3	-1,8	907	-4,8
III	124,6	-1,3	131,2	3,9	2,2	108,1	-1,4	-2,0	-0,9	-0,9	-3,0	892	-8,8
IV	.	.	.	.	0,0	107,1	-2,0	-1,7	-2,2	.	.	827	-18,5
2008 Jul	128,2	3,2	132,2	6,3	2,1	107,9	-1,5	-2,2	-0,8	0,1	-2,7	885	-8,5
Ago	126,3	-6,6	132,8	-2,3	2,1	108,0	-1,7	-2,1	-1,5	-2,8	-3,5	923	-5,9
Sep	119,4	-1,5	128,7	6,7	2,4	108,3	-1,0	-1,7	-0,2	-0,3	-2,9	868	-11,3
Oct	112,5	-15,1	124,9	-3,0	0,6	107,2	-2,0	-2,1	-2,1	-2,4	-3,6	841	-14,4
Nov	106,2	-27,3	121,7	-11,1	-0,5	107,1	-2,6	-2,2	-2,7	-2,5	-4,2	812	-18,3
Dic	.	.	.	.	-0,1	107,1	-1,5	-1,0	-1,9	.	.	828	-23,2
	tasas de variación intermensual (d.)												
2008 Jul	-	1,7	-	-0,7	0,5	-	0,2	-0,2	0,5	2,3	1,0	-	0,3
Ago	-	-1,5	-	0,4	0,2	-	0,1	0,4	-0,1	-1,7	-0,3	-	4,4
Sep	-	-5,4	-	-3,1	0,3	-	0,2	0,4	0,2	2,6	-0,6	-	-6,0
Oct	-	-5,8	-	-3,0	-1,0	-	-1,0	-0,7	-1,1	-3,1	-0,5	-	-3,2
Nov	-	-5,5	-	-2,6	-0,2	-	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-1,0	-	-3,4
Dic	-	.	-	.	0,1	-	0,0	0,2	-0,4	.	.	-	1,9

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 del cuadro 4 de la sección 5.2 (cálculos del BCE basados en datos de AEFA, Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) En el año 2000.

3) Incluye las industrias manufactureras que basan su producción principalmente en pedidos y que representan el 59,7% del total de las manufacturas en el año 2000.

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Indicador de confianza de los consumidores					
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ³⁾	Total ⁴⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005	98,2	-7	-16	11	6	81,1	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,8	2	0	6	13	83,1	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,9	4	5	5	13	84,1	-5	-2	-4	4	-8
2008	91,1	-9	-15	11	-2	81,9	-18	-10	-25	23	-14
2007 IV	105,0	2	1	7	12	83,9	-8	-4	-10	7	-10
2008 I	101,4	1	-1	7	10	83,8	-12	-7	-17	11	-12
II	97,5	-3	-6	9	7	83,3	-15	-10	-22	13	-14
III	89,9	-10	-15	12	-2	82,2	-19	-12	-28	22	-15
IV	75,8	-25	-36	18	-22	78,3	-26	-11	-34	44	-15
2008 Ago	89,9	-9	-13	12	-3	-	-19	-12	-28	23	-14
Sep	88,9	-12	-20	13	-4	-	-19	-11	-26	24	-15
Oct	81,6	-18	-26	15	-13	81,5	-24	-12	-33	34	-15
Nov	76,8	-25	-36	17	-22	-	-25	-11	-32	43	-15
Dic	68,9	-33	-47	22	-30	-	-30	-11	-39	55	-14
2009 Ene	67,1	-34	-49	20	-31	75,0	-31	-11	-38	58	-15

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁴⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁴⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2008	-14	-20	-7	-7	-6	16	1	2	-5	4	7
2007 IV	-3	-10	5	0	5	16	13	15	11	14	20
2008 I	-7	-13	-1	0	3	16	12	10	4	12	15
II	-10	-17	-3	-3	-1	16	7	8	3	9	13
III	-14	-21	-7	-9	-9	17	-1	1	-7	3	6
IV	-23	-31	-16	-15	-16	17	-13	-12	-20	-9	-6
2008 Ago	-12	-19	-5	-10	-7	19	-3	1	-7	4	5
Sep	-15	-21	-9	-8	-11	14	1	0	-7	2	6
Oct	-20	-26	-13	-13	-14	17	-9	-7	-13	-4	-3
Nov	-23	-31	-15	-13	-11	15	-12	-12	-21	-8	-7
Dic	-27	-35	-19	-20	-23	19	-18	-17	-27	-15	-10
2009 Ene	-30	-35	-26	-20	-22	20	-19	-22	-32	-20	-15

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

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%, el de confianza de los servicios del 30%, el de confianza de los consumidores del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2008.
- 3) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	85,0	15,0	3,9	17,2	7,7	25,5	15,7	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	140,507	0,8	0,7	1,6	-2,0	-1,4	1,3	1,2	2,4	1,2
2005	141,863	1,0	1,1	0,5	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,5	1,5
2006	144,187	1,6	1,8	0,8	-1,9	-0,3	2,7	1,7	3,9	1,9
2007	146,811	1,8	2,0	0,9	-1,2	0,3	3,9	1,8	4,1	1,4
2007 III	147,216	1,9	2,0	1,5	-1,4	0,2	3,6	2,3	3,9	1,5
IV	147,666	1,8	2,0	0,6	-1,7	0,2	2,5	2,3	4,0	1,5
2008 I	148,185	1,7	1,8	0,7	-1,3	0,6	0,9	2,5	3,7	1,2
II	148,436	1,3	1,5	0,1	-2,1	0,4	-1,1	1,9	2,9	1,6
III	148,379	0,8	1,1	-0,7	-2,0	0,2	-2,6	1,2	2,1	1,6
tasas de variación intertrimestral (d.)										
2007 III	0,663	0,5	0,4	0,5	-1,0	0,0	-0,1	0,8	0,8	0,5
IV	0,450	0,3	0,5	-0,8	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,8	0,5
2008 I	0,519	0,4	0,3	0,4	0,5	0,3	0,0	0,5	0,8	0,1
II	0,250	0,2	0,2	-0,2	-1,2	0,1	-1,2	0,3	0,4	0,5
III	-0,057	0,0	0,0	-0,5	-0,8	-0,3	-1,5	0,1	0,0	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		49,2		50,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	13,691	9,0	10,662	7,9	3,030	17,4	6,909	8,1	6,783	10,0
2006	12,883	8,3	10,074	7,3	2,809	16,3	6,393	7,5	6,490	9,4
2007	11,661	7,5	9,122	6,6	2,538	14,9	5,737	6,7	5,923	8,5
2008	11,874	7,5	9,251	6,6	2,624	15,4	5,996	6,9	5,878	8,3
2007 IV	11,421	7,3	8,916	6,4	2,505	14,7	5,632	6,5	5,789	8,3
2008 I	11,410	7,3	8,907	6,4	2,503	14,6	5,624	6,5	5,787	8,2
II	11,683	7,4	9,099	6,5	2,585	15,1	5,827	6,7	5,856	8,3
III	11,903	7,5	9,277	6,6	2,626	15,4	6,048	7,0	5,856	8,3
IV	12,500	7,9	9,720	6,9	2,781	16,3	6,486	7,4	6,015	8,4
2008 Jul	11,788	7,5	9,191	6,5	2,597	15,3	5,955	6,9	5,834	8,2
Ago	11,876	7,5	9,264	6,6	2,612	15,4	6,030	7,0	5,846	8,2
Sep	12,046	7,6	9,377	6,7	2,668	15,7	6,158	7,1	5,888	8,3
Oct	12,277	7,8	9,545	6,8	2,732	16,0	6,317	7,3	5,959	8,4
Nov	12,495	7,9	9,715	6,9	2,780	16,3	6,483	7,4	6,011	8,4
Dic	12,729	8,0	9,899	7,0	2,830	16,5	6,656	7,6	6,073	8,5

Fuente: Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-16. Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

2) En el año 2007.

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

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

FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

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

2. Zona del euro - empleos

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

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

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

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

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

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

1) Los datos se refieren al Euro-15. Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

4) Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.

5) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998	72,9	2,8	15,2	5,3	49,6	52,5	26,5	14,5	11,4	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,3	50,5	48,8	25,4	13,8	9,7	23,2
2000	69,3	2,7	13,1	3,7	49,7	44,2	22,0	12,4	9,7	25,1
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,1	42,0	20,6	11,1	10,3	26,2
2002	68,1	2,7	11,8	4,5	49,0	40,1	19,4	10,7	10,1	27,9
2003	69,2	2,1	12,4	5,0	49,7	39,4	19,5	11,2	8,7	29,8
2004	69,6	2,2	12,0	5,0	50,5	37,5	18,4	10,8	8,2	32,1
2005	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3	35,4	17,2	11,2	7,0	34,8
2006	68,5	2,5	11,4	4,1	50,4	33,8	17,6	9,4	6,8	34,7
2007	66,3	2,2	10,8	4,3	49,0	32,6	17,0	8,7	6,9	33,7

2. Zona del euro - por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	72,9	61,2	6,1	5,2	0,3	8,2	64,7	8,0	15,5	26,3	31,0	71,1	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	7,0	13,6	27,8	30,7	70,0	2,0
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,8	6,3	13,4	27,8	28,1	67,5	1,8
2001	68,2	57,1	6,1	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,7	1,5
2002	68,1	56,7	6,3	4,7	0,4	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,3
2003	69,2	57,0	6,5	5,0	0,6	7,8	61,4	5,1	14,9	26,0	28,3	68,3	0,9
2004	69,6	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,8	14,9	26,2	28,5	68,7	0,9
2005	70,2	57,7	6,7	5,2	0,5	7,9	62,3	4,7	14,9	25,6	29,7	69,2	1,0
2006	68,5	56,0	6,5	5,4	0,5	7,5	61,0	4,5	14,5	24,1	29,9	67,8	0,7
2007	66,3	54,2	6,3	5,3	0,6	7,5	58,8	4,2	14,2	22,6	29,5	65,8	0,5

3. Países de la zona del euro

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

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

- 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⁾											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ¹⁰⁾
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,0	0,4	0,3	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,8	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,2	0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,6	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-15 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 2001.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
			Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad		Impuestos sobre el capital	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 III	43,5	43,1	11,2	12,8	15,5	1,9	0,7	0,4	0,3	39,7
IV	49,0	48,4	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,0
2003 I	41,9	41,4	9,8	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,4
II	46,0	44,6	12,0	12,9	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,7
III	42,6	42,1	10,8	12,5	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,0
IV	49,3	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 I	41,3	40,9	9,6	12,8	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
II	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	1,0	0,8	0,6	41,0
III	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,6	0,5	0,3	39,0
IV	49,1	48,1	13,0	14,3	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,9
2005 I	42,0	41,5	9,9	13,0	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
II	44,6	44,0	11,8	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,4
III	43,3	42,6	11,0	12,9	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,4
IV	49,2	48,4	13,4	14,3	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 I	42,4	41,9	10,2	13,3	15,1	1,7	0,8	0,5	0,3	38,9
II	45,7	45,2	12,4	13,6	15,1	2,0	1,3	0,5	0,3	41,4
III	43,6	43,2	11,5	12,9	15,2	1,9	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	49,5	48,9	14,1	14,3	15,9	2,9	0,8	0,6	0,3	44,6
2007 I	42,2	41,8	10,3	13,4	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
II	46,2	45,8	13,0	13,6	15,0	2,0	1,4	0,4	0,3	41,9
III	43,8	43,3	12,1	12,8	15,0	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
IV	49,7	49,2	14,5	14,2	15,8	2,9	0,9	0,5	0,3	44,8
2008 I	42,3	41,9	10,6	13,0	14,9	1,7	0,8	0,4	0,2	38,7
II	45,5	45,1	12,9	13,0	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	41,2
III	43,2	42,8	11,8	12,4	15,1	1,9	0,8	0,4	0,3	39,6

