



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

BOLETÍN MENSUAL OCTUBRE

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

09 | 2008

10 | 2008

11 | 2008

12 | 2008

EMBARGO

Este informe se hará público a las 10, hora del BCE (hora central europea), del jueves 9 de octubre de 2008. No podrá divulgarse ningún dato de este informe antes de que termine el embargo.

Los medios de comunicación que incumplan el embargo dejarán de recibir documentos con antelación a la hora de publicación. Los datos incluidos en esta versión preliminar pueden ser revisados; el BCE se reserva el derecho a hacer modificaciones sin notificación previa.



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL OCTUBRE 2008

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

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

© Banco Central Europeo, 2008

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

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

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

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

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

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

*La recepción de información estadística
para elaborar este Boletín se ha cerrado
el 30 de septiembre de 2008.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9
Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	15
Precios y costes	35
Producto, demanda y mercado de trabajo	43
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	49
Recuadros	
1 El contenido informativo del crecimiento real de M1 para el crecimiento del PIB de la zona del euro	17
2 Tendencias de los precios de los bienes industriales no energéticos	37
3 Cambios recientes en la composición geográfica de la demanda exterior de bienes producidos en la zona del euro	52
ARTÍCULOS	
Diez años del Pacto de Estabilidad y Crecimiento	59
Fusiones y adquisiciones bancarias transfronterizas e inversores institucionales	73
ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
ANEXOS	
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real)	V
Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2007	IX
Glosario	XVII

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.



DECISIONES DEL 8 DE OCTUBRE DE 2008

La presente edición del Boletín Mensual terminó de redactarse antes de la decisión del Consejo de Gobierno de reducir los tipos de interés oficiales del BCE y de modificar el procedimiento de subasta y la banda de las facilidades permanentes el 8 de octubre de 2008. Las notas de prensa que figuran a continuación hacen referencia a esa decisión.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Desde el comienzo de la actual crisis financiera, los bancos centrales han mantenido entre ellos consultas de manera constante y han colaborado en acciones conjuntas sin precedentes como la inyección de liquidez para reducir las tensiones de los mercados financieros.

Las presiones inflacionistas han comenzado a moderarse en algunos países, reflejando parcialmente un marcado descenso de los precios de la energía y de otras materias primas. Las expectativas de inflación están disminuyendo y se mantienen ancladas a la estabilidad de precios. La reciente intensificación de la crisis financiera ha aumentado los riesgos a la baja para el crecimiento, lo que ha reducido en mayor medida los riesgos al alza para la estabilidad de precios.

Se justifica por tanto cierta suavización de las condiciones monetarias mundiales. En consecuencia, el Bank of Canada, el Bank of England, el Banco Central Europeo (BCE), la Reserva Federal, el Sveriges Riksbank y el Swiss National Bank han anunciado hoy reducciones de los tipos de interés oficiales. El Banco de Japón ha expresado su apoyo decidido a estas medidas.

El Consejo de Gobierno del BCE, a través de teleconferencia, ha adoptado hoy las siguientes decisiones de política monetaria:

- El tipo mínimo de puja correspondiente a las operaciones principales de financiación del Eurosistema se reducirá en 50 puntos básicos hasta situarse en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre de 2008.
- El tipo de interés aplicable a la facilidad marginal de crédito se reducirá en 50 puntos básicos

hasta situarse en el 4,75%, con efectos inmediatos.

- El tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito se reducirá en 50 puntos básicos hasta situarse en el 2,75%, con efectos inmediatos.

En la zona del euro, los riesgos al alza para la inflación se han reducido en mayor medida recientemente. Es imperativo evitar que se produzcan efectos de segunda vuelta generalizados en el proceso de fijación de precios y salarios. Mantener las expectativas de inflación firmemente ancladas en niveles compatibles con nuestro objetivo y garantizar la estabilidad de precios a medio plazo fomentará el crecimiento sostenible y el empleo y contribuirá a la estabilidad financiera.

CAMBIOS EN EL PROCEDIMIENTO DE SUBASTA Y EN LA BANDA DE LAS FACILIDADES PERMANENTES

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha decidido en el día de hoy, mediante una teleconferencia, adoptar las dos medidas siguientes:

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, que actualmente es del 3,75%.

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. Por consiguiente, a partir del 9 de octubre, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se reducirá de 100 a 50 puntos básicos por encima del tipo de interés de la operación principal de financiación (esto es, actualmente, al 4,25%) y el tipo de interés de la facilidad de depósito se incrementará de 100 a 50 puntos básicos por debajo del tipo de interés de la operación principal de financiación (esto es, actualmente, al 3,25%).

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.

El BCE seguirá reconduciendo la liquidez hacia una situación equilibrada, de forma coherente con el objetivo de mantener los tipos de interés a corto plazo en un nivel próximo al tipo de interés de la operación principal de financiación.



EDITORIAL¹

En su reunión celebrada el 2 de octubre de 2008, 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. El Consejo de Gobierno ha analizado exhaustivamente la reciente intensificación de las perturbaciones de los mercados financieros y su posible incidencia en la actividad económica y en la inflación, habida cuenta del nivel extraordinariamente elevado de incertidumbre derivado de los últimos acontecimientos. En este contexto, el Consejo de Gobierno subraya la importancia crucial de mantener las expectativas de inflación firmemente ancladas en niveles compatibles con su objetivo de estabilidad de precios. La estabilidad de precios promueve una asignación eficiente de los recursos, contiene las primas de riesgo de inflación y los costes de financiación a más largo plazo, y mantiene el poder adquisitivo del euro. De este modo, apoya el crecimiento sostenible y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera. Los datos más recientes confirman claramente un debilitamiento de la actividad económica en la zona del euro, con una atenuación de la demanda interna y unas condiciones de financiación más restrictivas. Paralelamente, el Consejo de Gobierno admite que es probable que las tasas de inflación interanual se mantengan muy por encima de los niveles compatibles con la estabilidad de precios durante algún tiempo. En un entorno de debilitamiento de la demanda, los riesgos al alza para la estabilidad de precios se han reducido ligeramente, aunque no han desaparecido. Aunque el ritmo aún vigoroso de la expansión monetaria subyacente apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, el crecimiento de los agregados monetarios amplios y de los agregados crediticios muestra nuevamente signos de moderación. En este contexto, el Consejo de Gobierno subraya que es imperativo evitar que se produzcan efectos de segunda vuelta generalizados en el proceso de fijación de precios y salarios e insta a las partes interesadas a que asuman sus responsabilidades frente a los excepcionales retos que se plantean actualmente. En consecuencia, el Consejo de Gobierno confirma su determinación por garantizar la estabilidad de precios a medio plazo y que continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

Al analizar la evolución actual de la actividad económica, es preciso destacar que la actual situación viene acompañada de un nivel extraordinariamente elevado de incertidumbre, en gran parte derivado de la reciente intensificación de las perturbaciones de los mercados financieros. Esto dificulta la evaluación de las perspectivas económicas a corto y medio plazo. Mientras la economía mundial en su conjunto siente los efectos adversos de la intensificación y prolongación de las perturbaciones de los mercados financieros, los datos más recientes confirman claramente un debilitamiento de la actividad económica en la zona del euro, con una atenuación de la demanda interna y unas condiciones de financiación más restrictivas. La disminución de los precios del petróleo desde el máximo registrado en julio y el crecimiento continuado de economías emergentes podría apoyar una recuperación gradual durante el 2009.

En opinión del Consejo de Gobierno, las perspectivas económicas están sujetas a riesgos a la baja intensificados, que se derivan principalmente de un escenario en el que la persistencia de tensiones en los mercados financieros tiene una incidencia sobre la economía real más negativa de lo previsto actualmente. Otros riesgos a la baja están relacionados con la posibilidad de nuevos aumentos de los precios altamente volátiles de la energía y de los alimentos, de una evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales y de una intensificación de las presiones proteccionistas.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se ha mantenido muy por encima del nivel acorde con la estabilidad de precios desde el pasado otoño, situándose, según la estimación preliminar de Eurostat, en el 3,6% en septiembre, frente al 3,8% registrado en agosto. Este nivel aún preocupante de inflación se debe en gran medida a los efectos directos e indirectos de los drásticos incrementos de los precios de la energía y de los alimentos registrados anteriormente en todo el mundo. Asimismo, el crecimiento de los salarios ha repuntado vigorosamente en los últimos trimestres, pese

1 El presente Editorial fue finalizado el 6 de octubre de 2008.

a la pérdida de dinamismo del crecimiento y a la ralentización de la productividad del trabajo. Esto ha dado lugar a un acusado incremento interanual de los costes laborales unitarios —hasta el 3,4%— en el segundo trimestre de este año, tras varios años de aumentos más moderados en un intervalo del 1% al 1,5%.

En cuanto al futuro, tomando como base los actuales precios de los futuros sobre las materias primas, es probable que las tasas de inflación interanuales medidas por el IAPC se mantengan muy por encima de los niveles compatibles con la estabilidad de precios durante algún tiempo y que se moderen gradualmente durante el 2009. En el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, teniendo en cuenta el debilitamiento de la demanda, los riesgos al alza para la estabilidad de precios han disminuido en cierta medida, aunque no han desaparecido. Entre ellos se incluye la posibilidad de que los pasados incrementos de los precios de las materias primas generen efectos indirectos adicionales y más pronunciados sobre los precios de consumo así como de una nueva subida de los precios de las materias primas. En particular, existe enorme preocupación por que la aparición de efectos generalizados de segunda vuelta en la fijación de precios y salarios pudiera intensificar significativamente las presiones inflacionistas. Asimismo, podrían producirse subidas inesperadas de los impuestos indirectos y de los precios administrados.

En estas circunstancias, es imprescindible garantizar que las expectativas de inflación a medio y a más largo plazo se mantienen firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Esto resulta fundamental en un entorno de incertidumbre muy elevada. Debe evitarse la generalización de los efectos de segunda vuelta derivados de la incorporación de anteriores subidas de los precios de la energía y de los alimentos al proceso de fijación de precios y salarios. El Consejo de Gobierno realiza un seguimiento particularmente atento del proceso de fijación de precios y de las negociaciones salariales en la zona del euro y reitera su preocupación por la existencia de mecanismos que indician los salarios nominales a los precios de consumo. Estos mecanismos comportan un

riesgo de perturbaciones alcistas sobre la inflación, que darían lugar a una espiral de precios y salarios perjudicial para el empleo y la competitividad de los países respectivos. En consecuencia, el Consejo de Gobierno insta a que se eliminen tales sistemas.

En cuanto al análisis monetario, los datos monetarios más recientes se refieren a finales de agosto y todavía no reflejan el impacto de la reciente intensificación de las perturbaciones de los mercados financieros. Los nuevos datos se analizarán detenidamente para evaluar dicho impacto. Como observación general, los episodios anteriores sugieren que las tensiones de los mercados financieros pueden tener una influencia relativamente limitada en la evolución monetaria, aunque también se han visto acompañados de importantes desplazamientos de cartera y, en consecuencia, han influido significativamente en los datos monetarios.

Aunque el persistente vigor de la expansión monetaria subyacente apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, los datos disponibles hasta agosto indican que el crecimiento de los agregados monetarios amplios y de los agregados crediticios se moderó durante los últimos meses, como reflejo de las medidas adoptadas desde el 2005 para contrarrestar los riesgos al alza para la estabilidad de precios. Un examen más detallado muestra que la curva de rendimientos plana y la estructura de los tipos de depósito de las entidades de crédito han dado lugar a una serie de efectos sustitución. Primero, se ha producido una sustitución de activos a más largo plazo por instrumentos incluidos en M3, que ofrecen una remuneración similar pero mayor liquidez y menor riesgo. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M3 probablemente sobreestima el ritmo de expansión monetaria subyacente. Segundo, se han producido efectos sustitución dentro de M3. En contraste con el dinamismo de la evolución de M3, el crecimiento interanual de M1 se ha reducido hasta niveles muy bajos, lo que refleja los tipos de interés relativamente atractivos de los depósitos a plazo, que han incrementado el coste de oportunidad del mantenimiento de depósitos en efectivo o a la vista.

En el conjunto de la zona del euro, aunque la disponibilidad de crédito bancario hasta ahora no se

ha visto afectada significativamente por las actuales tensiones financieras, los datos de agosto siguen indicando una moderación gradual del crecimiento de los préstamos conforme a lo previsto, y una desaceleración de la demanda de crédito por parte de las empresas. Paralelamente, el crecimiento de los préstamos a hogares mantiene la tendencia a la baja observada durante los últimos años, como resultado del incremento de los tipos de interés a corto plazo y de la debilidad del mercado de la vivienda en diversas regiones de la zona del euro.