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

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes			Inversión	Transf. de capital				
						Beneficios sociales	Subven- ciones						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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)

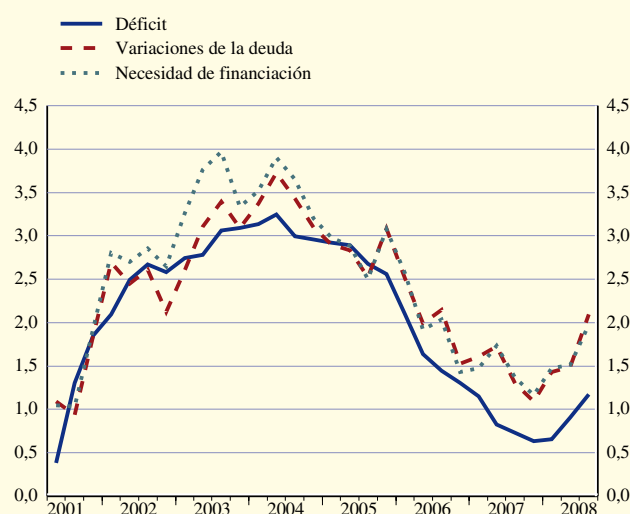
1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero²⁾

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

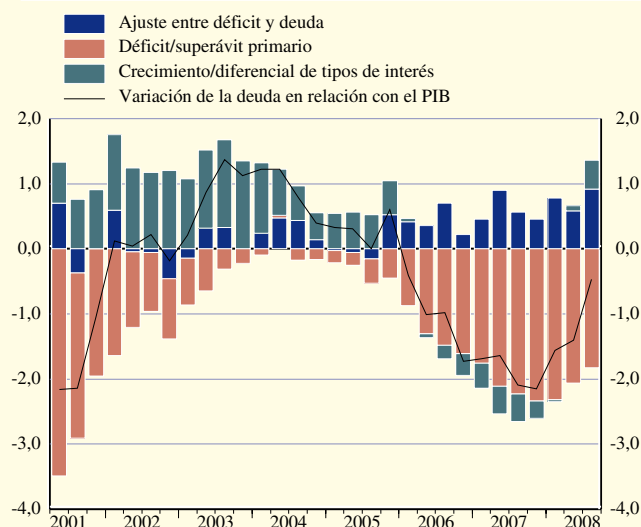
2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

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

C29 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda (suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



C30 Deuda según los criterios Maastricht (tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)



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

1) Los datos se refieren al Euro-15.

2) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

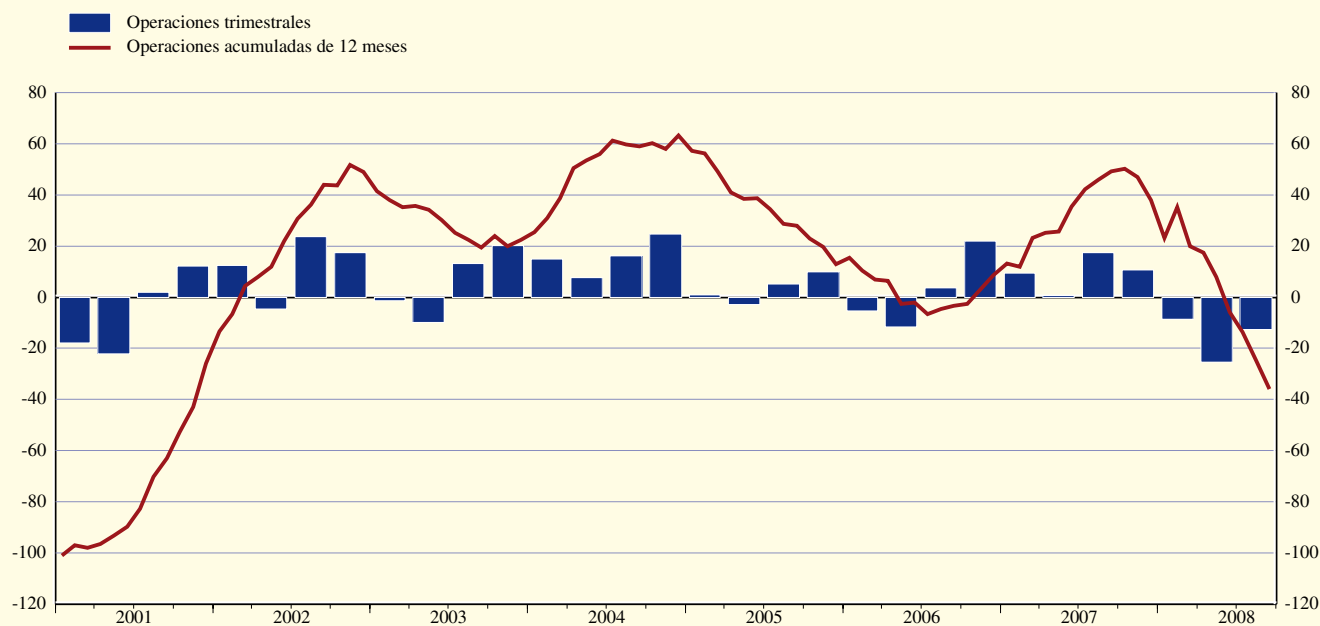
7.1 Resumen de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; operaciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/ necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	-25,3	7,9	14,2	-30,2	-17,2	3,1	-22,1	85,8	-50,6	40,1	-8,6	104,9	0,0	-63,7
III	-12,7	-6,7	15,3	2,3	-23,5	1,9	-10,8	33,6	-43,1	109,7	-8,7	-26,0	1,6	-22,8
2007 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	-5,1	6,0	3,8	-6,9	-7,9	0,7	-4,4	26,8	-22,9	-14,6	-2,8	70,3	-3,3	-22,4
May	-22,0	-1,2	4,4	-20,1	-5,0	1,9	-20,1	43,8	-8,2	12,2	-10,3	47,5	2,7	-23,7
Jun	1,8	3,1	6,0	-3,1	-4,3	0,6	2,4	15,2	-19,5	42,6	4,6	-13,0	0,5	-17,5
Jul	0,3	1,5	5,4	1,3	-7,9	0,9	1,1	28,8	-12,8	25,5	0,1	18,3	-2,3	-30,0
Ago	-9,1	-6,7	4,8	0,3	-7,6	0,5	-8,6	-6,1	-8,8	11,2	-8,7	-2,0	2,3	14,7
Sep	-3,8	-1,5	5,0	0,7	-8,1	0,5	-3,3	10,8	-21,5	73,1	-0,1	-42,3	1,6	-7,5
Oct	-4,2	3,0	3,6	0,2	-11,0	0,0	-4,2	75,1	-13,9	120,3	25,4	-48,2	-8,6	-70,9
Nov	-13,9	-5,2	2,0	-1,4	-9,3	1,5	-12,5	17,2	-31,2	47,9	-1,8	3,3	-1,0	-4,7
operaciones acumuladas de 12 meses														
2008 Nov	-61,0	-4,7	50,3	-15,2	-91,4	15,6	-45,4	181,6	-257,1	366,0	-19,8	101,1	-8,5	-136,3

C31 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

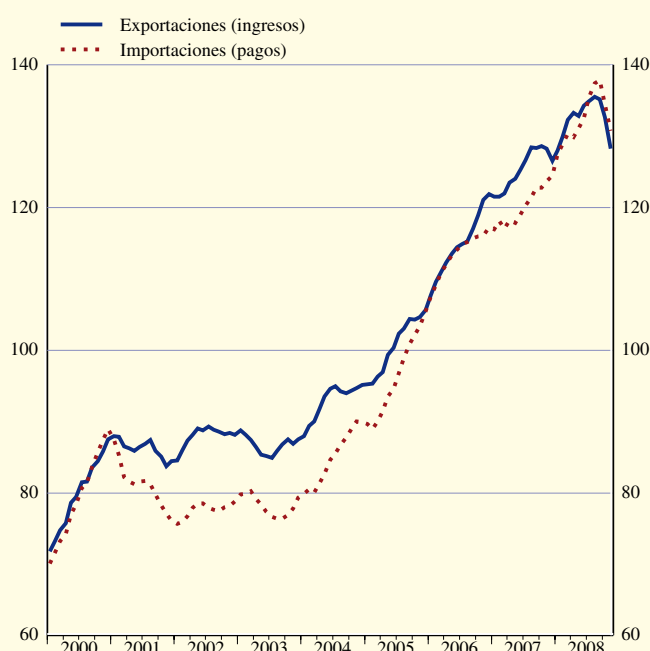
(mm de euros; operaciones)

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

	Cuenta corriente													Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes					
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		Ingresos	Pagos	
											Remesas trabajad.	Remesas trabajad.			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	710,6	735,8	-25,3	406,4	398,5	125,1	111,0	157,1	187,3	21,9	1,5	39,1	5,2	7,3	4,1
III	699,9	712,6	-12,7	401,0	407,7	135,7	120,5	149,4	147,1	13,7	1,8	37,2	5,2	4,9	3,0
2008 Sep	240,7	244,6	-3,8	139,2	140,7	45,1	40,0	51,7	51,0	4,8	.	12,8	.	1,5	1,0
Oct	239,9	244,1	-4,2	143,2	140,2	43,9	40,3	48,1	47,9	4,7	.	15,7	.	0,9	0,9
Nov	214,3	228,3	-13,9	122,9	128,2	38,5	36,5	47,8	49,2	5,1	.	14,4	.	2,2	0,7
	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	703,7	711,6	-7,9	402,8	397,4	125,0	113,4	151,0	154,9	24,8	.	45,8	.	.	.
III	703,3	724,8	-21,5	405,4	413,6	125,9	114,1	155,2	159,1	16,7	.	38,1	.	.	.
2008 Jun	231,4	237,3	-5,9	133,8	134,5	41,3	38,0	48,3	49,6	8,0	.	15,2	.	.	.
Jul	236,6	240,3	-3,7	137,9	139,2	40,6	36,7	52,1	51,3	5,9	.	13,2	.	.	.
Ago	234,3	243,3	-9,0	134,8	138,4	42,8	37,8	51,8	55,0	4,9	.	12,1	.	.	.
Sep	232,4	241,2	-8,8	132,7	136,0	42,4	39,6	51,3	52,8	6,0	.	12,8	.	.	.
Oct	228,6	234,6	-6,0	130,5	128,9	41,9	38,3	50,4	51,9	5,8	.	15,4	.	.	.
Nov	221,1	237,1	-16,0	121,5	127,5	41,6	38,2	52,0	56,0	5,9	.	15,3	.	.	.

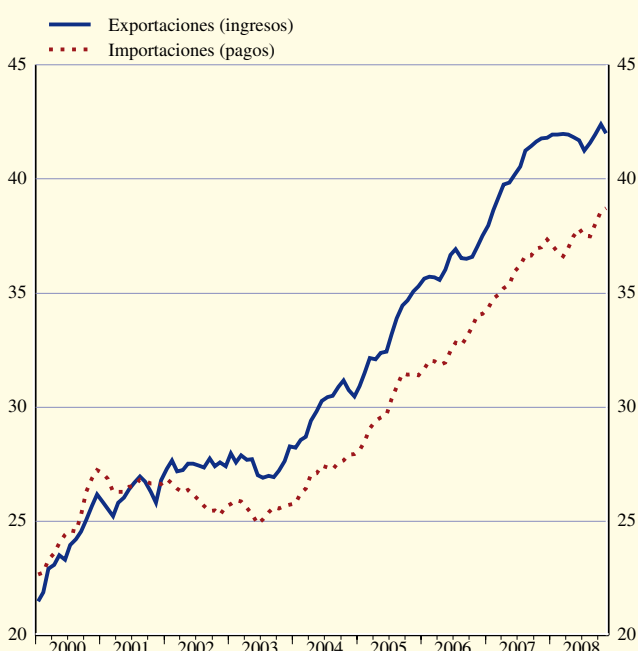
C32 Bienes

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



C33 Servicios

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas (operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones				Valores dist. de acc.		Acciones y participaciones		Valores dist. de acc.		Ingresos	Pagos
					Ingresos		Pagos		Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
					Beneficios reinvertidos		Beneficios reinvertidos									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	16,2	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 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	2,6	152,8	184,7	54,6	16,2	35,3	6,3	7,4	6,7	14,3	58,1	29,8	31,6	46,7	53,0
III	4,3	3,2	145,1	144,0	50,6	22,2	30,7	14,9	6,9	5,8	10,1	23,8	31,4	31,4	46,1	52,1

3. Desagregación geográfica (operaciones acumuladas)

IV 2007 a III 2008	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dina- marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Insti- tuciones de la UE									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Ingresos															
Cuenta corriente	2.798,0	1.042,0	60,4	86,5	536,3	300,5	58,3	40,4	38,1	85,3	32,9	56,5	99,4	184,7	409,7	809,0
Bienes	1.590,4	570,7	36,6	55,9	240,3	238,0	0,0	21,8	18,6	65,3	24,9	33,6	76,7	90,4	194,0	494,3
Servicios	502,8	177,1	12,3	13,5	115,6	30,1	5,6	6,9	6,8	15,3	6,1	10,8	13,0	48,8	80,5	137,5
Renta	616,1	229,8	10,7	15,6	167,1	29,6	6,8	11,5	12,0	4,5	1,9	11,7	9,3	39,3	128,7	167,6
Rentas de la inversión	598,2	223,4	10,6	15,5	164,9	29,4	3,0	11,4	11,9	4,4	1,9	11,6	9,2	32,5	127,2	164,7
Tranferencias corrientes	88,7	64,3	0,8	1,5	13,2	2,9	45,9	0,2	0,8	0,3	0,1	0,4	0,3	6,2	6,5	9,6
Cuenta de capital	29,9	26,2	0,0	0,1	0,8	0,1	25,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	1,7	1,4
	Pagos															
Cuenta corriente	2.833,9	940,4	48,0	84,8	472,8	234,3	100,6	-	30,3	-	-	102,5	-	177,5	374,7	-
Bienes	1.580,4	450,7	29,7	52,8	180,7	187,6	0,0	27,7	13,7	173,1	20,5	55,9	109,8	78,2	141,7	509,1
Servicios	450,3	139,3	9,1	10,6	87,7	31,6	0,2	5,2	6,7	10,8	4,5	7,9	9,5	38,0	90,7	137,6
Renta	626,6	240,1	8,3	20,0	192,7	10,8	8,3	-	8,0	-	-	38,2	-	55,5	136,6	-
Rentas de la inversión	616,1	233,9	8,3	19,9	191,2	6,2	8,2	-	7,9	-	-	38,1	-	55,0	135,7	-
Tranferencias corrientes	176,5	110,2	0,8	1,4	11,6	4,3	92,2	1,4	1,9	2,3	0,7	0,5	0,6	5,7	5,5	47,7
Cuenta de capital	13,6	2,6	0,0	0,1	1,3	0,3	0,8	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,3	7,4
	Neto															
Cuenta corriente	-35,9	101,6	12,4	1,8	63,5	66,3	-42,3	-	7,8	-	-	-46,0	-	7,3	35,0	-
Bienes	10,0	120,0	6,9	3,1	59,6	50,4	0,0	-5,9	4,9	-107,8	4,4	-22,3	-33,0	12,2	52,3	-14,8
Servicios	52,5	37,8	3,2	2,9	27,9	-1,5	5,4	1,7	0,0	4,5	1,6	3,0	3,5	10,8	-10,2	-0,1
Renta	-10,5	-10,4	2,4	-4,4	-25,6	18,7	-1,5	-	4,0	-	-	-26,5	-	-16,2	-8,0	-
Rentas de la inversión	-17,9	-10,5	2,4	-4,4	-26,3	23,2	-5,3	-	4,0	-	-	-26,5	-	-22,5	-8,5	-
Tranferencias corrientes	-87,9	-45,9	0,0	0,1	1,6	-1,4	-46,3	-1,2	-1,1	-2,0	-0,6	-0,1	-0,3	0,5	1,0	-38,0
Cuenta de capital	16,3	23,6	0,0	0,0	-0,5	-0,2	24,3	-0,1	-1,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	0,4	-6,0

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

1. Resumen de la cuenta financiera

	Total ¹⁾			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2004	8.609,6	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 II	13.700,3	14.825,4	-1.125,1	150,5	162,8	-12,4	3.653,9	3.090,7	4.433,7	6.042,5	-4,3	5.263,1	5.692,2	353,9
2008 III	13.976,9	15.135,1	-1.158,2	152,4	165,0	-12,6	3.767,9	3.128,1	4.302,3	6.064,8	24,7	5.511,1	5.942,2	370,9
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 II	-32,1	-11,3	-20,8	-1,4	-0,5	-0,9	40,9	16,2	81,6	-36,3	-12,4	-139,7	8,9	-2,5
2008 III	276,6	309,7	-33,1	12,2	13,6	-1,5	114,0	37,4	-131,3	22,3	29,0	248,0	250,1	17,0
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
2008 II	78,2	164,0	-85,8	3,4	7,1	-3,7	40,1	-10,5	132,2	172,3	8,6	-102,8	2,2	0,0
2008 III	124,2	157,8	-33,6	5,5	6,9	-1,5	78,7	35,6	-64,0	45,8	8,7	102,4	76,4	-1,6
2008 Jul	44,7	73,5	-28,8	.	.	.	23,8	11,0	8,3	33,8	-0,1	10,5	28,7	2,3
Ago	34,6	28,5	6,1	.	.	.	17,5	8,7	15,8	27,0	8,7	-5,2	-7,2	-2,3
Sep	45,0	55,8	-10,8	.	.	.	37,5	15,9	-88,1	-15,0	0,1	97,2	54,9	-1,6
Oct	-89,8	-14,7	-75,1	.	.	.	15,7	1,8	-130,9	-10,5	-25,4	42,2	-6,0	8,6
Nov	-78,3	-61,1	-17,2	.	.	.	15,3	-15,9	-2,3	45,6	1,8	-94,0	-90,7	1,0
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
2008 II	9,9	10,0	-	.	.	.	12,1	8,2	7,7	7,0	.	10,0	14,8	1,4
2008 III	7,9	7,5	-	.	.	.	10,9	6,6	5,2	6,4	.	7,6	9,5	-0,4

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

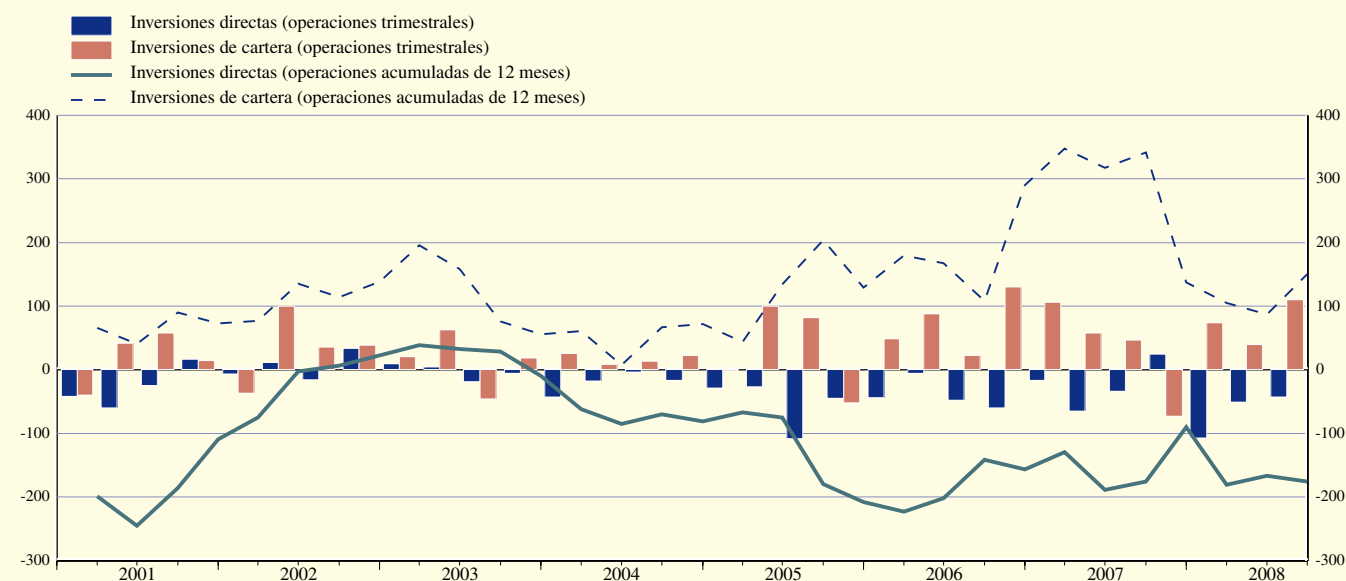
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual, saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones durante el período)