En síntesis, el Consejo de Gobierno ha analizado exhaustivamente la reciente intensificación de las perturbaciones de los mercados financieros y su posible incidencia en la actividad económica y en la inflación, habida cuenta del nivel extraordinariamente elevado de incertidumbre derivado de los últimos acontecimientos. En este contexto, el Consejo de Gobierno subraya la importancia crucial de mantener las expectativas de inflación firmemente ancladas en niveles compatibles con su objetivo de estabilidad de precios. La estabilidad de precios fomenta una asignación eficiente de los recursos, contiene las primas de riesgo de inflación y los costes de financiación a más largo plazo, y mantiene el poder adquisitivo del euro. De este modo, apoya el crecimiento sostenible y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera. Los datos más recientes confirman claramente un debilitamiento de la actividad económica en la zona del euro, con una atenuación de la demanda interna y unas condiciones de financiación más restrictivas. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma claramente que es probable que las tasas de inflación interanual se mantengan durante algún tiempo muy por encima de los niveles compatibles con la estabilidad de precios y que, teniendo en cuenta el debilitamiento de la demanda, los riesgos al alza para la estabilidad de precios se han reducido ligeramente, aunque no han desaparecido. Aunque el ritmo aún intenso de expansión monetaria subyacente apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, el crecimiento de los agregados monetarios amplios y de los agregados crediticios muestra nuevos signos de moderación. Es imperativo evitar que se produz-

can efectos de segunda vuelta generalizados en el proceso de fijación de precios y salarios. Todas las partes interesadas afrontan retos excepcionales y se les insta a que asuman sus responsabilidades. En consecuencia, el Consejo de Gobierno confirma que mantiene su determinación por garantizar la estabilidad de precios a medio plazo y subraya que continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En lo relativo a la política fiscal, en la situación actual de continua incertidumbre económica, es esencial que los gobiernos se atengan a las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas. El mantenimiento de finanzas públicas saneadas permitirá a los gobiernos dejar que los estabilizadores automáticos funcionen libremente contribuyendo así a suavizar el ciclo económico y fortalecer la confianza del sector privado.

En lo concerniente a las políticas estructurales, las medidas encaminadas a fomentar la competitividad y la flexibilidad y moderar el crecimiento de los costes laborales unitarios revisten una importancia capital en las actuales circunstancias económicas. La moderación del crecimiento de los costes laborales unitarios es primordial para todos los países de la zona del euro, siendo particularmente urgente para aquellos que han registrado una disminución significativa de su competitividad de precios y costes durante los últimos años y en los que el desempleo ya ha comenzado a aumentar. Asimismo, las reformas de los mercados de trabajo dirigidas a fomentar el empleo y la inversión, y potenciar la capacitación, la innovación y la eficiencia siguen siendo esenciales para apoyar el crecimiento y las rentas reales a más largo plazo.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se analiza la evolución fiscal en la zona del euro y en los Estados miembros de la UE desde la entrada en vigor del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 1998. En el segundo se describen fusiones y adquisiciones bancarias transfronterizas en la zona del euro en los últimos años, prestando atención al papel de los inversores institucionales.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Las renovadas turbulencias en los mercados financieros, las fuertes fluctuaciones de los precios del petróleo y de las materias primas y los ajustes que se están produciendo en los mercados de la vivienda siguen afectando a la actividad económica mundial. Las recientes tensiones que ha experimentado el sistema bancario estadounidense y las consiguientes turbulencias financieras probablemente dejarán sentir sus efectos en la economía mundial. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas a escala mundial siguen siendo intensas, aunque parecen apreciarse algunas señales de moderación, en consonancia con el reciente descenso de los precios de las materias primas. La intensificación de las turbulencias financieras se ha traducido en un aumento de la incertidumbre respecto a las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y los riesgos se sitúan claramente a la baja.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Las renovadas turbulencias en los mercados financieros, las fuertes fluctuaciones de los precios del petróleo y de las materias primas y los ajustes que se están produciendo en los mercados de la vivienda siguen afectando a la actividad económica mundial. Las recientes tensiones que ha experimentado el sistema bancario estadounidense y las consiguientes turbulencias financieras probablemente dejarán sentir sus efectos en la economía mundial. En agosto, el Índice general de directores de compras, que abarca la producción de todos los sectores, se mantuvo ligeramente por debajo del umbral de 50 puntos que separa la expansión económica de la contracción, ya que la permanente debilidad del sector manufacturero contrarrestó con creces los indicios que apuntaban a una estabilización de la actividad en el sector servicios. El hecho de que los nuevos pedidos volvieran a reducirse indica que, en general, las condiciones del mercado son débiles.

Las presiones inflacionistas a escala mundial siguen siendo intensas, aunque parece que comienzan a apreciarse algunas señales de moderación, en consonancia con el reciente descenso de los precios de las materias primas. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo ligeramente, hasta el 4,7%, en agosto, tras registrar un máximo del 4,8% en julio. Excluidos los alimentos y la energía, los precios de consumo aumentaron un 2,3% en el año transcurrido hasta agosto, es decir, no variaron con respecto al mes anterior. La evidencia de las encuestas sobre los precios mundiales de los bienes intermedios sugiere una notable moderación de la inflación de costes, que refleja las recientes caídas del coste del petróleo y otras materias primas (véase gráfico 1).

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la última estimación indica que el PIB real creció a una tasa anualizada del 2,8% en el segundo trimestre del 2008. En comparación con el práctico estancamiento observado en los dos trimestres anteriores, la aceleración de la actividad económica en el segundo trimestre tuvo su origen,

Gráfico 1 Evolución de los precios en los países de la OCDE

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



Fuentes: OCDE y Markit.

principalmente, en el impulso que las medidas transitorias de estímulo fiscal han dado al consumo privado, en la solidez de la demanda exterior neta y en una reducción del lastre de la inversión residencial. Los datos disponibles más recientes apuntan a que, en el tercer trimestre, se producirá una acusada desaceleración de la economía, ya que los mercados de trabajo se han deteriorado y se ha desacelerado la demanda exterior, al tiempo que los precios de las materias primas se mantienen en niveles elevados. Además, las tensiones en los mercados financieros se han acentuado notablemente en septiembre. El colapso de varias instituciones financieras, como consecuencia de las pérdidas relacionadas con las hipotecas, y la intensificación de las presiones en los mercados de financiación han planteado riesgos para la disponibilidad del crédito y han aumentado la incertidumbre respecto a las perspectivas económicas. En este contexto, las iniciativas que han puesto en marcha las autoridades estadounidenses para restablecer la confianza en el sistema financiero deberían mitigar algunos de los riesgos conexos. No obstante, la aplicación de esas medidas conlleva un deterioro de la situación de las finanzas públicas en el corto plazo.

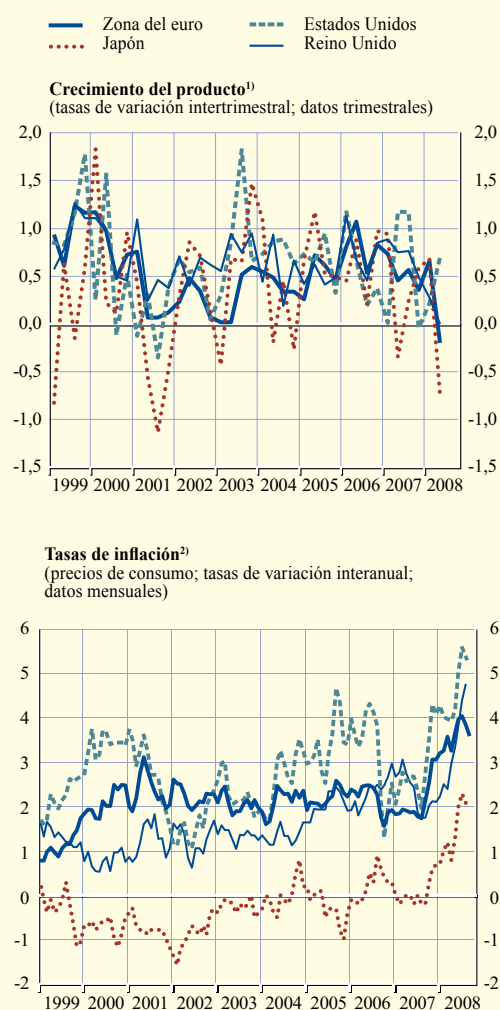
Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, se redujo ligeramente, hasta el 5,4%, en agosto, pero siguió siendo elevada en términos históricos, lo que reflejó, principalmente, un retroceso de las presiones sobre el coste de la energía. La tasa de inflación interanual, excluidos los alimentos y la energía, no experimentó variaciones con respecto al mes anterior y se situó en el 2,5% en agosto.

El 16 de septiembre de 2008, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió, por tercera vez consecutiva, mantener en el 2% el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. La Reserva Federal, en colaboración con el Tesoro de Estados Unidos y varios bancos centrales extranjeros, anunció nuevas iniciativa para mejorar sus mecanismos de provisión de liquidez y brindar apoyo a los mercados financieros en vista del deterioro de la situación.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha experimentado una notable ralentización, como consecuencia de la atonía de la demanda interna y de una desaceleración de las exportaciones. Conforme a la segunda estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real se redujo en el se-

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.

gundo trimestre del 2008 un 0,7% en tasa intertrimestral, contrarrestando en gran medida el crecimiento bastante sólido registrado en el primer trimestre del año (0,7% en tasa intertrimestral). La contracción de la actividad en el segundo trimestre del 2008 fue generalizada y afectó a todos los componentes del PIB. El consumo privado descendió un 0,5%, tras haber aumentado un 0,7% en el primer trimestre, como consecuencia de la moderación del crecimiento de las rentas reales y del deterioro de la situación del mercado de trabajo. Dado que las exportaciones y las importaciones se redujeron notablemente (-2,5% y -2,6%, respectivamente), la contribución de la demanda exterior neta al PIB disminuyó hasta -0,1 puntos porcentuales, frente a los 0,4 puntos porcentuales registrados en el trimestre anterior.

La inflación medida por los precios de consumo ha aumentado en los últimos meses, debido a la subida de los precios de las materias primas. Sin embargo, en agosto, descendió hasta el 2,1%, desde el 2,3% registrado en julio, como consecuencia, en gran medida, del reciente descenso del componente energético. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación interanual, medida por el IPC, se redujo desde el 0,2% de julio hasta el 0,0% en agosto.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la tasa de crecimiento intertrimestral del producto continuó reduciéndose y se situó en el 0,0% en el segundo trimestre, muy por debajo de la tasa de crecimiento de largo plazo (0,7%). Los indicadores de confianza también han seguido, en general, una tendencia descendente y, en los últimos trimestres, se han mantenido en niveles muy inferiores a las medias de largo plazo. Los precios de la vivienda han bajado en los últimos meses, registrando en agosto una caída de alrededor del 10% y del 13%, en tasa interanual, según los índices Nationwide y Halifax, respectivamente. En consonancia con la caída de los precios de la vivienda, en el segundo trimestre del 2008, la producción del sector de la construcción se redujo un 1,1% en tasa intertrimestral. La inflación interanual, medida por el IAPC, se elevó hasta el 4,7% en agosto, desde el 4,4% de julio, como consecuencia de un incremento generalizado en todos los componentes del índice. El Banco de Inglaterra prevé que la inflación aumente aún más en el segundo semestre del 2008.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros grandes países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del PIB fue bastante estable en el segundo trimestre del 2008 y la inflación evolucionó de forma desigual en agosto.

En Suecia, la tasa de crecimiento intertrimestral ha seguido reduciéndose, situándose en el 0,0% en el segundo trimestre del 2008 (muy por debajo de la media de largo plazo del 0,8%). En Dinamarca, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real repuntó hasta el 0,6% en el segundo trimestre (frente a la media de largo plazo del 0,5%), tras registrar un crecimiento negativo del -0,8% en el primer trimestre. En agosto, los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio al por menor volvieron a descender en ambos países, mientras que la inflación interanual, medida por el IAPC, se incrementó de nuevo, alcanzando niveles del 4,8% en Dinamarca y del 4,1% en Suecia. El 4 de septiembre, el Sveriges Riksbank elevó su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 4,75%.