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro							
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2006	3.143,7	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 II III	3.653,9	2.910,4	259,0	2.651,3	743,5	6,6	736,9	3.090,7	2.334,4	63,2	2.271,2	756,3	19,1	737,2
	3.767,9	3.001,5	260,8	2.740,7	766,4	6,7	759,7	3.128,1	2.348,7	64,7	2.284,0	779,4	18,2	761,1
	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 II III	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
	40,1	14,9	8,8	6,1	25,3	-1,8	27,1	-10,5	-8,2	-2,3	-5,9	-2,3	1,0	-3,3
	78,7	60,0	-5,6	65,6	18,8	-0,2	19,0	35,6	21,2	0,6	20,5	14,5	0,5	14,0
2008 Jul Ago Sep Oct Nov	23,8	17,2	-13,5	30,7	6,5	1,5	5,0	11,0	2,8	0,2	2,6	8,2	0,4	7,8
	17,5	21,7	2,9	18,7	-4,2	-1,2	-3,0	8,7	7,9	0,3	7,7	0,8	-0,1	0,9
	37,5	21,1	4,9	16,2	16,4	-0,6	17,0	15,9	10,5	0,2	10,2	5,5	0,2	5,3
	15,7	13,5	3,0	10,5	2,2	0,0	2,3	1,8	3,6	-0,8	4,5	-1,8	0,2	-2,0
	15,3	-4,7	3,1	-7,8	20,0	0,2	19,7	-15,9	-5,6	0,3	-5,8	-10,4	0,2	-10,6
	Tasa 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 II III	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
	12,1	10,9	13,8	10,6	17,1	6,1	17,2	8,2	7,0	1,3	7,2	12,4	16,9	12,3
	10,9	9,7	3,6	10,3	15,6	11,5	15,7	6,6	5,4	0,1	5,6	10,6	16,9	10,5

C34 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
							Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM				
				Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2006	4.370,2	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 II	4.433,7	1.689,4	94,9	2,7	1.594,5	40,1	2.244,1	963,8	18,0	1.280,3	18,4	500,2	411,0	56,7	89,2	0,8
	4.302,3	1.525,0	93,9	2,7	1.431,1	39,0	2.276,1	982,8	16,8	1.293,3	19,4	501,2	401,4	58,6	99,8	0,7
	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
	132,2	31,3	-5,5	0,1	36,8	0,8	92,5	37,3	8,3	55,2	1,5	8,4	18,2	20,9	-9,8	0,1
	-64,0	-50,9	-4,4	0,1	-46,4	0,6	16,8	-2,3	-1,1	19,1	1,1	-29,9	-33,4	-1,2	3,5	-0,2
2008 Jul	8,3	-7,3	6,2	0,1	-13,5	.	4,0	-3,3	-0,1	7,3	.	11,6	11,6	-0,4	0,0	.
Ago	15,8	-12,8	-1,5	0,0	-11,3	.	15,7	8,4	-0,1	7,3	.	12,9	6,8	-0,5	6,1	.
Sep	-88,1	-30,8	-9,1	0,0	-21,6	.	-3,0	-7,4	-1,0	4,4	.	-54,4	-51,8	-0,3	-2,6	.
Oct	-130,9	-49,0	-11,6	0,0	-37,4	.	-30,9	-13,0	-0,2	-17,9	.	-51,0	-30,5	0,0	-20,5	.
Nov	-2,3	-2,7	2,5	0,3	-5,2	.	-2,2	-2,5	-0,1	0,4	.	2,6	3,1	-0,3	-0,6	.
	Tasa 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
	7,7	1,4	-27,2	0,6	3,7	8,0	10,5	11,4	83,6	9,8	19,6	21,3	29,7	236,0	-10,2	-93,6
	5,2	-2,5	-25,6	6,6	-0,7	4,5	9,7	10,4	62,7	9,3	21,5	16,9	22,8	157,9	-6,4	-94,8

4. Inversiones de cartera: pasivos

	Total	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones							
						Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario			
		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2006	5.864,9	2.910,7	657,5	2.253,2	2.655,3	955,2	1.702,4	1.015,4	298,9	125,8	173,3	138,0	138,0
2007	6.339,5	3.103,1	754,7	2.348,4	2.916,8	1.129,5	1.787,2	1.109,3	319,6	153,3	166,2	142,5	142,5
2008 I	6.042,5	2.661,7	738,1	1.923,6	3.015,1	1.095,4	1.919,7	1.161,7	365,8	171,1	194,6	171,0	171,0
2008 II	6.064,8	2.383,7	741,6	1.642,1	3.225,5	1.173,1	2.052,4	1.260,8	455,6	177,5	278,2	229,9	229,9
Operaciones													
2006	824,2	299,9	94,5	205,4	521,6	212,7	308,8	137,3	2,7	21,4	-18,7	-19,6	-19,6
2007	578,3	96,0	76,1	19,6	446,4	232,6	213,8	152,0	35,9	37,6	-1,8	3,2	3,2
2008 I	143,2	46,1	73,1	-27,0	78,3	23,1	55,2	65,2	18,8	4,4	14,4	27,6	27,6
2008 II	172,3	-17,9	17,1	-35,0	169,4	67,9	101,5	43,9	20,9	2,2	18,7	10,7	10,7
2008 III	45,8	-92,6	-18,4	-74,2	69,1	11,8	57,3	55,6	69,3	-4,1	73,4	53,0	53,0
2008 Jul	33,8	4,1	.	.	4,8	.	.	.	24,9	.	.	.	.
Ago	27,0	-8,0	.	.	35,1	.	.	.	-0,1	.	.	.	.
Sep	-15,0	-88,7	.	.	29,1	.	.	.	44,5	.	.	.	.
Oct	-10,5	-42,8	.	.	-23,0	.	.	.	55,2	.	.	.	.
Nov	45,6	33,2	.	.	16,6	.	.	.	-4,2	.	.	.	.
Tasa de crecimiento													
2006	16,3	12,2	17,3	10,8	23,1	25,9	21,4	15,1	0,9	18,7	-9,6	-12,1	-12,1
2007	9,8	3,3	11,3	0,9	16,9	24,6	12,6	15,0	11,8	30,5	0,3	3,8	3,8
2008 I	7,6	2,2	11,9	-1,0	12,9	16,7	10,8	17,4	13,5	31,5	2,8	8,8	8,8
2008 II	7,0	0,1	11,4	-3,5	14,0	16,1	12,8	16,3	7,8	21,4	0,5	3,0	3,0
2008 III	6,4	-3,6	5,0	-6,6	14,0	12,5	14,9	18,0	25,3	18,1	33,6	28,2	28,2

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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2006	4.451,8	13,4	12,6	0,7	2.941,2	2.878,3	62,8	119,6	14,2	57,8	15,4	1.377,7	187,6	1.062,7	395,8
2007	5.241,2	38,2	37,6	0,7	3.350,5	3.279,1	71,4	106,7	12,7	47,7	13,5	1.745,7	190,8	1.388,4	441,9
2008 I	5.263,1	34,2	33,9	0,3	3.363,7	3.287,6	76,2	105,7	12,4	47,4	17,0	1.759,5	200,2	1.356,2	382,1
2008 II	5.511,1	33,4	33,1	0,3	3.563,7	3.487,8	75,8	99,8	12,3	39,0	8,7	1.814,2	201,9	1.388,9	384,5
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
2008 II	-102,8	-9,4	-9,4	0,0	-101,7	-102,7	0,9	6,2	-0,4	5,9	5,6	2,2	10,8	-21,1	-48,2
2008 III	102,4	-2,0	-2,0	0,0	81,2	81,3	0,0	-8,0	-0,1	-8,8	-8,3	31,2	4,5	6,9	-2,4
2008 Jul	10,5	-0,5	.	.	8,8	.	.	-8,8	.	.	-9,2	10,9	.	.	4,5
2008 Ago	-5,2	-1,2	.	.	0,8	.	.	-1,1	.	.	-0,2	-3,6	.	.	-10,4
2008 Sep	97,2	-0,2	.	.	71,6	.	.	1,9	.	.	1,1	23,9	.	.	3,5
2008 Oct	42,2	-6,4	.	.	26,7	.	.	0,3	.	.	-2,8	21,6	.	.	15,0
2008 Nov	-94,0	-1,6	.	.	-90,2	.	.	7,3	.	.	8,1	-9,5	.	.	0,6
Tasa 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
2008 II	10,0	27,1	28,1	-4,1	7,6	7,6	6,2	-12,1	-9,9	-23,1	-34,1	16,6	12,4	16,2	-9,4
2008 III	7,6	2,2	2,6	0,2	7,7	7,6	10,3	-5,2	-8,9	-13,7	-31,3	8,2	14,0	3,9	-11,5

6. Otras inversiones: pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2006	4.706,8	115,9	115,6	0,2	3.483,9	3.429,5	54,4	50,7	0,0	46,6	4,1	1.056,2	146,1	818,3	91,8
2007	5.480,5	201,2	201,0	0,2	3.938,2	3.871,1	67,1	50,9	0,0	45,7	5,2	1.290,2	157,6	1.023,2	109,4
2008 I	5.692,2	258,9	258,6	0,3	4.078,7	4.009,8	68,9	49,1	0,0	45,5	3,6	1.305,5	169,2	1.031,9	104,4
2008 II	5.942,2	370,5	370,2	0,3	4.195,2	4.126,0	69,2	51,8	0,0	47,8	4,0	1.324,7	171,1	1.041,5	112,1
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
2008 II	2,2	41,0	41,2	-0,1	-25,4	-23,4	-2,1	-1,0	0,0	-1,5	0,4	-12,4	6,3	-11,8	-6,9
2008 III	76,4	106,2	106,1	0,1	-27,7	-30,5	2,8	2,0	0,0	2,0	0,1	-4,2	1,3	-8,2	2,8
2008 Jul	28,7	-1,2	.	.	17,6	.	.	2,0	.	.	.	10,4	.	.	.
2008 Ago	-7,2	2,0	.	.	2,1	.	.	-1,8	.	.	.	-9,5	.	.	.
2008 Sep	54,9	105,5	.	.	-47,4	.	.	1,9	.	.	.	-5,1	.	.	.
2008 Oct	-6,0	131,6	.	.	-179,0	.	.	6,8	.	.	.	34,6	.	.	.
2008 Nov	-90,7	-30,8	.	.	-57,6	.	.	2,6	.	.	.	-5,0	.	.	.
Tasa 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
2008 II	14,8	72,4	72,5	-6,3	11,7	11,9	3,1	-9,4	26,7	-7,2	-30,3	18,5	10,4	23,6	-8,8
2008 III	9,5	126,4	126,6	10,3	7,2	7,2	5,6	-11,0	59,5	-8,1	-36,0	2,5	9,5	2,6	-7,6