En tres de los cuatro países más grandes de Europa central y oriental, el crecimiento económico se mantuvo estable en el segundo trimestre del 2008, situándose, en tasa intertrimestral, en el 0,6% en Hungría, el 0,9% en la República Checa y el 1,5% en Polonia. La tasa de crecimiento interanual del PIB aumentó aún más en Rumanía, alcanzando el 9,3% en el segundo trimestre. Los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio al por menor experimentaron un deterioro en la República Che-

ca y Polonia en los últimos meses transcurridos hasta agosto, pero se mantuvieron bastante estables o mejoraron en Rumanía y Hungría, respectivamente. En agosto del 2008, la inflación interanual medida por el IAPC se redujo en la República Checa (hasta el 6,2%, desde el 6,8% de julio), Hungría (hasta el 6,4%, desde el 7,0% de julio) y Rumanía (hasta el 8,1%, desde el 9,1% de julio), y se mantuvo prácticamente estable en Polonia (en el 4,4%). La mayor parte del descenso de las tasas de inflación interanuales en la República Checa, Hungría y Rumanía es atribuible al impacto decreciente de los incrementos de precios del pasado año, mientras que, en Polonia, el sólido crecimiento de los salarios contribuyó a mantener los elevados niveles de inflación.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, los resultados económicos han sido divergentes en los últimos meses. Aunque el crecimiento experimentó una significativa desaceleración en el segundo trimestre del 2008 en Hong Kong, Singapur y Taiwán, siguió siendo relativamente vigoroso en las economías más grandes, incluidas China e India. En agosto, la inflación medida por los precios de consumo se redujo en la mayoría de los países, pero los elevados precios industriales y al por mayor, especialmente, en India, indican que las presiones inflacionistas podrían persistir en los próximos meses. Aunque las autoridades monetarias han seguido elevando los tipos de interés oficiales en muchos países, los tipos de interés reales se han mantenido en valores negativos en la mayoría de los casos. Si las presiones inflacionistas siguen siendo intensas durante un período prolongado, el poder adquisitivo de los consumidores podría verse afectado. Es lo que sucede ya en Hong Kong y Corea, en donde el consumo privado se ha debilitado significativamente en el segundo trimestre del 2008. Por el contrario, en otros países, la demanda interna ha seguido siendo robusta.

En China, la actividad económica siguió debilitándose en agosto, pero el crecimiento era aún vigoroso. El crecimiento del valor añadido en la industria se redujo al 12,8%, debido en parte a la suspensión de la actividad de las fábricas durante los Juegos Olímpicos. Tras la contracción experimentada hasta junio, las exportaciones nominales crecieron a una tasa sorprendentemente alta del 21,1% en agosto y el superávit comercial alcanzó un nuevo máximo mensual de 28,7 mm de dólares estadounidenses. La inflación medida por el IPC registró una notable caída, hasta el 4,9%, en comparación con el mismo mes del año anterior, desde el 6,3% de julio. El Banco Central de la República Popular China rebajó el coeficiente de reservas mínimas obligatorias de las entidades de crédito de pequeño y mediano tamaño en 100 puntos básicos, hasta el 16,5%, y redujo el tipo de interés de referencia de los préstamos y créditos en 27 puntos básicos, hasta el 7,2%.

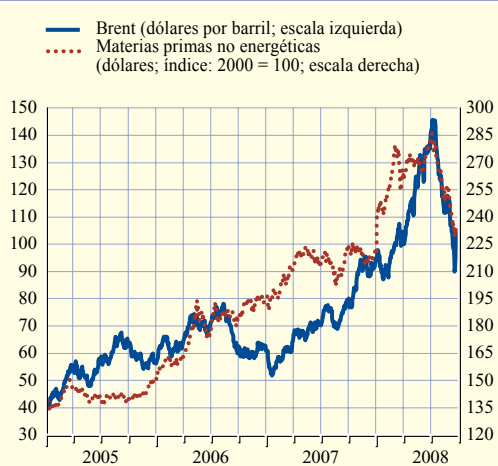
AMÉRICA LATINA

Aunque el ritmo de la actividad económica fue sostenido en América Latina, se observa cierta heterogeneidad en los resultados en lo referente al crecimiento de las grandes economías. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas siguen siendo intensas en toda la región. La actividad económica continuó siendo robusta en Brasil. El PIB real creció a una tasa interanual del 6,2% en el segundo trimestre del 2008, frente al 5,9% del primer trimestre. En agosto, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta el 6,2%, desde el 6,4% de julio. El 10 de septiembre de 2008, el Banco Central de Brasil elevó su principal tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 13,75%. Argentina también registró altos niveles de actividad en el segundo trimestre, con una tasa de crecimiento interanual del PIB real del 7,8%. La inflación interanual medida por los precios de consumo se situó en el 9% en agosto. Por último, en México, la actividad siguió estando dominada por la atonía, y el crecimiento de la producción industrial se redujo un 1% en tasa interanual en julio, mientras que la inflación medida por los precios de consumo aumentó hasta el 5,6% en agosto, desde el 5,4% de julio.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo fluctuaron de forma acusada a lo largo del mes de septiembre, situándose en 97,8 dólares estadounidenses el 30 de septiembre (véase gráfico 3), cifra todavía un 3,7% más alta que a comienzos del año (en euros, el incremento es de alrededor del 8,7%). En la segunda mitad de septiembre, los precios experimentaron fuertes oscilaciones en un contexto de corrección de las posiciones financieras, cayendo primero hacia un nivel de 90 dólares, para recuperarse después y volver a bajar en un clima de renovadas turbulencias financieras. A medio plazo, los participantes en los mercados prevén que los precios se mantendrán en niveles elevados, situándose los precios de los futuros con entrega en diciembre del 2009 en torno a 106 dólares estadounidenses. No obstante, el grado de volatilidad es sumamente alto.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Por lo que respecta a la evolución de las variables fundamentales de los mercados, la demanda sigue creciendo de forma vigorosa en las economías en desarrollo. En agosto se registró un aumento de las importaciones de crudo de China del 11% durante el pasado año. En lo relativo a la oferta, las OPEP ha decidido cumplir escrupulosamente las cuotas de producción acordadas en septiembre del 2007, lo que debería traducirse en una reducción de la oferta en los próximos meses. Por consiguiente, los márgenes de oferta y demanda en los mercados de petróleo mundiales siguen siendo relativamente estrechos y se mantiene el riesgo de que aumenten los precios en el futuro, especialmente en vista de las reducciones previstas en la oferta de la OPEP y de la persistencia de las tensiones geopolíticas y de los problemas derivados de las condiciones meteorológicas.

En septiembre, los precios de las materias primas no energéticas han seguido reduciéndose. Los precios de los metales se moderaron en un clima de preocupación por una posible desaceleración económica mundial y de fuerte reducción de los costes de los fletes. Los precios de la mayoría de las materias primas agrícolas han descendido en un contexto de favorables condiciones meteorológicas y de preocupación por una posible desaceleración económica mundial. El algodón, especialmente, ha sufrido una fuerte depreciación. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de septiembre, aproximadamente un 11% por encima del nivel registrado el año anterior.

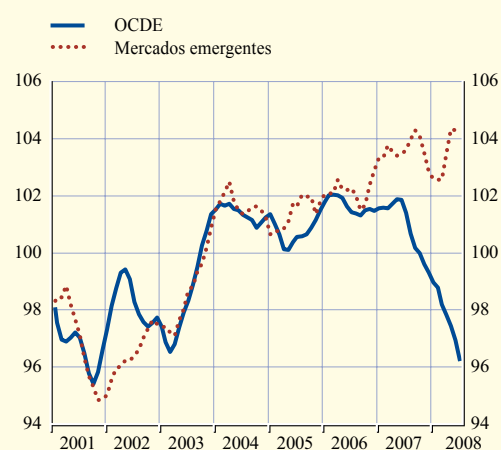
1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

La desaceleración del crecimiento a escala mundial se está traduciendo en un deterioro de las perspectivas de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro. El indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a junio apuntaba a un continuo debilitamiento de las perspectivas de la actividad económica en los países que integran esa organización (véase gráfico 4). Por lo que se refiere a las principales economías no pertenecientes a la OCDE, el indicador sugería una expansión relativamente robusta de la actividad económica en China, Brasil y Rusia y una desaceleración en India.

La incertidumbre que rodea estas perspectivas de crecimiento de la economía mundial continúa siendo elevada y está sujeta a un aumento de los riesgos a la baja que se derivan, principalmente, de un escenario en el que las tensiones existentes en los mercados financieros tendrían sobre la economía real una incidencia más negativa de lo previsto actualmente. Otros riesgos están relacionados con la posibilidad de que se produzcan nuevos incrementos de los precios de la energía y los alimentos —que son muy volátiles—, una evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales y una intensificación de las presiones proteccionistas.

Gráfico 4 Indicador sintético adelantado de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios más recientes confirman la moderación gradual del crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito que se ha hecho evidente en los últimos meses. Esta evolución refleja el impacto de las subidas de los tipos de interés, de unas condiciones de financiación más restrictivas y de la ralentización del crecimiento económico. Al mismo tiempo, los datos continúan indicando que el ritmo subyacente de crecimiento monetario y crediticio de la zona del euro sigue siendo intenso, y apuntan a la persistencia de riesgos al alza para el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo. En consonancia con esta valoración general, la tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a reducirse ligeramente en agosto, aunque se mantuvo elevada, en el 8,8%. El aplanamiento de la curva de rendimientos y la estructura de los tipos de interés de los depósitos bancarios han dado lugar a un proceso de sustitución hacia componentes de M3 y entre componentes de este agregado. La expansión de los depósitos a plazo de los hogares ha sido vigorosa, mientras que, por el contrario, el crecimiento interanual de M1 ha caído hasta niveles muy reducidos, ya que los incrementos del coste de oportunidad de mantener efectivo han provocado salidas en los depósitos a la vista. Los datos monetarios de agosto, que son anteriores a la intensificación de las tensiones en los mercados financieros observada en septiembre, siguen proporcionando escasa evidencia de que las tensiones que se están produciendo actualmente en los mercados financieros hayan causado un impacto excepcional a través de restricciones en la disponibilidad de crédito o de un aumento de la aversión al riesgo. Al mismo tiempo, sigue habiendo claros indicios de que las citadas tensiones han afectado directamente a contrapartidas específicas de M3, en particular al crédito concedido por las IFM a otros intermediarios financieros.

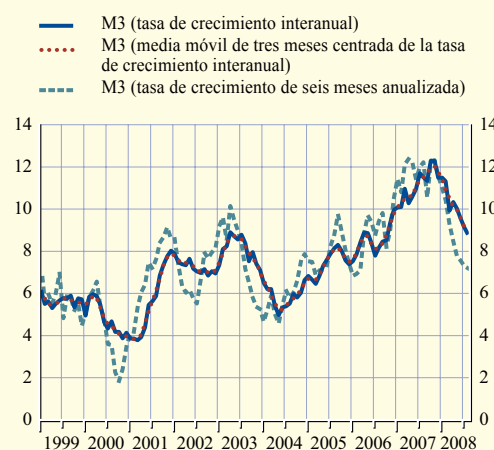
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a disminuir en agosto, hasta el 8,8%, desde el 9,1% del mes precedente (véase gráfico 5). La expansión a corto plazo de este agregado monetario, medida, por ejemplo, por las tasas de crecimiento de tres meses y de seis meses anualizadas, continúa en un nivel bastante inferior al de la tasa de crecimiento interanual, lo que confirma la moderación de su ritmo de crecimiento.

Pese a la moderación observada en los últimos meses, el crecimiento interanual de M3 se mantiene vigoroso. La actual fortaleza del crecimiento de este agregado tiene su origen, en parte, en el aplanamiento de la curva de rendimientos, que continúa favoreciendo la sustitución de activos no monetarios de mayor riesgo no incluidos en M3 por activos monetarios a más corto plazo, generando con ello una sobreestimación del crecimiento de M3. No obstante, incluso después de tomar en consideración este factor, la tasa subyacente de expansión monetaria sigue siendo elevada, como se refleja, por ejemplo, en el persistente y acusado aumento de los depósitos a plazo de los hogares y de los préstamos al sector privado no financiero.

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

En conjunto, los datos más recientes confirman la moderación de las tasas de crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios, lo que constituye un reflejo del efecto de las subidas de los tipos de interés, de unas condiciones de financiación más restrictivas y de la ralentización del crecimiento económico. No obstante, la evolución monetaria y crediticia sigue siendo, en general, vigorosa. En los datos disponibles hasta agosto del 2008 hay todavía pocos indicios de que las tensiones que se están registrando en los mercados financieros hayan causado un impacto extraordinario sobre la evolución monetaria. Tampoco se dispone de evidencia de restricciones en la disponibilidad de crédito bancario, ni de reestructuraciones de cartera en favor de activos monetarios impulsadas por un aumento de la aversión al riesgo hasta finales de agosto. Sin embargo, se ha de tener en cuenta que estos datos se refieren al período anterior a la intensificación de las tensiones financieras en septiembre del 2008. Al mismo tiempo, si se considera la evolución de determinadas contrapartidas de M3, como el crédito otorgado a otros intermediarios financieros (OIF), puede percibirse claramente un vínculo con las tensiones observadas en los mercados financieros.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La moderación del crecimiento interanual de M3 observada en agosto del 2008 estuvo determinada por la menor contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista y de los instrumentos negociables. Al mismo tiempo, la contribución de M1 no se modificó y se mantuvo en un nivel históricamente bajo.

La tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo inalterada en agosto, en el 0,2% (véase cuadro 1). Esta tasa, reducida en términos históricos, continúa con la prolongada moderación observada desde finales del año 2005, ya que las subidas de los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro han incrementado el coste de oportunidad de mantener efectivo y depósitos a la vista. No obstante, al realizar una valoración del bajo nivel actual de crecimiento de M1 para formarse una opinión acerca de las perspectivas de crecimiento económico, es necesario actuar con cautela al extrapolar las relaciones históricas entre M1 y la actividad real (en el recuadro 1 figura un análisis de las propiedades de indicador del crecimiento de M1 para la actividad económica).

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 Jul	2008 Ago
M1	41,9	6,5	5,9	3,8	2,3	0,2	0,2
Efectivo en circulación	7,1	8,9	8,0	7,8	7,8	7,1	7,2
Depósitos a la vista	34,7	6,1	5,5	3,1	1,2	-1,1	-1,2
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	43,2	15,0	16,8	18,3	19,3	19,5	19,0
Depósitos a plazo hasta dos años	26,5	37,6	40,6	41,4	40,3	39,0	37,2
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	16,7	-3,2	-3,9	-3,3	-2,3	-2,1	-1,8
M2	85,1	10,3	10,7	10,3	10,0	9,1	8,9
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,9	18,7	19,6	16,3	10,2	9,3	8,3
M3	100,0	11,5	12,0	11,2	10,0	9,1	8,8
Crédito a residentes en la zona del euro		8,7	9,2	10,0	9,6	9,1	9,2
Crédito a las Administraciones Públicas		-4,0	-4,1	-2,5	-1,2	-0,1	1,5
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,8	-1,8	-0,9	0,8	1,5	2,0
Crédito al sector privado		11,6	12,2	12,7	11,9	11,0	10,8
Préstamos al sector privado		11,0	11,1	11,1	10,5	9,4	8,8
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		10,3	8,5	6,9	4,6	3,5	3,3

Fuente: BCE.

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

La moderación del crecimiento de M1 es consecuencia, principalmente, de la evolución de los depósitos a la vista, cuya tasa de crecimiento interanual se mantuvo negativa en agosto (en el $-1,2\%$). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación permaneció prácticamente invariable, en el $7,2\%$.

Recuadro I

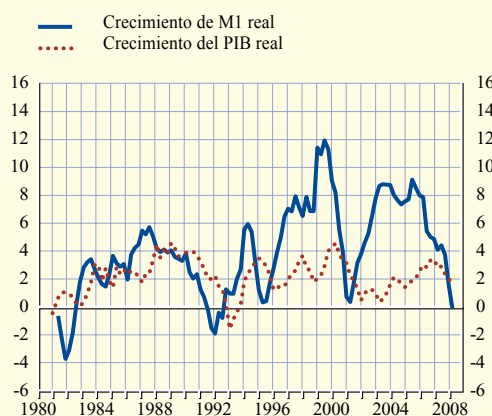
EL CONTENIDO INFORMATIVO DEL CRECIMIENTO REAL DE M1 PARA EL CRECIMIENTO DEL PIB REAL DE LA ZONA DEL EURO

El agregado monetario estrecho M1 se compone de efectivo en circulación y depósitos a la vista. Aunque en los últimos años la innovación financiera ha conllevado un uso creciente de activos M1 en la gestión de carteras, estos activos representan en gran medida saldos monetarios mantenidos por motivos de transacción. Por lo tanto, las tenencias de M1 deberían, al menos en principio, guardar una relación relativamente estrecha con el gasto real. La desaceleración de M1 iniciada tras la elevación de los tipos de interés oficiales del BCE a finales del 2005 redujo la tasa de crecimiento interanual al $0,2\%$ en agosto del 2008, una tasa históricamente baja¹. Dependiendo de la intensidad de la relación entre las tenencias de M1 y el gasto, puede considerarse que lo anterior señala una fuerte desaceleración de la actividad económica. En este contexto, este recuadro analiza el contenido informativo del crecimiento de M1 real (deflactado por el deflactor del PIB) para el crecimiento del PIB real de la zona del euro. El análisis sugiere que la evolución del crecimiento de M1 real proporciona indicios razonablemente buenos para conocer la dirección general de la actividad económica, pero no tanto para la magnitud del crecimiento del PIB real.

Un análisis de la evolución de las tasas de crecimiento interanuales de M1 real y del PIB real de la zona del euro sugiere que estas dos variables muestran diferentes magnitudes de crecimiento a lo largo del tiempo (véase gráfico A). Parece que esto sucede sobre todo desde comienzos de la década de los noventa, siendo las fluctuaciones de la serie de crecimiento de M1 real mucho mayores que las de la serie de crecimiento del PIB real. Un nivel específico del crecimiento de M1 real no puede, por lo tanto, plasmarse simplemente en un nivel del crecimiento del PIB real equivalente. Al mismo tiempo, el gráfico también indica que las dos series muestran un grado considerable de correlación y que el crecimiento de M1 real tiende, con frecuencia, a ir por delante de la evolución del crecimiento del PIB real. De hecho, entre las dos series se encuentra un valor de correlación máximo relativamente elevado —en torno al 53% — para el crecimiento adelantado en cuatro trimestres de M1 sobre el crecimiento del PIB real². El valor de correlación refleja el grado de sincronización de las dos series, en otras palabras la frecuen-

Gráfico A M1 real y PIB real en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

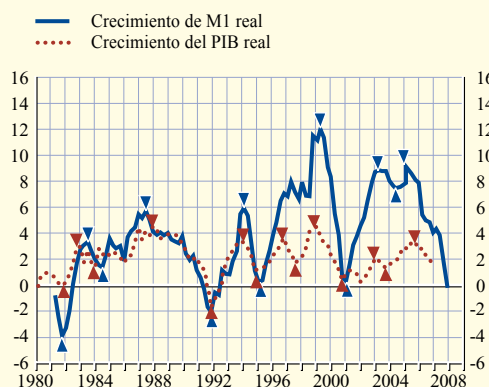


Fuentes: BCE y Eurostat.
Nota: M1 deflactado por el deflactor del PIB.

1 La tasa de crecimiento interanual de M1 nominal para agosto de 2008 se encuentra en su nivel más bajo desde comienzos de la década de los noventa. En términos reales (deflactado por el IAPC), el crecimiento interanual de M1 fue negativo en agosto ($-3,7\%$), aunque esto no representa el nivel más bajo desde un punto de vista histórico.
2 El valor de correlación más elevado que se encuentra para el crecimiento adelantado en cuatro trimestres de M1 sobre el crecimiento del PIB real es muy próximo al encontrado para un crecimiento adelantado de tres trimestres.

Gráfico B Puntos de giro en el crecimiento de M1 real y del PIB real de la zona del euro

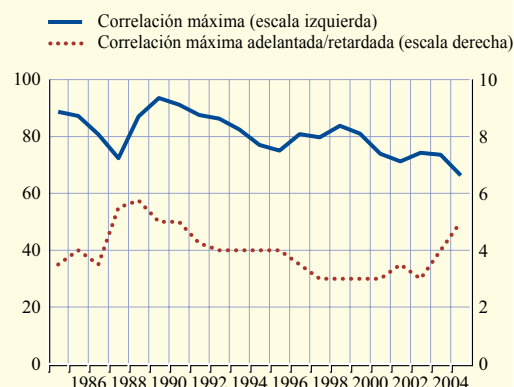
(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.
Notas: M1 deflactado por el deflactor del PIB. Los puntos de giro se basan en el algoritmo de Bry-Boschan. La serie del PIB real se ha desplazado un año hacia atrás.

Gráfico C Correlación máxima y correspondiente desplazamiento adelantado/retardado entre el crecimiento de M1 real y el del PIB real

(en porcentaje, número de trimestres)



Fuente: BCE.
Nota: Basada en ventanas móviles de ocho años; medias anuales de valores centrados trimestralmente

cia con la que las dos series ascienden o descienden al mismo tiempo, independientemente de la magnitud de cambio relativa.

Esto sugiere que el contenido informativo de la evolución de M1 real para el crecimiento del PIB real está relacionado principalmente con el momento en que se producen los puntos de giro, es decir, los máximos y los mínimos cíclicos. Los también denominados picos y valles pueden identificarse de distintas maneras, que, por lo general, conducen a resultados muy similares. El gráfico B, por ejemplo, muestra los puntos de giro identificados mediante un algoritmo utilizado habitualmente en el análisis de los ciclos económicos³. En general, si se tiene en cuenta un adelanto medio cercano al año, casi todos los máximos y los mínimos de la tasa de crecimiento interanual de M1 real tienden a coincidir con los puntos de giro correspondientes del crecimiento interanual del PIB real. Al mismo tiempo, al final de la década de los noventa los puntos de giro de la serie del crecimiento del PIB real no estaban asociados a los puntos de giro de la serie del crecimiento de M1 real. En otras palabras, a lo largo del período muestral, comprendido entre 1980 y 2007, no parece que se produzcan puntos de giro en el crecimiento de M1 real que no vayan seguidos por puntos de giro en el crecimiento del PIB real, al tiempo que los máximos y los mínimos en el crecimiento de M1 real no constituyen una condición estrictamente necesaria para que se observen máximos y mínimos en el crecimiento del PIB real.

Pese a la importante coincidencia existente en los puntos de giro, el desfase entre el crecimiento de M1 real y el crecimiento del PIB real no es exactamente siempre de cuatro trimestres. El gráfico C muestra el número de trimestres adelantados en los que se encuentra una correlación máxima entre el crecimiento de M1 real y el crecimiento del PIB real para ventanas móviles de ocho años (que reflejan la

3 El algoritmo utilizado es el algoritmo de Bry-Boschan (véase G. Bry y C. Boschan (1971), «Cyclical analysis of time series: selected procedures and computer programs», NBER Technical Paper n.º 20). Este algoritmo se aplica habitualmente a los indicadores en niveles para detectar las fases del ciclo económico clásico, es decir, las expansiones y las recesiones. No obstante, este algoritmo suele también producir resultados razonables para las tasas de crecimiento. Resultados muy similares se obtienen identificando los puntos de giro mediante sencillos cálculos empíricos (basados en supuestos relacionados con la duración de las expansiones y las recesiones) o con enfoques de modelización más formales, como los modelos de cambio de régimen basados en cadenas de Markov.

duración media de los ciclos económicos «clásicos»⁴. El adelanto fluctúa entre un mínimo cercano a los tres trimestres (durante la mayor parte de las ventanas móviles centradas en torno a finales de los años noventa y comienzos de la década actual) y un máximo de casi seis trimestres (en el período centrado en torno a 1988). El gráfico muestra también que el propio coeficiente de correlación máximo varía en el tiempo, oscilando entre el 94% y el 66%, e indica que, en los últimos años, la relación entre el crecimiento de M1 y el crecimiento del PIB es menos estrecha.

Existen factores específicos que afectan a estas dos series de manera diferente y que pueden explicar los cambios experimentados en la relación existente entre el crecimiento de M1 real y el crecimiento del PIB real. Un ejemplo de ellos es el prolongado período en el que la curva de rendimientos ha sido plana y que, desde finales del 2005, ha tenido un efecto a la baja sobre el crecimiento de M1 mayor de lo que corresponde a un patrón cíclico promedio. Otro ejemplo es el fortalecimiento del crecimiento de M1 en el período 2000-2003, al producirse desplazamientos de cartera en un momento de moderación de la actividad económica.

En resumen, la evolución del crecimiento de M1 real parece tener más contenido informativo para los puntos de giro futuros en el crecimiento del PIB real que para las magnitudes de crecimiento precisas de esta variable. Ello queda confirmado por el hecho de que, en los modelos de predicción a corto plazo, el crecimiento de M1 sólo tiende a desempeñar un papel limitado⁵. Sin embargo, incluso en el caso de los puntos de giro, la relación no es perfectamente estable en un momento adelantado concreto. Por lo tanto, hay que ser cautos a la hora de extraer posibles consecuencias para la evolución futura del crecimiento del PIB real a partir de la relación histórica de esta variable con el crecimiento de M1 real. La intensidad de esta relación debe analizarse siempre teniendo en cuenta los factores específicos existentes en el período en estudio.

4 El ciclo económico «clásico» se representa mediante fluctuaciones en el nivel de actividad económica. Por el contrario, los ciclos económicos de «crecimiento» o de «desviación» se refieren a las fluctuaciones de la actividad económica con respecto a la tendencia.

5 Para más información sobre estos modelos, véase el artículo titulado «Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro», en el Boletín Mensual de abril del 2008.

El crecimiento de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1) continuó representando la principal contribución a la expansión de M3 en agosto, aunque su tasa de crecimiento interanual se redujo ligeramente, hasta el 19%, desde el 19,5% de julio. Esta evolución se debe a cierta moderación del crecimiento del principal subcomponente, los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a corto plazo), que no obstante todavía crecieron a una tasa interanual muy elevada, el 37,2% en agosto, frente al 39% de julio. Los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, depósitos de ahorro a corto plazo) volvieron a disminuir en agosto, si bien a un ritmo algo menos intenso.