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

7. Activos de reserva

	Activos de reserva													Pro memoria		
														Activos	Pasivos	
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos	Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores							Derivados financieros
En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos			Total	Acc. y particip.		Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007	347,4	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,5	0,0	44,1	-38,5
2008 I	356,3	208,4	353,060	4,3	3,4	140,1	6,6	26,8	105,9	0,5	89,8	15,6	0,9	0,1	36,7	-37,3
II	353,9	207,9	352,314	4,3	4,0	137,7	7,4	24,0	105,6	0,5	89,9	15,2	0,6	0,0	59,4	-59,2
III	370,9	216,8	350,634	4,6	4,0	145,4	11,6	18,2	117,8	0,5	100,0	17,2	-2,1	0,0	188,9	-185,3
2008 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
Dic	383,9	217,0	349,191	4,7	7,3	154,8	7,6	8,0	129,5	-	-	-	9,7	0,1	253,6	-245,7
	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	-1,6	-0,3	-	0,1	-0,2	-1,3	4,5	-7,7	1,7	0,0	1,8	-0,1	0,3	0,0	-	-
	Tasa de crecimiento															
2005	-5,8	-2,8	-	4,4	-44,7	-3,8	-2,0	-23,7	1,6	2,2	6,9	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,2	-2,4	-	11,6	-48,8	7,2	-48,4	10,6	13,1	0,0	28,4	-15,3	-73,2	-	-	-
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,2	6,3	15,0	6,2	5,7	1,1	18,5	-27,5	-59,1	-	-	-
2008 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	-47,9	-	-	-
III	-0,4	-1,3	-	-1,5	6,1	0,8	51,2	-36,7	6,1	81,6	16,6	-33,3	67,2	-	-	-

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
IV 2007 a III 2008	Operaciones acumuladas														
Inversiones directas	175,9	49,0	0,7	0,6	26,7	21,0	0,0	0,4	4,4	13,6	33,6	-11,2	34,2	0,0	52,1
En el exterior	372,3	78,1	2,9	9,1	38,0	28,0	0,0	5,8	4,1	13,8	44,7	60,4	80,2	0,0	85,3
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	269,1	53,3	2,1	6,5	28,9	15,8	0,0	4,6	3,8	6,0	34,3	44,8	69,6	0,0	52,6
Otro capital	103,3	24,8	0,8	2,6	9,1	12,2	0,0	1,2	0,3	7,8	10,4	15,5	10,6	0,0	32,7
En la zona del euro	196,4	29,1	2,1	8,5	11,4	7,1	0,0	5,4	-0,2	0,3	11,1	71,6	46,0	0,0	33,2
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	122,7	33,3	0,6	5,8	26,2	0,7	0,0	3,3	0,1	3,3	5,0	39,3	25,6	0,0	12,8
Otro capital	73,7	-4,3	1,5	2,7	-14,8	6,4	0,0	2,1	-0,4	-3,0	6,1	32,3	20,4	0,0	20,5
Inversiones de cartera: activos	236,7	108,4	3,3	7,6	83,8	10,1	3,6	17,8	5,9	17,2	-13,4	36,2	12,5	-1,1	53,2
Acc. y participaciones	-44,0	-16,4	-0,5	-4,3	-13,5	1,6	0,2	6,3	4,6	-26,3	-13,3	-17,0	20,4	-0,1	-2,0
Valores distintos de acciones	280,7	124,9	3,9	11,8	97,3	8,5	3,4	11,4	1,3	43,5	0,0	53,2	-7,9	-1,0	55,2
Bonos y obligaciones	209,5	94,6	2,8	4,2	78,6	7,3	1,7	12,4	0,5	11,6	1,2	52,4	-14,1	-0,1	51,0
Instrum. mercado monetario	71,1	30,3	1,1	7,7	18,7	1,2	1,6	-1,0	0,8	31,9	-1,2	0,8	6,2	-0,9	4,2
Otras inversiones	-123,2	-165,3	30,7	2,0	-255,1	55,0	2,0	6,7	17,6	4,2	-79,5	-88,5	67,6	18,2	95,7
Activos	390,1	52,4	7,6	7,3	-35,7	67,0	6,2	2,8	8,4	26,9	-57,1	90,5	95,7	7,5	163,1
AAPP	-5,4	-2,2	-1,3	0,2	-2,0	-0,5	1,4	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,7	-4,1
IFM	256,5	11,9	9,0	6,9	-70,6	62,1	4,6	3,3	5,8	29,0	-57,9	92,8	67,0	6,8	97,8
Otros sectores	139,1	42,6	-0,1	0,2	36,9	5,5	0,1	-0,5	2,7	-2,1	0,8	-2,4	28,7	0,0	69,4
Pasivos	513,3	217,7	-23,1	5,2	219,4	12,0	4,2	-4,0	-9,2	22,7	22,4	179,1	28,0	-10,8	67,4
AAPP	-6,2	-5,6	0,0	0,2	-2,7	0,0	-3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,1	0,5	-0,4
IFM	487,4	205,5	-23,6	2,0	218,2	6,4	2,4	-2,1	-10,4	24,0	26,3	180,6	11,0	-11,1	63,5
Otros sectores	32,1	17,8	0,4	3,0	3,9	5,6	4,9	-1,9	1,1	-1,3	-4,0	-0,8	17,0	-0,1	4,3

Fuente: BCE.

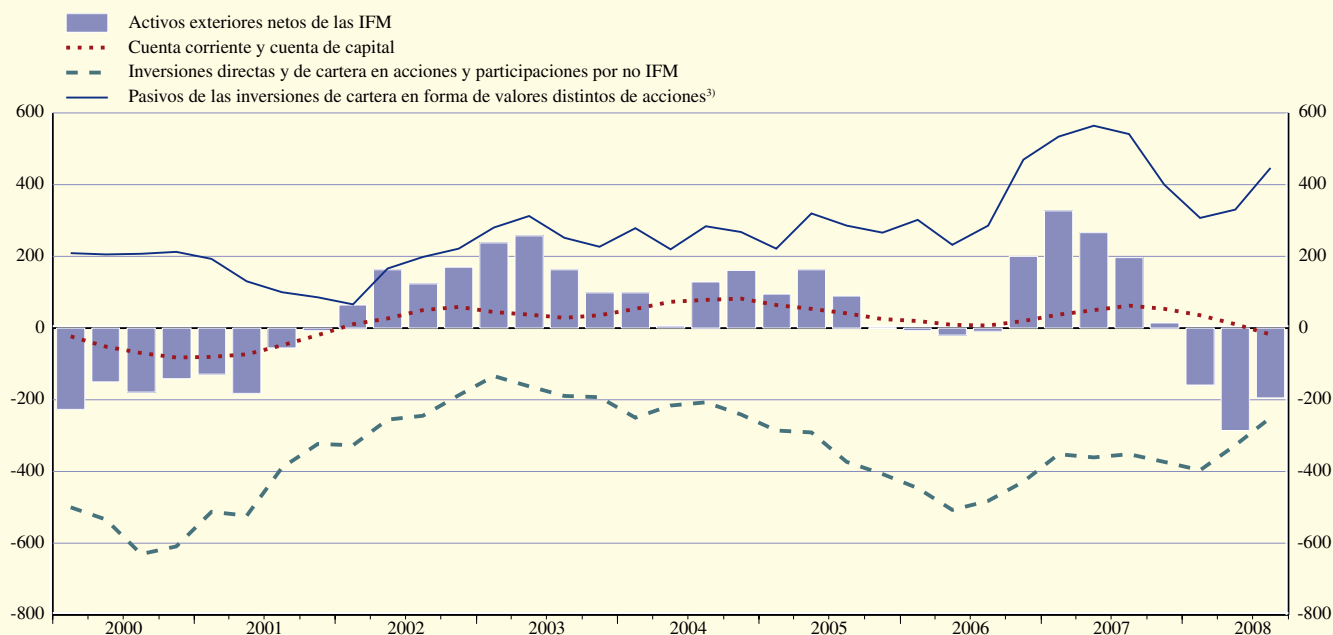
7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(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	-22,1	-33,2	-11,5	-82,2	-34,0	163,7	-8,4	-13,4	-8,6	-63,7	-113,5	-126,8
III	-10,8	-84,5	35,2	23,9	-88,6	174,0	-23,2	-2,1	-8,7	-22,8	-7,7	24,1
2007 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	-4,4	12,4	-31,0	-20,1	-42,7	52,1	-5,5	-8,4	-2,8	-22,4	-72,7	-72,2
May	-20,1	-23,1	15,1	-42,9	-1,6	47,4	-2,9	-4,6	-10,3	-23,7	-66,8	-70,1
Jun	2,4	-22,5	4,5	-19,3	10,3	64,2	0,0	-0,4	4,6	-17,5	26,1	15,5
Jul	1,1	-35,7	10,6	6,2	-10,6	30,2	-2,2	12,4	0,1	-30,0	-17,8	-1,2
Ago	-8,6	-15,7	8,8	-2,2	-25,7	33,7	4,7	-11,3	-8,7	14,7	-10,3	-7,4
Sep	-3,3	-33,2	15,8	19,8	-52,3	110,2	-25,8	-3,2	-0,1	-7,5	20,4	32,7
Oct	-4,2	-12,7	1,6	75,8	-42,2	57,1	-21,9	41,4	25,4	-70,9	49,4	50,5
Nov	-12,5	-12,0	-16,1	5,4	12,0	44,9	2,2	-2,4	-1,8	-4,7	15,1	15,7
	operaciones acumuladas de 12 meses											
2008 Nov	-44,6	-304,9	67,1	-4,0	-156,2	484,9	-111,3	57,5	-19,8	-134,8	-166,2	-168,2