A diferencia de los depósitos a la vista y de los depósitos de ahorro a corto plazo, la remuneración de los depósitos a plazo hasta dos años ha seguido bastante de cerca las subidas de los tipos de interés del mercado monetario. El aumento de los tipos de interés de mercado a corto plazo desde diciembre del 2005, consecuencia de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE y de la ampliación de los diferenciales del mercado monetario en el contexto de las tensiones que se están produciendo en los mercados financieros, ha hecho que la remuneración de los depósitos a plazo hasta dos años resulte especialmente atractiva, en comparación con la de otros instrumentos inclui-

dos en M3 y la de activos a más largo plazo. Esto, a su vez, ha provocado la sustitución de depósitos de ahorro y de depósitos a la vista, así como de instrumentos no incluidos en el citado agregado, por depósitos a plazo hasta dos años.

El crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3-M2) volvió a moderarse en agosto, hasta el 8,3%, desde el 9,3% de julio. Este descenso oculta un repunte de la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario, el principal subcomponente, hasta el 4,1% en agosto, desde el 1% del mes precedente. En agosto se observaron considerables flujos de entrada en las citadas participaciones, compensando, en parte, las salidas registradas en los cinco meses precedentes. Esta evolución pone de relieve el aumento de la volatilidad que ha caracterizado a los flujos mensuales de entrada en participaciones en fondos del mercado monetario desde el comienzo de las tensiones en los mercados financieros, dado que la percepción de los inversores de los riesgos de este tipo de instrumentos, así como de las asignaciones de carteras de los fondos, se ha modificado.

En cuanto a otras categorías de instrumentos negociables, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años (esto es, valores distintos de acciones a corto plazo) experimentó una caída muy pronunciada en agosto, hasta el 9,6%, desde el 23,7% de julio. Aunque, en cierta medida, esta evolución refleja un efecto de base, es indicativa de la reducción de las emisiones netas de valores distintos de acciones a corto plazo que se ha observado en el 2008, tras el máximo registrado en el 2007. Por último, en lo que respecta a las cesiones temporales, en agosto se produjo una moderada desaceleración que hizo que la tasa de crecimiento interanual se redujera hasta el 16,7%, desde el 17,2% de julio.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos incluidos en M3, que comprenden los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle por sectores, se incrementó ligeramente en agosto, hasta el 10,3%, desde el 10,1% de julio, en contraposición a la evolución observada en M3 en su conjunto. Desde una perspectiva sectorial, esta trayectoria refleja un ligero aumento de la tasa de crecimiento de los depósitos incluidos en M3 en manos de los hogares, que se situó en el 9,3% en agosto, frente al 9,1% de julio. La nueva aceleración de la tasa de crecimiento de las tenencias de depósitos de M3 por parte de los intermediarios financieros, que en términos interanuales ascendió hasta el 19,8% en agosto, desde el 18,1% de julio, también contribuyó al incremento de los depósitos incluidos en M3 en su conjunto. En cambio, la tasa de crecimiento de los depósitos de las sociedades no financieras volvió a descender en agosto, hasta el 6,3%, desde el 6,6% de julio.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro fue del 9,2% en agosto, prácticamente sin variaciones con respecto al 9,1% de julio (véase cuadro 1). Si se considera el crédito total otorgado por las IFM, el concedido a las Administraciones Públicas interrumpió el descenso interanual registrado y creció a una tasa del 1,5%. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado volvió a moderarse en agosto y disminuyó hasta el 10,8%, desde el 11% de julio.

Los préstamos (principal componente del crédito al sector privado) continuaron creciendo a un ritmo intenso, aunque más moderado, en agosto, mes en que registraron una tasa de crecimiento interanual del 8,8%, frente al 9,4% observado en julio. Todos los sectores —sociedades no financieras, hogares, empresas de seguros y fondos de pensiones, y otros intermediarios financieros no monetarios— contribuyeron a esta moderación, aunque partiendo desde niveles bastante diferentes (véase cuadro 2).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras volvió a disminuir en agosto, hasta el 12,6%, desde el 13,1% de julio. La evolución a más corto plazo (plasmada, por ejemplo, en la tasa de crecimiento de tres meses anualizada) de los préstamos a las sociedades no financieras apuntaba a una desaceleración más pronunciada en los últimos meses, aunque dicha desaceleración no continuó en agosto. El menor crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras es acorde con la moderación observada en la demanda de crédito por parte de las empresas, debido al impacto retardado de las subidas de los tipos de interés, al reciente endurecimiento de los criterios de concesión del crédito y a la ralentización del crecimiento económico. Sigue habiendo escasos indicios de que las tensiones que se están produciendo en los mercados financieros hayan influido directamente en la disponibilidad de préstamos bancarios para las sociedades no financieras, a través, por ejemplo, de limitaciones de carácter cuantitativo sobre la oferta de crédito. En cuanto a las perspectivas para el futuro, la continuación de la moderación gradual del crecimiento del crédito concedido por las IFM a las sociedades no financieras estaría en consonancia con el contexto cíclico actual. Además, al igual que en el caso de otros indicadores, la intensificación de las tensiones financieras en septiembre ha acrecentado la incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento de los préstamos y, en el futuro, los datos deberán interpretarse con cautela.

En cuanto al sector hogares, la tendencia a la baja del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM observada desde principios del 2006 continuó en agosto del 2008, mes en que la tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 3,9%, desde el 4% del mes precedente. Esta desaceleración refleja el efecto de las subidas de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos desde finales del 2005 y la moderación de la evolución del mercado de la vivienda en algunos países de la zona del euro, así como el endurecimiento de las condiciones aplicadas para la concesión de crédito. Una vez más, todavía se dispone de escasa evidencia de un nuevo impacto excepcional de las tensiones observadas en los mercados financieros, a través, por ejemplo, de restricciones en la oferta de crédito. La moderación del crecimiento de los préstamos registrada en agosto estuvo principalmente impulsada por los préstamos para adquisición de vivienda (cuya tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 4,1% desde el 4,3% de julio). La tasa de crecimiento del crédito al consumo siguió una tendencia descendente similar.

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					
		2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 Jul	2008 Ago
Sociedades no financieras	44,0	13,8	14,0	14,6	14,5	13,1	12,6
Hasta un año	28,8	12,1	11,9	12,9	12,9	11,2	10,7
De uno a cinco años	19,9	19,9	21,0	22,6	20,9	19,0	18,0
Más de cinco años	51,2	12,7	12,7	12,8	13,0	11,9	11,7
Hogares²⁾	45,8	7,0	6,6	5,9	5,0	4,0	3,9
Crédito al consumo ³⁾	12,9	5,7	5,3	5,4	5,2	4,3	3,9
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,5	8,1	7,6	6,7	5,6	4,3	4,1
Otras finalidades	15,6	3,2	3,1	2,7	2,2	2,6	2,6
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	26,6	22,0	6,5	-1,5	-7,5	-8,2
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,2	20,0	23,4	24,7	24,8	23,8	20,4

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

En los últimos meses, los bonos de titulización de activos (ABS, en sus siglas en inglés) generados en el contexto de las operaciones de titulización realizadas por entidades de crédito han quedado retenidos, en su mayor parte, en el balance de las IFM que originalmente concedieron los préstamos subyacentes, en lugar de venderlos en el mercado. En consecuencia, las adquisiciones de valores distintos de acciones del sector privado (que incluyen los citados bonos de titulización, emitidos principalmente por OIF) por parte de las IFM aumentaron a una tasa interanual del 38,8% en agosto. Esta intensa evolución puede considerarse un efecto directo de las tensiones financieras sobre contrapartidas específicas de M3.

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 redujo hasta el 3,3% en agosto, desde el 3,5% de julio. Este descenso se debió a la nueva caída de los depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses y a la moderación de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años.

Por último, en agosto se registraron entradas mensuales por importe de 17 mm de euros en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, tras las salidas sucesivas observadas en los meses anteriores. En términos interanuales, en la citada posición se produjeron salidas de 250 mm de euros en agosto, en comparación con 301 mm de euros en julio.

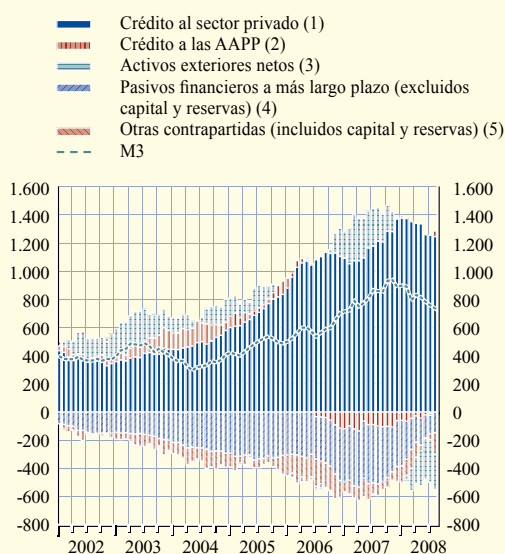
En síntesis, la moderación actual del crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero refleja, en gran parte, los efectos de la evolución de la actividad económica, de los tipos de interés y de las condiciones aplicadas a la concesión de crédito sobre la demanda de préstamos, habiendo escasos indicios de un impacto adicional sobre la oferta de crédito derivado de las tensiones financieras (a través, por ejemplo, del deterioro del nivel de capital de las entidades de crédito). En general, aunque el crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios está mostrando nuevas señales de moderación, el hecho de que el ritmo subyacente de expansión monetaria todavía sea intenso apunta a la persistencia de riesgos a la alza para el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo.

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 ascenso en julio del 2008. Este aumento fue resultado, principalmente, del incremento de las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM y la Administración Central que, no obstante, se vio compensado, en gran parte, por el descenso de la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por parte del sector de sociedades no financieras. La tasa de crecimiento de la emisión de acciones cotizadas no experimentó variaciones en julio.

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.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro aumentó de nuevo en julio del 2008, hasta situarse en el 7%, frente al 6,8% de junio (véase cuadro 3). En cuanto a la estructura de vencimientos de la emisión de valores distintos de acciones, la tasa de crecimiento interanual de este tipo de valores a corto y a largo plazo experimentó un incremento de 0,1 puntos porcentuales en julio, hasta situarse en el 22,2% y el 5,3%, respectivamente. La emisión de valores a más largo plazo puede descomponerse en valores a tipo de interés variable y a tipo de interés fijo. Como consecuencia de factores de demanda, los tipos de interés variables tienden a verse favorecidos frente a los fijos en períodos caracterizados por una curva de rendimientos plana. Por tanto, el aplanamiento observado en la citada curva en los últimos meses puede explicar, en cierta medida, el hecho de que, en julio, la tasa de crecimiento interanual de los valores a tipo de interés variable, que fue del 11,4%, se situara una vez más en niveles considerablemente por encima de la de los valores a tipo de interés fijo, que fue del 3% ese mes.

En julio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se redujo por segundo mes consecutivo y se situó en el 2,9%, frente al 4% de junio y el 6,6% de mayo. Desde una perspectiva a más largo plazo, esta tasa ha caído más de 7 puntos porcentuales desde julio 2007, mes en que fue del 10%. En cuanto a la estructura de vencimientos de las emisiones, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras descendió hasta el 2,1% en julio, desde el 2,4% de junio, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión de este tipo de valores a corto plazo disminuyó hasta el 6,4% en julio, frente al 12% de junio.

Si se consideran los 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 se elevó hasta el 6,5% en julio, desde el 5,4% de junio. Este ha sido el primer incremento de esta tasa desde octubre del 2007. Sin embargo, este aumento de la emisión total de este tipo de valores oculta un nuevo descenso de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras. De hecho, en julio, la tasa de seis meses anualizada se tornó negativa por primera vez

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

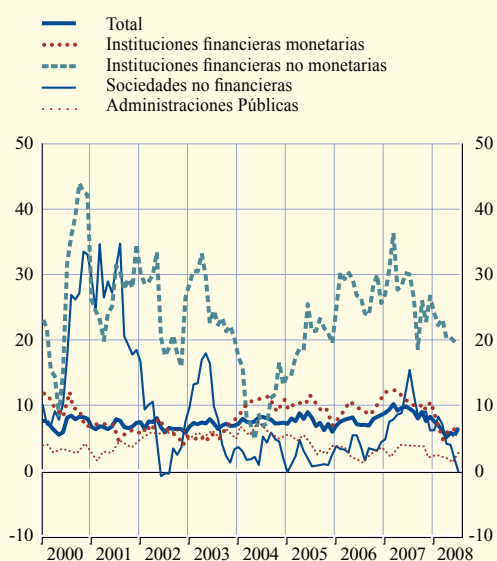
Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2008 Jul	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 Jun	2008 Jul
Valores distintos de acciones:	12.576	9,1	8,9	8,2	6,9	6,8	7,0
IFM	5.288	10,9	10,7	9,2	7,7	8,1	8,4
Instituciones financieras no monetarias	1.606	28,1	26,7	25,3	22,3	23,0	21,9
Sociedades no financieras	693	9,2	8,7	9,6	6,3	4,0	2,9
Administraciones Públicas	4.989	3,3	3,0	2,7	2,2	1,5	2,1
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.671	3,3	2,9	2,6	2,2	1,4	2,0
Otras Administraciones Públicas	318	2,9	4,5	2,8	2,1	2,9	3,8
Acciones cotizadas:	4.962	1,4	1,4	1,3	1,0	0,7	0,7
IFM	689	1,8	1,3	0,8	1,5	1,8	2,8
Instituciones financieras no monetarias	428	0,9	2,7	2,6	2,3	2,4	2,5
Sociedades no financieras	3.845	1,3	1,3	1,3	0,8	0,3	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».

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

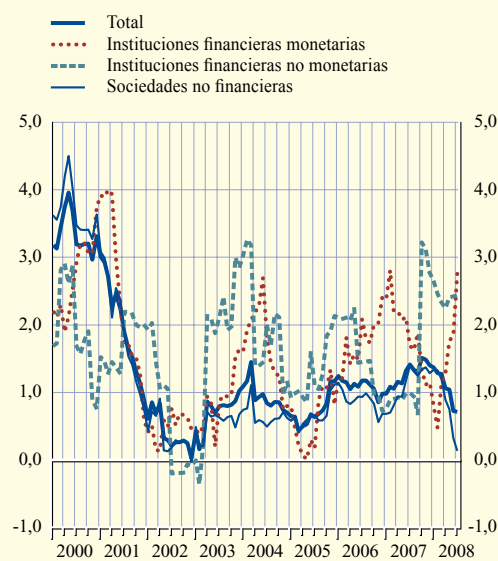
(tasas de crecimiento desestacionalizadas de seis meses anualizadas)



Fuente: BCE.

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.

desde el año 2004 y se situó en el $-0,3\%$, en comparación con el $1,7\%$ de junio (véase gráfico 7). La escasa actividad emisora patente en los datos desestacionalizados puede estar relacionada, al menos en cierta medida, con las turbulencias que se están registrando en los mercados financieros, que han provocado un aumento general de los costes de financiación mediante valores de renta fija.

En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM aumentó moderadamente en julio, hasta el $8,4\%$, desde el $8,1\%$ de junio. En consonancia con la tendencia observada desde el comienzo de las turbulencias en los mercados financieros, la emisión de valores a corto plazo continuó siendo vigorosa, con una tasa de crecimiento interanual del $30,1\%$ en julio. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo por parte del citado sector también se incrementó, desde el $4,8\%$ de junio hasta el $5,1\%$ de julio. El hecho de que la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo haya sido superior a la de valores a largo plazo puede atribuirse a la revisión de los precios que ha afectado a los emisores del sector financiero desde el comienzo de las perturbaciones. La magnitud de este efecto puede valorarse con mayor precisión si se analizan las tasas de crecimiento a corto plazo. Ciertamente, los datos de seis meses desestacionalizados indican que la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo fue del $6,1\%$ en julio, mientras que la de los valores a corto plazo fue considerablemente más elevada, situándose en el $13,4\%$ ese mes.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias se redujo ligeramente, hasta el $21,9\%$ en julio, desde el 23% de junio. Pese a este descenso, las tasas de crecimiento interanual correspondientes a este sector siguen siendo bastante sólidas. Gran parte de la actividad emisora está relacionada con las diversas operaciones de titulización llevadas a cabo por sociedades instrumentales (entidades, generalmente patrocinadas por entidades de cré-

dito, creadas para cumplir objetivos temporales). La evolución a corto plazo que muestra la tasa de crecimiento de seis meses anualizada indica que la ralentización observada en la actividad emisora de este sector ha sido pronunciada desde el verano del 2007. Con todo, dicha actividad permanece en niveles relativamente elevados.

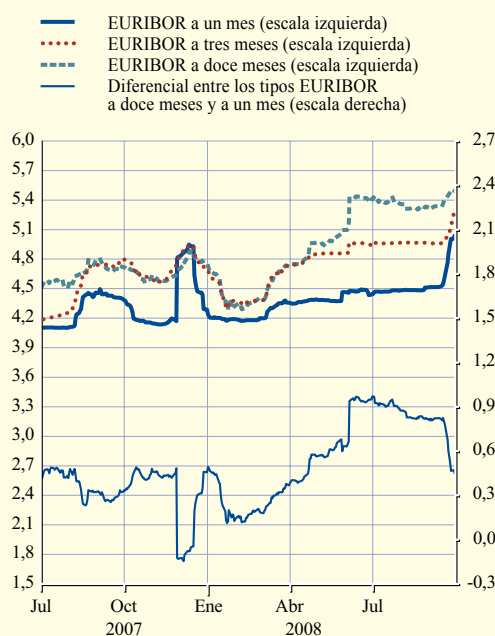
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se incrementó hasta el 2,1% en julio, desde el 1,5% de junio. Este aumento se debió, en líneas generales, al ascenso observado en la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se mantuvo en el 0,7% en julio, sin modificaciones con respecto a junio (véase cuadro 3). Esta estabilidad refleja, en líneas generales, un moderado descenso de la tasa de crecimiento de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que se redujo desde el 0,3% hasta el 0,1%, mientras que la de la emisión por parte de las instituciones financieras no monetarias se incrementó ligeramente, desde el 2,4% hasta el 2,5%. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM experimentó un ascenso de 1 punto porcentual y se situó en el 2,8% en julio (véase gráfico 8).

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En septiembre, los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un aumento considerable, como reflejo de las nuevas tensiones financieras. En cambio, los tipos con garantías descendieron ligeramente, una evolución acorde con la revisión a la baja de las expectativas del mercado en relación con los tipos de interés oficiales del BCE. En consecuencia, los diferenciales entre los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías se incrementaron considerablemente. En la segunda mitad de septiembre se llevaron a cabo varias operaciones de ajuste a un día.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un aumento considerable entre el 1 de septiembre y el 30 de septiembre de 2008. El 30 de septiembre, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 5,05%, el 5,28%, el 5,38% y el 5,50%, respectivamente, 54, 32, 21, 17 puntos básicos por encima de los niveles observados el 1 de septiembre (véase gráfico 9).

Como resultado de esta evolución, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes se redujo de 81 puntos básicos, el 1 de septiembre, a 45 puntos básicos el 30 de septiembre (véase gráfico 9). Al mismo tiempo, las expectativas del mercado en relación con los tipos de interés oficiales del BCE, reflejadas en

los tipos del EONIA *swap*, disminuyeron durante el mes. En consecuencia, los diferenciales entre el EURIBOR sin garantías y el índice del EONIA *swap* aumentaron notablemente, alcanzando niveles no observados durante meses y acercándose a los máximos registrados en diciembre del 2007 a medida que se acercaba el final del año. Más concretamente, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el índice del EONIA *swap* al mismo plazo se incrementó de 64 puntos básicos, el 1 de septiembre, a 125 puntos básicos el 30 de septiembre.

El 30 de septiembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2008 y en marzo y junio del 2009 se situaban en el 5,29%, el 4,89% y el 4,65%, respectivamente, un incremento de 24, 16 y 14 puntos básicos, respectivamente, con respecto a los niveles del 1 de septiembre, reflejo de la previsión de persistencia de las tensiones observadas en el mercado monetario en septiembre.

Dada la situación de holgura de liquidez prevista por el BCE para los últimos días del octavo período de mantenimiento del 2008, que terminó el 9 de septiembre, en dicha fecha se llevó a cabo una operación de ajuste a un día mediante la cual el BCE absorbió 20,1 mm de euros, con el fin de restablecer una situación de liquidez más neutral al final del período de mantenimiento.

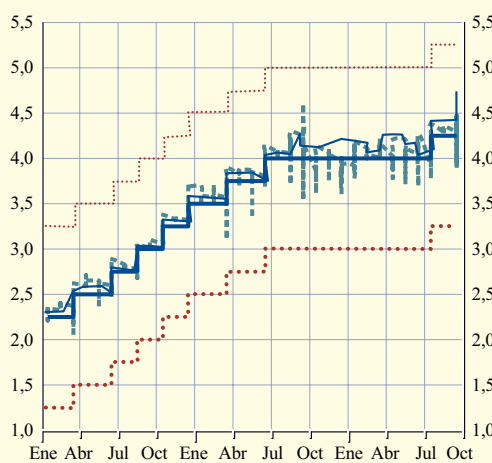
Ese día, el EONIA se situó en el 3,916% (véase gráfico 10).

El 2 de septiembre de 2008, el Consejo de Gobierno decidió no modificar los tipos de interés oficiales del BCE, y el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema permaneció en el 4,25%. En los primeros días del noveno período de mantenimiento (que terminó el 7 de octubre), el EONIA se mantuvo estable en torno al 4,30%. Sin embargo, a partir del 15 de septiembre, las tensiones observadas en el mercado monetario de la zona del euro se intensificaron notablemente, como consecuencia de la preocupación de los participantes en el mercado acerca de la solvencia de entidades financieras, en particular tras la quiebra o adquisición de varias entidades importantes de Estados Unidos. El 15 de septiembre, el EONIA se elevó hasta el 4,465%. Con el fin de contener el impacto de las tensiones sobre los tipos de interés del euro a un día y de satisfacer el deseo de las entidades de contrapartida de cumplir con las exigencias de reservas a principios del período de mantenimiento, el BCE continuó con su política de adjudicar liquidez por encima del importe de referencia en sus operaciones principales de financiación, manteniendo el objetivo de alcanzar una situación de liquidez equilibrada al final del período de mantenimiento. Concretamente, en las operaciones principales de financiación semanales regulares del Eurosistema realizadas los días 9, 16, 23 y 30 de septiembre, el BCE adjudicó 20 mm de euros, 39 mm de euros, 59 mm de euros y 230 mm de euros por encima de los respectivos importes de referencia. El tipo de interés marginal correspondiente a estas cuatro operaciones se situó en el 4,39%, el 4,53%, el 4,73% y el 4,65%, respectivamente. Además, el Eurosistema proporcionó liquidez a un día mediante operaciones de ajuste los días 15, 16, 18 y 24 de septiembre, en las que se adjudicaron 30 mm de euros, 70 mm de euros, 25 mm de

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

(en porcentaje; datos diarios)

- Tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación
- ... Tipo de depósito
- - - Tipo a un día (EONIA)
- Tipo marginal de las operaciones principales de financiación
- ... Tipo marginal de crédito



Fuentes: BCE y Reuters.

euros y 40 mm de euros a un tipo de interés marginal del 4,30%, el 4,32%, el 4,30% y el 4,25%, respectivamente. Por otra parte, haciendo uso de los acuerdos recíprocos de divisas (líneas *swap*) con la Reserva Federal, el Eurosistema proporcionó financiación a un día en dólares estadounidenses, respaldada por activos de garantía admitidos por el Eurosistema, los días 18, 19, 22, 23, 24, 25, 26, 29 y 30 de septiembre, a 28 días el 11 y el 25 de septiembre, y a 84 días el 11 de septiembre. Por último, con el fin de hacer frente a las presiones registradas en los mercados de financiación al final del trimestre, el 26 de septiembre, el BCE proporcionó financiación a una semana por importe de 35 mm de euros y el 30 de septiembre adjudicó 120 mm de euros en una operación especial de financiación a plazo con vencimiento el 7 de noviembre de 2008 (cuya renovación podrá extenderse hasta después del final del año).

En la operación de financiación a plazo más largo (OFPML) regular del Eurosistema ejecutada el día 11 de septiembre (con un volumen de adjudicación fijo de 50 mm de euros y vencimiento a tres meses), el tipo de interés marginal fue del 4,45%, y el tipo medio ponderado del 4,66%. En la OFPML del 25 de septiembre (con un volumen de adjudicación fijo de 50 mm de euros y también con vencimiento a tres meses), el tipo de interés marginal fue del 4,98% y el tipo medio ponderado del 5,11%. El tipo de interés marginal de esta operación fue 14 puntos básicos inferior al EURIBOR a tres meses vigente el 25 de septiembre y 43 puntos básicos por encima del tipo marginal de la OFPML a tres meses anterior.