C35 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, veánse las Notas Generales.
- Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.
- 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.)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria:		Total			Pro memoria:		
	1	2	3	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	8	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo
				4	5	6	7		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	604,4	271,2	328,6	1.068,4	1.226,7	723,7	210,4	272,9	846,5	187,0
2006	11,7	13,7	1.385,0	686,9	296,6	365,1	1.183,2	1.397,3	856,8	216,5	304,3	943,9	224,6
2007	8,6	6,4	1.504,9	740,7	327,4	396,0	1.277,1	1.483,7	904,9	232,1	326,1	1.016,7	225,4
2007 IV	5,6	7,8	384,3	189,3	83,3	100,8	323,8	382,6	236,9	57,9	83,1	253,8	65,1
2008 I	6,9	8,5	396,6	196,4	84,3	104,3	333,5	396,5	248,5	57,6	82,4	258,1	70,2
II	8,3	10,8	397,5	198,3	83,8	103,0	333,0	401,6	254,8	54,9	82,6	255,8	75,2
III	5,2	12,0	398,1	198,5	84,2	101,2	329,5	416,1	265,2	56,5	82,9	259,5	84,5
2008 Jun	4,8	10,5	130,7	65,2	27,7	33,7	110,7	134,5	85,7	18,0	27,4	85,6	27,0
Jul	9,4	14,9	134,2	67,4	28,3	34,4	110,4	140,7	89,8	19,4	27,8	86,6	30,6
Ago	-3,1	5,7	131,2	65,7	26,6	32,7	110,0	137,2	87,6	18,3	27,2	86,8	28,1
Sep	8,8	15,1	132,8	65,3	29,3	34,1	109,2	138,2	87,7	18,8	27,8	86,2	25,8
Oct	0,3	3,0	129,1	63,8	28,2	33,2	107,4	131,2	83,3	18,3	27,4	84,2	22,9
Nov	-10,4	-3,6	123,0	.	.	.	103,1	127,9	.	.	.	83,8	.
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	124,7	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	152,8	140,6	142,3	126,7	120,8	141,6	139,7	134,7	108,4
2007 IV	3,5	2,1	144,5	142,4	155,6	143,1	144,8	127,2	120,8	142,1	141,8	135,4	108,4
2008 I	4,0	-1,8	146,7	144,2	154,7	146,4	147,8	126,2	120,3	139,7	138,9	135,6	109,7
II	5,8	-1,3	146,1	143,4	154,7	145,1	147,8	123,6	116,5	135,2	141,8	135,0	103,0
III	1,0	-3,6	143,6	140,1	153,6	140,8	143,9	121,0	113,2	136,9	137,5	132,6	106,8
2008 Jun	1,5	-3,5	142,5	139,7	152,9	140,7	146,3	120,5	112,6	132,5	140,2	134,7	101,4
Jul	5,2	-1,8	144,9	142,6	154,7	143,1	144,5	121,6	113,0	142,4	139,5	133,8	108,2
Ago	-6,9	-9,9	142,5	139,1	146,8	137,5	144,5	119,2	111,2	133,3	136,3	133,1	106,0
Sep	4,1	0,6	143,3	138,6	159,3	141,7	142,5	122,2	115,2	135,1	136,8	130,8	106,1
Oct	-3,6	-6,8	140,1	136,2	153,7	139,6	139,7	119,9	114,8	129,5	134,9	127,4	108,3
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Precios²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (f.o.b.) ³⁾							Precios industriales de importación (c.i.f.)						
	Total (índice 2005 = 100)	Total				Pro memoria: Ind. manufacturera		Total (índice 2005 = 100)	Total				Pro memoria: Ind. manufacturera	
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía				Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía		
% del total	100,0	100,0	32,2	44,2	20,4	3,2	99,5	100,0	100,0	28,4	27,6	23,7	20,4	81,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	106,0	2,4	2,1	0,8	2,7	20,3	2,2	.	.	.	.	.	.	.
2008 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	107,2	3,3	3,0	0,6	2,7	33,4	3,1	121,6	11,3	3,1	-2,5	1,5	42,0	1,9
IV	105,8	1,8	2,3	1,8	3,2	-11,3	1,7	.	.	.	.	.	.	.
2008 Jul	107,5	3,5	3,0	0,6	2,7	38,1	3,2	123,9	13,2	2,0	-2,5	1,1	51,0	1,9
Ago	107,1	3,2	2,9	0,4	2,9	34,6	2,9	121,8	12,1	3,3	-2,7	1,5	46,4	1,9
Sep	107,2	3,3	3,2	0,9	2,6	27,6	3,1	119,1	8,6	4,1	-2,3	1,9	28,9	1,9
Oct	106,9	3,1	3,2	1,9	3,3	7,5	2,9	114,6	3,7	3,3	-1,4	3,2	9,2	1,5
Nov	105,9	1,8	2,2	2,4	3,4	-17,0	1,8	109,4	-2,5	1,0	-0,5	3,8	-11,2	0,1
Dic	104,5	0,5	1,3	1,0	2,8	-23,0	0,4	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en la sección 5.1 del cuadro 3, debido a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las operaciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		Africa	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Exportaciones (f.o.b.)														
2004	1.144,0	25,8	42,1	204,5	133,9	35,8	66,6	31,8	172,7	225,7	40,4	33,3	64,5	40,6	100,0
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	46,8	108,6
2006	1.385,0	31,7	49,9	216,8	189,9	55,1	77,3	38,8	199,9	271,7	53,8	34,6	77,7	54,3	122,0
2007	1.504,9	33,8	55,2	229,0	221,4	66,9	82,1	41,0	195,0	296,3	60,4	34,3	87,5	61,5	135,2
2007 II	370,3	8,4	13,8	55,8	54,1	16,6	20,0	9,9	48,7	72,9	14,7	8,8	21,5	15,5	33,3
2007 III	381,6	8,5	14,1	58,7	56,6	17,2	20,7	10,2	49,3	75,2	15,6	8,5	22,1	15,6	33,3
2007 IV	384,3	8,6	13,8	57,8	57,8	17,6	20,9	10,7	47,5	76,3	15,8	8,3	22,5	15,6	35,4
2008 I	396,6	8,8	13,9	57,3	60,2	19,4	21,0	12,0	49,0	78,9	16,8	8,6	24,0	16,0	36,0
2008 II	397,5	8,9	14,1	57,5	61,0	19,6	22,0	11,2	47,0	78,0	16,9	8,5	24,9	16,5	36,9
2008 III	398,1	9,0	13,8	55,8	62,0	20,1	21,6	10,7	46,1	76,6	16,0	8,2	26,4	18,0	38,0
2008 Jun	130,7	3,0	4,7	18,8	20,2	6,5	7,3	3,6	15,5	25,9	5,6	2,8	8,5	5,6	11,0
2008 Jul	134,2	3,0	4,7	18,9	20,7	6,8	7,2	3,7	15,1	25,7	5,6	2,8	8,8	6,0	13,4
2008 Ago	131,2	3,0	4,5	18,5	20,5	6,6	7,2	3,5	15,4	25,4	5,2	2,7	8,9	5,8	12,0
2008 Sep	132,8	3,0	4,6	18,4	20,8	6,7	7,2	3,5	15,6	25,4	5,2	2,7	8,8	6,2	12,6
2008 Oct	129,1	2,9	4,5	17,9	20,3	6,6	7,2	3,1	14,9	25,2	5,5	2,7	8,5	6,3	11,7
2008 Nov	123,0	.	.	.	.	5,3	7,1	2,7	14,7	25,0	5,3	2,7	8,4	5,0	.
	En porcentaje del total de exportaciones														
2007	100,0	2,2	3,7	15,2	14,7	4,4	5,5	2,7	13,0	19,7	4,0	2,3	5,8	4,1	9,0
	Importaciones (c.i.f.)														
2004	1.075,1	25,4	39,8	144,8	115,5	56,6	53,3	23,2	113,4	309,1	92,3	54,1	72,9	45,2	75,9
2005	1.226,7	26,5	42,3	153,2	127,8	76,2	58,1	25,5	119,8	363,4	118,1	53,2	96,0	53,8	83,9
2006	1.397,3	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	92,9
2007	1.483,7	28,5	52,0	168,6	174,7	97,9	67,2	32,4	131,6	450,5	171,2	58,7	114,2	75,2	91,0
2007 II	363,2	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	22,9
2007 III	375,7	7,4	12,9	43,0	44,9	23,7	17,2	8,2	33,2	114,3	44,4	14,8	28,1	18,9	23,9
2007 IV	382,6	6,9	13,3	42,7	45,2	27,4	16,5	8,4	32,7	114,6	43,6	14,6	31,6	19,8	23,4
2008 I	396,5	7,3	13,8	43,6	47,6	28,0	17,0	8,3	34,2	118,1	43,8	14,9	34,3	19,8	24,5
2008 II	401,6	7,7	13,2	41,6	48,4	29,2	17,4	8,4	33,8	117,4	44,2	14,3	36,7	20,5	27,3
2008 III	416,1	8,1	13,1	42,0	49,0	32,1	17,7	8,1	34,6	121,9	47,4	14,3	37,7	20,5	31,1
2008 Jun	134,5	2,4	4,3	13,8	16,0	9,4	5,9	2,8	11,4	39,5	14,8	4,7	12,6	6,7	9,7
2008 Jul	140,7	3,0	4,4	14,0	16,1	11,6	6,1	2,8	12,0	41,1	15,7	4,8	12,5	6,7	10,4
2008 Ago	137,2	2,4	4,4	14,1	16,6	10,1	5,8	2,7	11,1	40,8	15,9	4,9	13,1	6,9	9,3
2008 Sep	138,2	2,6	4,4	13,9	16,3	10,5	5,9	2,7	11,4	40,1	15,8	4,7	12,1	6,9	11,4
2008 Oct	131,2	2,3	4,3	13,9	16,2	9,0	5,9	2,7	10,9	39,5	16,0	4,5	10,7	6,7	9,2
2008 Nov	127,9	.	.	.	.	7,5	5,8	2,6	11,2	37,8	15,6	4,4	10,5	6,6	.
	En porcentaje del total de importaciones														
2007	100,0	1,9	3,5	11,4	11,8	6,6	4,5	2,2	8,9	30,4	11,5	4,0	7,7	5,1	6,1
	Saldo														
2004	68,9	0,4	2,3	59,6	18,4	-20,8	13,3	8,6	59,3	-83,4	-52,0	-20,8	-8,4	-4,6	24,1
2005	11,1	2,5	2,9	50,0	25,4	-32,8	12,7	9,2	65,2	-119,2	-74,8	-19,1	-22,6	-6,9	24,7
2006	-12,3	3,2	2,0	49,7	37,6	-40,5	15,0	9,4	73,9	-146,8	-90,8	-22,4	-32,7	-12,0	29,1
2007	21,2	5,3	3,3	60,4	46,7	-31,0	14,9	8,6	63,5	-154,1	-110,9	-24,5	-26,8	-13,7	44,2
2007 II	7,1	1,2	0,9	13,7	11,3	-7,4	3,5	2,0	16,6	-36,2	-25,7	-5,7	-6,0	-2,9	10,3
2007 III	5,9	1,2	1,2	15,7	11,7	-6,4	3,5	2,0	16,0	-39,1	-28,8	-6,3	-6,1	-3,3	9,4
2007 IV	1,7	1,6	0,5	15,1	12,5	-9,9	4,4	2,3	14,8	-38,3	-27,8	-6,3	-9,1	-4,3	12,0
2008 I	0,1	1,6	0,1	13,8	12,6	-8,6	4,0	3,7	14,8	-39,2	-27,1	-6,4	-10,2	-3,8	11,5
2008 II	-4,1	1,2	0,8	15,9	12,6	-9,5	4,6	2,8	13,2	-39,4	-27,3	-5,8	-11,8	-4,0	9,6
2008 III	-18,0	0,9	0,7	13,8	13,0	-12,1	3,9	2,6	11,5	-45,3	-31,4	-6,1	-11,3	-2,6	6,9
2008 Jun	-3,8	0,5	0,4	4,9	4,2	-2,8	1,4	0,9	4,1	-13,6	-9,2	-1,9	-4,0	-1,1	1,4
2008 Jul	-6,5	0,0	0,3	4,9	4,6	-4,8	1,1	1,0	3,1	-15,3	-10,0	-2,0	-3,7	-0,7	3,0
2008 Ago	-6,1	0,6	0,1	4,4	3,9	-3,5	1,4	0,8	4,2	-15,3	-10,8	-2,1	-4,2	-1,1	2,7
2008 Sep	-5,4	0,4	0,2	4,5	4,5	-3,8	1,4	0,8	4,2	-14,7	-10,7	-2,0	-3,4	-0,7	1,2
2008 Oct	-2,1	0,6	0,2	4,0	4,1	-2,4	1,3	0,5	3,9	-14,3	-10,5	-1,8	-2,2	-0,4	2,5
2008 Nov	-4,9	.	.	.	.	-2,2	1,3	0,1	3,4	-12,9	-10,3	-1,7	-2,1	-1,6	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-21						TCE-41	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	103,7	105,1	103,2	102,3	102,3	101,1	110,1	103,8
2007	107,9	109,0	107,1	106,4	105,2	104,7	114,3	107,1
2008	113,0	113,6	110,0	-	-	-	120,0	111,0
2007 IV	110,7	111,9	109,8	109,1	107,5	107,5	117,2	109,6
2008 I	112,9	113,9	111,4	111,5	110,7	109,3	119,6	111,4
II	116,0	116,5	113,2	114,5	114,4	113,0	122,9	113,9
III	114,1	114,1	110,2	112,6	114,5	111,1	120,8	111,3
IV	109,1	109,8	105,2	-	-	-	116,7	107,7
2008 Ene	112,2	113,1	110,6	-	-	-	118,5	110,6
Feb	112,0	112,7	110,6	-	-	-	118,4	110,1
Mar	114,8	115,8	113,0	-	-	-	121,8	113,4
Abr	116,3	116,9	114,0	-	-	-	123,4	114,4
May	115,8	116,3	113,0	-	-	-	122,7	113,6
Jun	115,8	116,3	112,5	-	-	-	122,7	113,5
Jul	116,2	116,3	112,4	-	-	-	123,2	113,5
Ago	113,9	114,0	110,2	-	-	-	120,3	111,0
Sep	112,0	112,1	108,1	-	-	-	118,7	109,3
Oct	107,9	108,4	104,3	-	-	-	115,4	106,4
Nov	107,1	107,9	103,2	-	-	-	114,5	105,7
Dic	112,4	113,0	108,0	-	-	-	120,3	110,7
2009 Ene	111,9	112,4	107,0	-	-	-	119,9	110,2
	% variación sobre mes anterior							
2009 Ene	-0,4	-0,5	-1,0	-	-	-	-0,3	-0,5
	% variación sobre año anterior							
2009 Ene	-0,2	-0,7	-3,3	-	-	-	1,2	-0,3

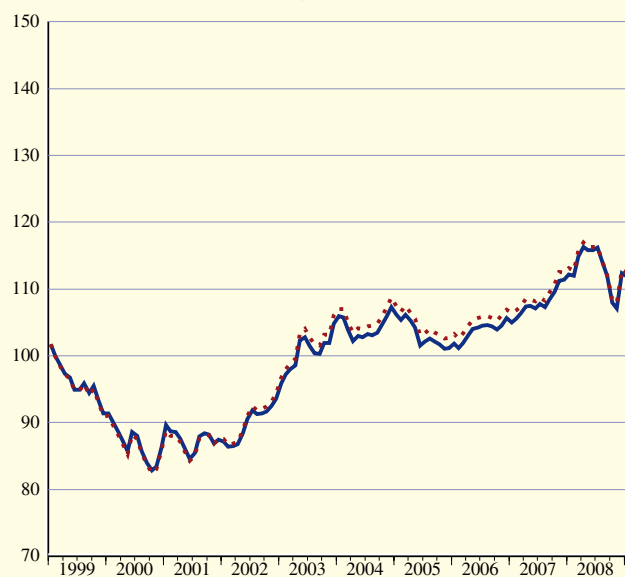
C36 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

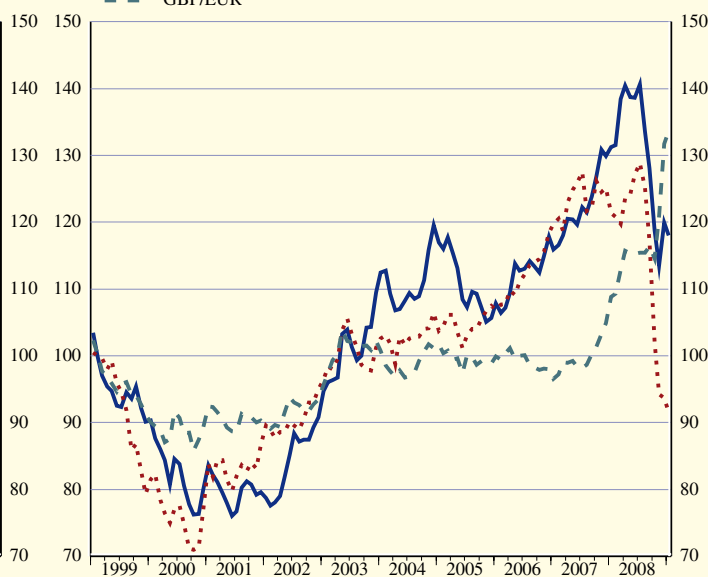
C37 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— TCE-21 nominal
 TCE-21 real deflactado por el IPC



— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Won sur-coreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1.606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2008 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 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
2009 Ene	7,4519	10,7264	0,91819	1,3239	119,73	1,4935	1.801,97	10,2687	1,9742	1,6233	9,2164	1,9633
	% variación sobre mes anterior											
2009 Ene	0,0	-0,3	1,5	-1,6	-2,3	-3,0	-2,6	-1,5	-0,7	-2,2	-2,2	-2,3
	% variación sobre año anterior											
2009 Ene	0,0	13,7	22,9	-10,1	-24,5	-7,8	29,9	-10,6	-6,3	9,2	15,8	17,6

	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064
2008 II	24,830	15,6466	0,6997	3,4528	248,04	3,4070	1,9558	3,6521	7,2556	1,9717
2008 III	24,093	15,6466	0,7045	3,4528	236,07	3,3081	1,9558	3,5768	7,1827	1,8235
2008 IV	25,344	15,6466	0,7090	3,4528	263,36	3,7658	1,9558	3,8165	7,1752	2,0261
2008 Jul	23,528	15,6466	0,7035	3,4528	231,82	3,2591	1,9558	3,5764	7,2297	1,9128
2008 Ago	24,287	15,6466	0,7039	3,4528	235,88	3,2920	1,9558	3,5271	7,1947	1,7669
2008 Sep	24,497	15,6466	0,7060	3,4528	240,68	3,3747	1,9558	3,6248	7,1223	1,7843
2008 Oct	24,768	15,6466	0,7093	3,4528	260,15	3,5767	1,9558	3,7479	7,1639	1,9612
2008 Nov	25,193	15,6466	0,7092	3,4528	265,32	3,7326	1,9558	3,7838	7,1366	2,0342
2008 Dic	26,120	15,6466	0,7084	3,4528	265,02	4,0044	1,9558	3,9227	7,2245	2,0894
2009 Ene	27,169	15,6466	0,7043	3,4528	279,86	4,2300	1,9558	4,2354	7,3603	2,1233
	% variación sobre mes anterior									
2009 Ene	4,0	0,0	-0,6	0,0	5,6	5,6	0,0	8,0	1,9	1,6
	% variación sobre año anterior									
2009 Ene	4,3	0,0	0,9	0,0	9,3	17,2	0,0	14,7	0,6	22,6

	Real brasileño ¹⁾	Yuan renminbi chino	Corona islandesa ²⁾	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano ¹⁾	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33
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	143,83	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	261,87	14.469,21	4,6798	17,1856	2,2829	63,653	35,9649	13,0786	45,904
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
2009 Ene	3,0596	9,0496	-	14.802,07	4,7291	18,3762	2,4132	62,354	42,3282	13,1255	46,218
	% variación sobre mes anterior										
2009 Ene	-5,2	-1,9	-	-3,1	-1,0	1,7	0,1	-3,3	11,7	-2,2	-1,9
	% variación sobre año anterior										
2009 Ene	17,2	-15,1	-	7,0	-1,7	14,4	26,6	3,8	17,5	27,3	3,3

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.

2) El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
IAPC											
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,7	2,3
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
2008 II	14,0	6,7	3,7	11,5	17,5	12,3	6,8	4,3	8,6	3,6	3,4
III	12,5	6,5	4,6	11,0	15,6	12,0	6,3	4,4	8,2	4,0	4,8
IV	9,0	4,4	3,0	8,7	11,9	9,4	4,2	3,6	6,9	2,7	3,9
2008 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	3,1
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											
2007	6,2	6,0	1,6	6,3	10,0	8,9	1,1	6,7	6,0	2,5	3,0
2008	.	.	.	.	.	3,2	.	.	.	.	0,7
2008 II	7,1	4,6	0,6	-1,1	-2,0	5,3	1,6	5,8	9,3	0,7	1,7
III	6,8	4,2	-1,3	-3,5	-3,7	2,8	1,0	5,6	9,1	0,3	0,3
IV	.	.	.	.	.	-1,4	.	.	.	.	-1,8
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	-20,6	-12,8	-5,1	-3,6	-12,9	8,4	-2,6
2008 I	-25,1	4,1	-2,3	-11,2	-15,7	-15,2	-3,4	-3,6	-13,5	10,1	-0,9
II	-27,6	-4,7	3,4	-9,6	-11,4	-15,1	-6,8	-4,1	-14,7	5,0	-1,8
III	-13,8	-3,2	3,4	-6,6	-11,0	-8,4	-8,7	-3,9	-10,3	8,1	-2,0
Costes laborales unitarios											
2006	4,4	1,2	2,2	8,7	15,3	10,2	1,3	0,1	4,9	-0,4	2,2
2007	14,2	3,1	4,2	19,8	27,0	10,6	4,9	3,1	14,6	4,7	1,3
2008 I	16,8	4,9	7,1	19,4	26,8	10,9	-	-	-	2,2	1,6
II	17,7	3,3	3,8	15,2	22,6	11,4	-	-	-	0,8	1,8
III	13,0	2,3	.	19,6	24,5	12,0	-	-	-	2,2	2,5
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)											
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	6,1	5,3
2008	5,7	4,4	3,5	6,0	7,3	5,7	7,9	7,1	.	6,2	.
2008 II	5,8	4,5	3,2	4,4	6,2	4,8	7,7	7,3	5,7	5,8	5,4
III	5,4	4,3	3,5	6,4	7,3	6,1	7,9	6,8	5,8	6,1	5,8
IV	5,3	4,5	4,2	8,5	9,3	7,2	8,2	6,5	.	6,8	.
2008 Ago	5,4	4,3	3,5	6,4	7,3	6,3	7,9	6,8	5,8	6,1	5,8
Sep	5,3	4,3	3,6	7,1	7,8	6,2	7,9	6,6	5,8	6,4	5,9
Oct	5,3	4,4	3,8	7,8	8,3	6,4	8,0	6,5	.	6,6	6,1
Nov	5,3	4,5	4,1	8,5	9,2	7,1	8,2	6,5	.	6,9	.
Dic	5,4	4,7	4,5	9,2	10,4	8,0	8,5	6,5	.	6,9	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