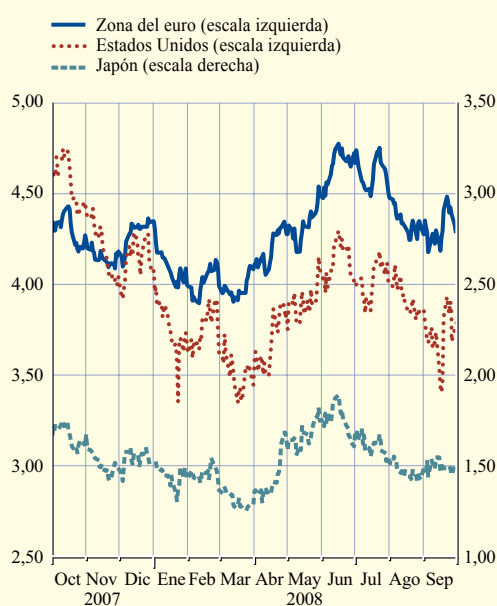
2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En septiembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se mantuvo, en general, estable en la zona del euro y en Japón y descendió en Estados Unidos. La incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, aumentó considerablemente en los principales mercados, ante los acontecimientos que han reconfigurado el panorama financiero en las últimas semanas. Tal y como se refleja en las tasas de inflación implícitas, las expectativas de los participantes en el mercado sobre la inflación a medio y largo plazo de la zona del euro (y las correspondientes primas de riesgo) disminuyeron en septiembre, como consecuencia de la preocupación del mercado respecto a las perspectivas económicas. Por último, los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron de forma significativa, reflejando las fuertes tensiones observadas recientemente en los mercados.

A finales de septiembre del 2008, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios con respecto a finales de agosto, situándose en torno al 4,3% el 30 de septiembre (véase gráfico 11). Por el contrario, el rendimiento de los bonos estadounidenses

Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



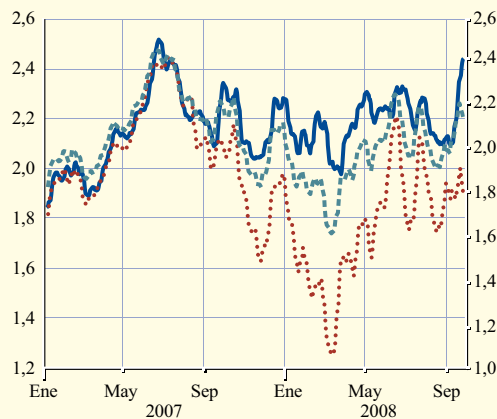
Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

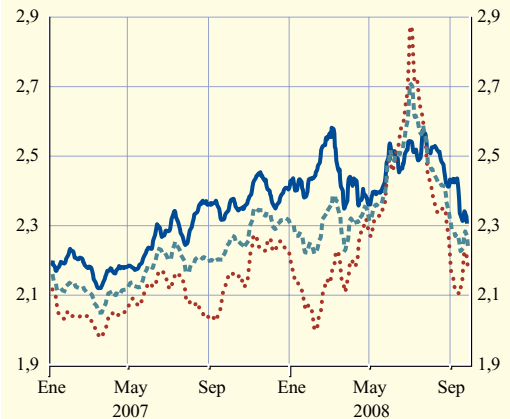


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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.

a largo plazo descendió más de 5 puntos básicos, hasta situarse en el 3,8% al final del período analizado. 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, hasta situarse en -50 puntos básicos a finales de septiembre. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años permaneció estable, situándose en el 1,5% al final del período considerado. La incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, aumentó notablemente en los principales mercados, en el contexto de las crecientes tensiones registradas en los mercados financieros mundiales.

Desde finales de agosto, el rendimiento de los bonos estadounidenses ha mostrado una volatilidad más pronunciada que la de la deuda pública de la zona del euro. En efecto, el rendimiento de los bonos estadounidenses experimentó una fuerte caída en la primera mitad de septiembre, aunque se recuperó posteriormente. Esta evolución puede atribuirse a las convulsiones que sacudieron los mercados financieros, entre las que cabe señalar la desaparición del modelo de *broker-dealer* en sentido estricto y el rescate de la aseguradora AIG. En un primer momento, estos acontecimientos provocaron un desplazamiento de fondos hacia la seguridad de la deuda pública, cuyo rendimiento bajó en consecuencia. Posteriormente, la inquietud suscitada por el plan de rescate anunciado por el Tesoro estadounidense, que contempla la compra de activos hipotecarios ilíquidos por valor de 700 mm de dólares y posibles inyecciones de liquidez en entidades financieras en dificultades, así como las repercusiones de dicho plan en el presupuesto nacional, puede haber reducido el interés de los inversores por la deuda pública, con el consiguiente aumento del rendimiento de los bonos. En septiembre, el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo indicados con la inflación permaneció bastante estable, lo que puede indicar que las expectativas de inflación de los participantes en el mercado no han variado sensiblemente en el período examinado.

Desde finales de agosto, la volatilidad del rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro ha crecido de forma significativa, ante la tormenta que ha azotado los mercados financieros. El rendimiento real de la deuda pública a diez años indiciada con la inflación se elevó unos 17 puntos básicos en el período considerado (véase gráfico 12). El rendimiento real *forward* a cinco años, dentro de cinco años, registró un aumento incluso mayor, que alcanzó los 32 puntos básicos en septiembre. Estos incrementos son probablemente reflejo de cambios en las primas de riesgo.

En septiembre, las expectativas de los participantes en el mercado sobre la inflación a largo plazo de la zona del euro y las correspondientes primas de riesgo, medidas por las tasas de inflación implícitas *forward*, disminuyeron en torno a 10 puntos básicos. El 30 de septiembre, la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años, dentro de cinco años, se situó en el 2,3%. Asimismo, en el período analizado las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años descendieron ambas alrededor de 10 puntos básicos (véase gráfico 13). El temor de que las turbulencias de los mercados financieros pudieran influir negativamente en la economía real puede haber atenuado las expectativas de inflación de los inversores.

La curva de tipos *forward* nominales implícitos a un día del 30 de septiembre de 2008 cruza la correspondiente curva del 29 de agosto de 2008 en torno al horizonte de cuatro años, lo que señala tipos de interés mucho más bajos, en los plazos más cortos de la curva, y más altos, en los plazos más largos (véase gráfico 14). La revisión de las expectativas de tipos de interés en los plazos más cortos puede anticipar una desaceleración de la actividad económica, mientras que la de los plazos más largos puede reflejar cambios en las primas de riesgo.

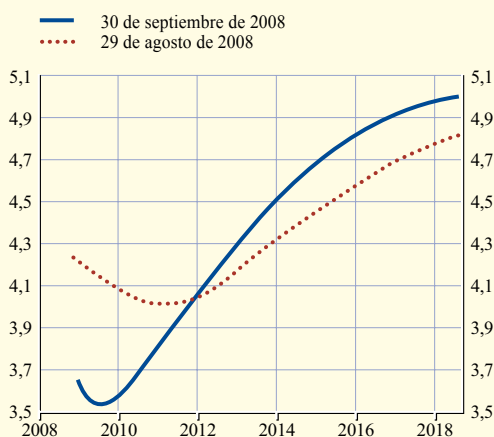
En septiembre, los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron para todas las calificaciones crediticias, incluso para los bonos AAA. En el período considerado, los diferenciales de renta fija privada BBB y de alta rentabilidad se ampliaron en torno a 85 y 307 puntos básicos, respectivamente. Si se comparan los sectores financiero y no financiero, los diferenciales de renta fija privada BBB se ampliaron unos 180 y 70 puntos básicos, respectivamente, en el período examinado. Los diferenciales persistentemente altos y crecientes del sector financiero reflejan las fuertes tensiones observadas recientemente en los mercados.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En julio del 2008, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras aumentaron ligeramente, mientras que los tipos de interés de mercado se mantuvieron prácticamente estables. En general, el incremento observado en los costes de

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 Ratings (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 tipo *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.

financiación de las entidades de crédito desde el comienzo de las turbulencias en los mercados financieros a mediados del 2007 no se ha trasladado totalmente a los tipos de interés aplicados por las entidades, y la transmisión está siendo algo más intensa para los hogares que para las sociedades no financieras.

La introducción, en agosto del 2004, de tipos de interés ponderados aplicados por las IFM, fue la mejor forma de reducir el impacto de la volatilidad de las ponderaciones por países en el cálculo de los tipos de interés aplicados por las citadas instituciones (en el recuadro 3 del Boletín Mensual de agosto del 2004, titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel de agregación de la

Cuadro 4 Tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones

(en porcentaje; puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta jul 2008 ¹⁾		
	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 Jun	2008 Jul	2007 Dic	2008 Mar	2008 Jun
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	3,78	4,07	4,28	4,14	4,43	4,61	33	47	18
A plazo a más de dos años	2,64	2,92	3,18	3,08	3,28	3,35	17	27	7
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,42	2,58	2,57	2,69	2,74	2,80	23	11	6
Disponibles con preaviso a más de tres meses	3,32	3,50	3,68	3,78	3,88	3,94	26	16	6
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
	1,77	1,91	1,95	2,03	2,06	2,13	18	10	7
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	3,94	4,14	4,26	4,20	4,28	4,46	20	26	18
A plazo a más de dos años	4,16	4,41	4,03	4,07	4,01	4,57	54	50	56
Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	8,08	8,49	8,05	8,43	8,61	8,77	72	34	16
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	5,00	5,23	5,32	5,20	5,48	5,66	34	46	18
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,90	5,09	5,07	4,96	5,08	5,21	14	25	13
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
	6,17	6,49	6,62	6,56	6,67	6,74	12	18	7
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	5,53	5,93	6,08	5,91	6,16	6,26	18	35	10
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,03	5,23	5,30	5,23	5,43	5,49	19	26	6
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,89	5,20	5,35	5,19	5,35	5,44	9	25	9
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,17	5,41	5,48	5,34	5,52	5,51	3	17	-1
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	4,15	4,74	4,85	4,60	4,94	4,96	11	36	2
Rendimiento de la deuda pública a dos años	4,45	4,10	4,06	3,54	4,72	4,61	55	107	-11
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	4,57	4,19	4,14	3,65	4,75	4,70	56	105	-5

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

zona del euro», figura información más detallada sobre este tema). Sin embargo, la diferencia entre estos tipos de interés ponderados y las estadísticas oficiales de tipos de interés aplicados por las IFM publicados en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual ha disminuido con el tiempo para la mayor parte de los tipos de interés. A la vista de estos cambios, de ahora en adelante, el texto y los gráficos relativos a los tipos de interés aplicados por las IFM en esta sección del Boletín se basarán en las estadísticas oficiales de tipos de interés aplicados por las IFM.

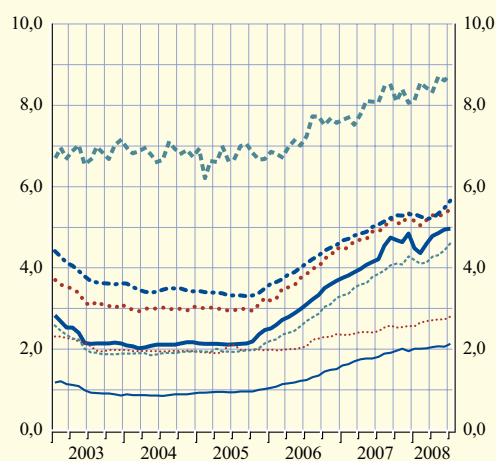
En julio del 2008, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos de los hogares y de las sociedades no financieras se incrementaron, en líneas generales. La mayor parte de los tipos del mercado monetario prácticamente no experimentaron variaciones ese mes (véanse cuadro 4 y gráfico 15). En julio, los tipos de interés aplicados a los depósitos a corto plazo (es decir, depósitos con vencimiento inferior a un año) eran 18 puntos básicos superiores a los de junio, tanto en el caso de las sociedades no financieras como en el de los hogares. Los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos a corto plazo a hogares para consumo sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año registraron un ascenso de 16 puntos básicos en julio, mientras que los tipos aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda a un plazo similar aumentaron 18 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos hasta un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras experimentaron una subida algo menor, de 10 puntos básicos, mientras que los tipos aplicados a los descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras se elevaron 7 puntos básicos.

Desde una perspectiva a más largo plazo, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se incrementó 74 puntos básicos entre julio del 2007 y julio del 2008, mientras que los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras aumentaron 75 y 45 puntos básicos, respectivamente. Los tipos de los préstamos a hogares para consumo y para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo inferior o igual a un año se incrementaron 70 y 60 puntos básicos, respectivamente. Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos hasta un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras se elevaron 55 puntos básicos durante el citado período. En general, aunque la transmisión de los aumentos de los costes de financiación mayorista y mediante titulizaciones de las entidades de crédito resultantes del persistente endurecimiento de las condiciones en los mercados interbancarios no ha sido completa, se dispone de evidencia que indica que dicha transmisión ha sido algo más intensa para el sector hogares que para las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, se puede considerar que los hogares se han beneficiado de la mayor competencia entre las entidades para captar depósitos.