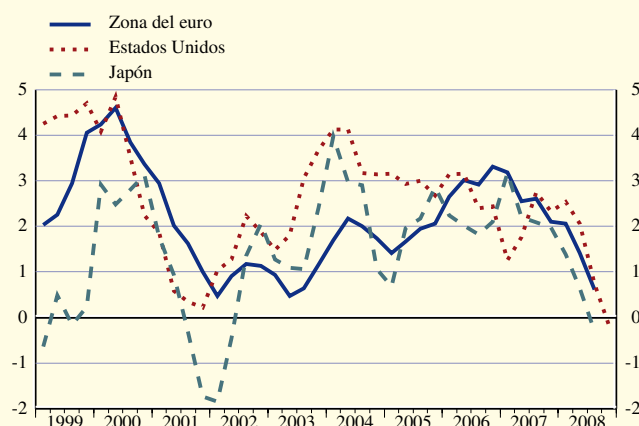
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ (cupón cero), fin de período	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
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	3,8	.	1,3	-2,4	5,8	6,8	2,93	4,39	1,4708	.	.
2007 IV	4,0	0,9	2,3	2,5	4,8	5,8	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	6,1	2,91	4,69	1,5050	-5,9	52,8
IV	1,6	.	-0,2	-7,7	6,9	8,5	2,77	3,71	1,3180	.	.
2008 Sep	4,9	-	-	-6,6	6,2	6,5	3,12	4,48	1,4370	-	-
Oct	3,7	-	-	-5,4	6,6	7,7	4,06	4,46	1,3322	-	-
Nov	1,1	-	-	-7,8	6,8	8,0	2,28	3,95	1,2732	-	-
Dic	0,1	-	-	-10,0	7,2	9,9	1,83	2,75	1,3449	-	-
2009 Ene	.	-	-	.	.	.	1,21	2,75	1,3239	-	-
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	1,4	.	.	-3,4	4,0	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	1,0	.	.	-14,7	4,0	1,8	0,96	1,46	126,71	.	.
2008 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	-	-	-16,6	3,9	1,8	0,91	1,50	123,28	-	-
Dic	0,4	-	-	-20,7	4,4	1,8	0,92	1,33	122,51	-	-
2009 Ene	.	-	-	.	.	.	0,73	1,27	119,73	-	-

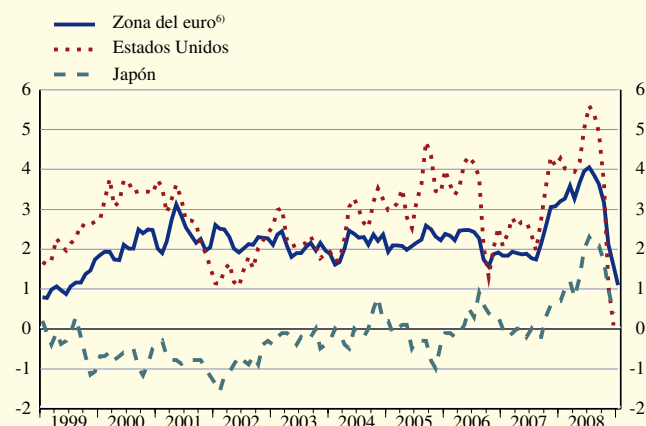
C38 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C39 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón), datos de la zona del euro en el gráfico]; Reuters (columnas 7 y 8); cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S14
C7	Préstamos a las AAPP	S16
C8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
C9	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C11	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C15	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C16	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C17	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C19	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C20	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C21	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C22	Nuevos depósitos a plazo	S43
C23	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C24	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C25	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C26	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
C27	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
C28	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C29	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C30	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C31	Cuenta corriente	S60
C32	Bienes	S61
C33	Servicios	S61
C34	Inversiones netas directas y de cartera	S64
C35	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S69
C36	Tipos de cambio efectivos	S72
C37	Tipos de cambio bilaterales	S72
C38	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C39	Índices de precios de consumo	S75

NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

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

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajusta-

dos³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se derivan de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En el cuadro 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. Por lo que respecta a las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. De la misma manera, en la cuenta financiera también se refleja esta identidad contable, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de los cuadros 3.1 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo.

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 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 4 de febrero 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 extendiera 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 n° 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 3605/93 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas⁹. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con los Reglamentos (CE) n° 501/2004 y n° 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)¹⁰, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹¹. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo del 2007), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargar-

se del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávit de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero del 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con fines de presentación conjunta de datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por

8 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

9 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

10 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

11 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 8 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de donde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre la renta de la inversión pendiente de pago a Brasil, China continental, India y Rusia. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la posición de inversión internacional (p.i.i.) de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una economía única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero del 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero del 2008). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que, en gran medida, se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otra inversión (como por ejemplo préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la p.i.i. es parcialmente estimada a partir de las transacciones financieras, de

los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la p.i.i. y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. La desagregación de las variaciones de la p.i.i. se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones con información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta

dirección también figuran datos más exhaustivos acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que las transacciones de balanza de pagos reflejan las transacciones de la contrapartida exterior de M3. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las transacciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores hasta dos años distintos de acciones. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 siguen la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponden con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por áreas geográficas (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y los precios industriales de exportación (o precios indus-

triales de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 los introdujo el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2006, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones C a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio c.i.f. (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones C a E de la NACE. No están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio f.o.b. (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, incluidos todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) nº 586/2001 de la Comisión (DO L 86, 27.3.2001, p. 11). Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre del 2008.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001,

con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-21 está integrado por los 11 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-41 incluye, además de los del TCE-21, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 8, titulado «Los tipos de cambio efectivos del euro tras las recientes ampliaciones de la zona del euro y de la UE», en el Boletín Mensual de marzo del 2007, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,50%, 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 Go-

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2006 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

bierno 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.

5 DE FEBRERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.



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 noviembre del 2008 y enero del 2009. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.europa.eu.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2007», abril 2008.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2008».

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

BOLETÍN MENSUAL, EDICIÓN ESPECIAL

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

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

«Estabilidad de precios y crecimiento», mayo 2008.

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

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

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

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

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

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

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

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

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



- «Valoración de los mercados de valores y prima de riesgo de las acciones», noviembre 2008.
- «Diez años de TARGET y puesta en marcha de TARGET2», noviembre 2008.
- «Riqueza inmobiliaria y consumo privado en la zona del euro», enero 2009.
- «Acumulación de activos exteriores por parte de las autoridades en los mercados emergentes», enero 2009.
- «Nueva evidencia procedente de una encuesta sobre el proceso de determinación de los salarios en Europa», febrero 2009.
- «Evaluación de las tendencias mundiales de proteccionismo», febrero 2009.

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. Manganeli, 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. Rüffer e I. Bunda, septiembre 2008.
- 95 «Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems», Grupo de expertos sobre retos relacionados con la estabilidad financiera en los países candidatos del Comité de Relaciones Internacionales, septiembre 2008.
- 96 «The monetary presentation of the euro area balance of payments», L. Bê Duc, F. Mayerlen y P. Sola, septiembre 2008.
- 97 «Globalisation and the competitiveness of the euro area», F. di Mauro y K. Forster, septiembre 2008.
- 98 «Will oil prices decline over the long run?», R. Kaufmann, P. Karadeloglou y F. di Mauro, octubre 2008.
- 99 «The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches», A. M. Agresti, P. Baudino y P. Poloni, noviembre 2008.
- 100 «Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use», the Eurosystem Household Finance y Consumption Network, enero 2009.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

«Research Bulletin», n.º 7, junio 2008.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 956 «The political economy under Monetary Union: has the euro made a difference?», M. Fratzscher y L. Stracca, noviembre 2008.
- 957 «Modelling autoregressive conditional skewness and kurtosis with multi-quantile CAViaR», H. White, T.-H. Kim y S. Manganelli, noviembre 2008.
- 958 «Oil exporters: in search of an external anchor», M. M. Habib y J. Stráský, noviembre 2008.
- 959 «What drives US current account fluctuations?», A. Barnett y R. Straub, noviembre 2008.
- 960 «On implications of micro price data for macro models», B. Maćkowiak y F. Smets, noviembre 2008.
- 961 «Budgetary and external imbalances relationship: a panel data diagnostic», A. Afonso y C. Rault, noviembre 2008.
- 962 «Optimal monetary policy and the transmission of oil-supply shocks to the euro area under rational expectations», S. Adjemian y M. Darracq Pariès, noviembre 2008.
- 963 «Public and private sector wages: co-movement and causality», A. Lamo, J. J. Pérez y L. Schuknecht, noviembre 2008.
- 964 «Do firms provide wage insurance against shocks? Evidence from Hungary», G. Kátay, noviembre 2008.
- 965 «IMF lending and geopolitics», J. Reynaud y J. Vauday, noviembre 2008.
- 966 «Large Bayesian VARs», M. Bańbura, D. Giannone y L. Reichlin, noviembre 2008.
- 967 «Central bank misperceptions and the role of money in interest rate rules», V. Wieland y G. W. Beck, noviembre 2008.
- 968 «A value at risk analysis of credit default swaps», B. Raunig y M. Scheicher, noviembre 2008.
- 969 «Comparing and evaluating Bayesian predictive distributions of asset returns», J. Geweke y G. Amisano, noviembre 2008.
- 970 «Responses to monetary policy shocks in the east and west of Europe», M. Jarociński, noviembre 2008.

- 971 «Interactions between private and public sector wages», A. Afonso y P. Gomes, noviembre 2008.
- 972 «Monetary policy and housing prices in an estimated DSGE for the United States and the euro area», M. Darracq Pariès y A. Notarpietro, noviembre 2008.
- 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.
- 989 «Modelling loans to non-financial corporations in the euro area», C. Kok Sørensen, D. Marqués Ibáñez y C. Rossi, enero 2009.
- 990 «Fiscal policy, housing and stock prices», A. Afonso y R. M. Sousa, enero 2009.
- 991 «The macroeconomic effects of fiscal policy», A. Afonso y R. M. Sousa, enero 2009.
- 992 «FDI and productivity convergence in central and eastern Europe: an industry-level investigation», M. Bijsterbosch y M. Kolasa, enero 2009.
- 993 «Has emerging Asia decoupled? An analysis of production and trade linkages using the Asian international input-output table», G. Pula y T. A. Peltonen, enero 2009.
- 994 «Fiscal sustainability and policy implications for the euro area», F. Balassone, J. Cunha, G. Langenus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer y P. Tommasino, enero 2009.
- 995 «Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?», M. Ca' Zorzi, A. Chudik y A. Dieppe, enero 2009.
- 996 «What drives euro area break-even inflation rates?», M. Ciccarelli y J. A. García, enero 2009.
- 997 «Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial corporations», C. Coluzzi, A. Ferrando y C. Martínez-Carrascal, enero 2009.
- 998 «Infinite-dimensional VARs and factor models», A. Chudik y M. H. Pesaran, enero 2009.
- 999 «Risk-adjusted forecasts of oil prices», P. Pagano y M. Pisani, enero 2009.

- 1000 «Wealth effects in emerging market economies», T. A. Peltonen, R. M. Sousa e I. S. Vansteenkiste, enero 2009.
- 1001 «Identifying the elasticity of substitution with biased technical change», M. A. León-Ledesma, P. McAdam y A. Willman, enero 2009.

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).
«Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament», enero 2009 (sólo en Internet).

FOLLETOS INFORMATIVOS

«The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», 2.^a edición, abril 2008.
«Price stability – why is it important for you?», junio 2008.
«A single currency – an integrated market infrastructure», septiembre 2008.

GLOSARIO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

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

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

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

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

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