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)

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



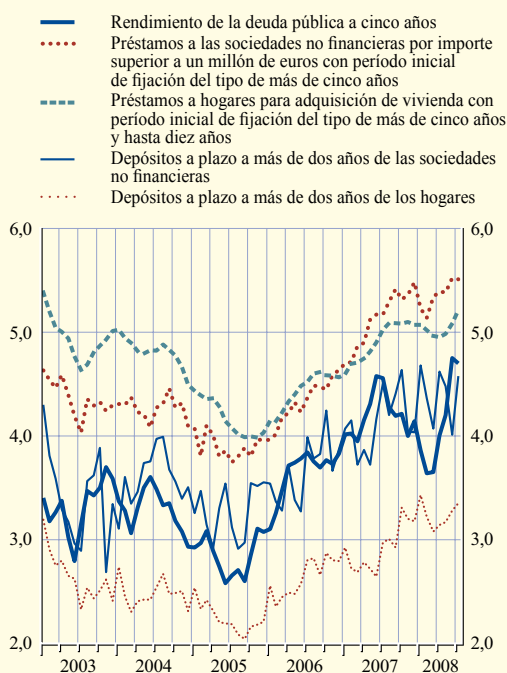
Fuente: BCE.

En julio del 2008, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos a plazo a más de dos años de los hogares y de las sociedades no financieras aumentaron 7 y 56 puntos básicos, respectivamente (véanse cuadro 4 y gráfico 16). Ese mes, los rendimientos de la deuda pública a dos años y a cinco años cayeron 11 y 5 puntos básicos, respectivamente. Al mismo tiempo, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se incrementaron 13 puntos básicos, mientras que los aplicados a los préstamos por importe superior a un millón de euros a las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente sin variación.

Si se considera la evolución en horizontes más lejanos se observa que los tipos de interés a más largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos de los hogares aumentaron moderadamente entre julio del 2007 y julio del 2008. Los tipos de interés aplicados por este sector a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años registraron un ascenso de 19 puntos básicos, mientras que los tipos de los depósitos a plazo a más de dos años de los hogares aumentaron 38 puntos básicos durante ese período. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años se elevaron 34 puntos básicos, mientras que los de los depósitos a plazo a más de dos años de este sector subieron 6 puntos básicos. Los rendimientos de la deuda pública se incrementaron en menor medida que los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM durante ese período, y los de la deuda a cinco años experimentaron un ascenso de 15 puntos básicos. En consecuencia, el diferencial entre los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y los rendimientos de la deuda pública se amplió moderadamente, como resultado del aumento del coste de financiación de las entidades de crédito.

Gráfico 16 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.

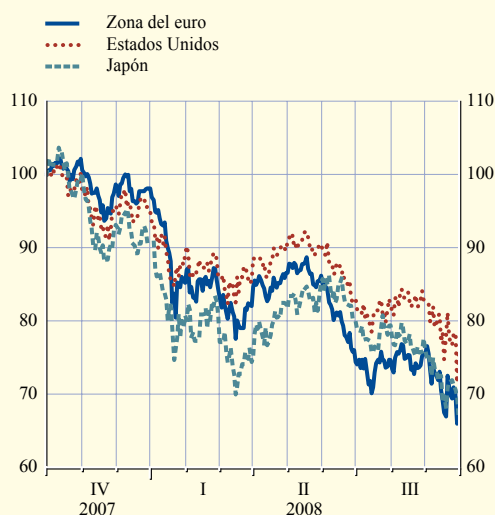
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En septiembre, los índices bursátiles amplios cayeron más de un 11% y un 9% en la zona del euro y en Estados Unidos, respectivamente, ante los acontecimientos de ese mes que han reconfigurado el panorama financiero. En este contexto, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, creció en los principales mercados en el período considerado.

En septiembre, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos, medidas por los índices Dow Jones EURO STOXX y Standard & Poor's 500 amplios, bajaron más de un 11% y un 9%,

Gráfico 17 Índices bursátiles

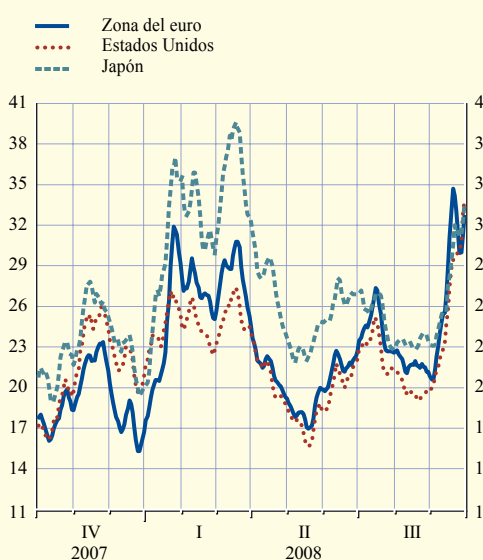
(índice: 1 octubre 2007 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 18 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

(en porcentaje; medias móviles de cinco días de los 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.

respectivamente, ante las tormentas que se abatieron sobre los mercados financieros (véase gráfico 17). Durante el mismo período, en Japón las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, cayeron también, con pérdidas del orden del 12%.

En el período analizado, los mercados de renta variable registraron un alto grado de incertidumbre, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones (véase gráfico 18). La volatilidad de las acciones fue creciendo, alcanzando sus niveles máximos a mediados de septiembre y, nuevamente, al final del mes. El incremento de la volatilidad implícita, unido a la ampliación de los diferenciales de renta fija privada BBB y de alta rentabilidad y, sobre todo, la elevada incertidumbre respecto a la evolución de los mercados financieros, pueden haber reducido notablemente la tolerancia al riesgo de los inversores. En este contexto, las primas de riesgo de las acciones pueden haber aumentado en los principales mercados de renta variable, contribuyendo así a la caída de las cotizaciones bursátiles.

Ante la reciente reconfiguración del panorama financiero de Estados Unidos, los precios de las acciones del sector financiero experimentaron pronunciadas fluctuaciones. En menos de un mes, las empresas patrocinadas por el Gobierno, Fannie Mae y Freddie Mac, pasaron a ser de propiedad estatal, Lehman Brothers se declaró en quiebra, Merrill Lynch fue adquirida por Bank of America y la Reserva Federal concedió un préstamo extraordinario al grupo asegurador AIG a cambio de una participación del 80%. Por otro lado, los dos últimos grandes bancos de inversión de Estados Unidos, Goldman Sachs y Mor-

gan Stanley, dejaron de ser bancos de inversión para convertirse en *holdings* bancarios. Ello significa que pasarán a estar bajo la regulación de la Reserva Federal y que podrán solicitar préstamos a esta institución tanto en su calidad de bancos como de *brokers*. Para respaldar el sistema financiero, el Tesoro de Estados Unidos anunció una propuesta que contempla la adquisición de activos hipotecarios estadounidenses ilíquidos por valor de 700 mm de dólares y posibles inyecciones de liquidez en entidades financieras en dificultades. En respuesta al anuncio de esta propuesta y de otras medidas de respaldo presentadas por las autoridades fiscales y monetarias, los precios de las acciones subieron. Sin embargo, la incertidumbre respecto a la aprobación del plan del Tesoro por parte del Congreso de Estados Unidos generó una considerable volatilidad en los mercados de renta variable.

En general, en Estados Unidos los precios de las acciones bajaron en septiembre en torno a un 4% en el sector financiero, mientras que cayeron alrededor de un 11,5% en el sector no financiero. A primera vista, puede parecer contraintuitivo que el sector no financiero registrase mayores pérdidas que el sector financiero. Sin embargo, ello refleja probablemente el creciente temor de los inversores respecto a posibles efectos de contagio desde el sector financiero a la economía real.

La evolución de los precios de las acciones en la zona del euro fue reflejo, en parte, de la observada en los mercados estadounidenses. Por otro lado, en la zona del euro el período considerado se caracterizó también por varias intervenciones de los gobiernos nacionales y de instituciones financieras privadas, destinadas a prestar ayuda al sistema bancario. Entre otras intervenciones, cabe destacar las inyecciones de capital en Fortis, las garantías de crédito para Hypo Real Estate, un conjunto de ayudas para Dexia, y una serie de medidas orientadas a estabilizar el sistema bancario irlandés. En general, los precios de las acciones de los sectores financiero y no financiero de la zona del euro cayeron en septiembre en torno a un 12%.

En septiembre, el crecimiento interanual de los beneficios efectivos, en términos de beneficios por acción de las empresas incluidas en los índices Dow Jones EURO STOXX y Standard & Poor's 500, respectivamente, se tornó ligeramente negativo en la zona del euro y se mantuvo en torno al -10% en Estados Unidos. Sin embargo, la tasa prevista de crecimiento de los beneficios por acción para los próximos doce meses aumentó hasta el 9% y el 18,5% en la zona del euro y en Estados Unidos, respectivamente, mientras que se mantuvo prácticamente sin cambios en torno al 7% y al 12%, respectivamente, para plazos más largos.

3 PRECIOS Y COSTES

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro alcanzó el 3,8% en agosto del 2008 y, según el avance de Eurostat, el 3,6% en septiembre. Según se prevé en los mercados de futuros de las materias primas, es probable que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantenga durante cierto tiempo muy por encima de niveles compatibles con la estabilidad de precios, antes de moderarse de forma gradual en el transcurso del 2009. A medio plazo, teniendo en cuenta el debilitamiento de la demanda, los riesgos alcistas para la estabilidad de precios han disminuido ligeramente, aunque no han desaparecido. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de que las anteriores subidas de los precios de las materias primas tengan efectos indirectos más intensos sobre los precios de consumo y de que se produzca un nuevo aumento de dichos precios. En particular, existe una fuerte preocupación de que la aparición de efectos de segunda vuelta generalizados en la fijación de los precios y los salarios pueda acrecentar notablemente las presiones inflacionistas. Asimismo, unos incrementos no anticipados de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían acentuar los riesgos alcistas para la estabilidad de precios.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro bajó al 3,6% en septiembre del 2008, desde el 3,8% de agosto (véase cuadro 5). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de septiembre, los datos nacionales disponibles sugieren que la caída de la inflación puede atribuirse, con toda probabilidad, al componente energético y también, aunque en menor medida, al componente de alimentos.

El detalle del índice de agosto indica que la moderada desaceleración de la inflación interanual medida por el IAPC fue resultado, principalmente, del descenso de las tasas de variación de los precios de la energía y de los alimentos con respecto a los máximos alcanzados en julio (véase gráfico 19). Aunque permaneció en niveles elevados, la tasa de variación interanual de los precios de la energía disminuyó en agosto en relación con el máximo histórico observado en julio. Este descenso fue consecuencia, fundamentalmente, de una pronunciada caída de los precios de los productos energéticos derivados del petróleo, especialmente de los combustibles para automóviles y calefacción. Por el contrario, las tasas de variación interanual de los componentes energéticos no derivados del petróleo, como el gas y la electricidad, mantuvieron su tendencia al alza, siguiendo la evolución de los precios del petróleo con cierto retraso, de acuerdo con el patrón histórico.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

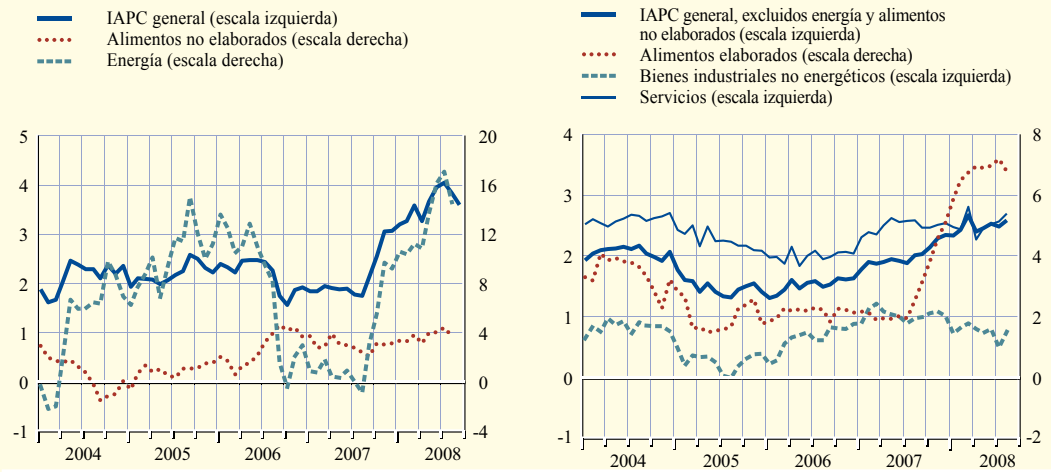
	2006	2007	2008 Abr	2008 May	2008 Jun	2008 Jul	2008 Ago	2008 Sep
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	2,1	3,3	3,7	4,0	4,0	3,8	3,6
Energía	7,7	2,6	10,8	13,7	16,1	17,1	14,6	.
Alimentos no elaborados	2,8	3,0	3,1	3,9	4,0	4,4	3,7	.
Alimentos elaborados	2,1	2,8	7,0	6,9	7,0	7,2	6,8	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	1,0	0,8	0,7	0,8	0,5	0,7	.
Servicios	2,0	2,5	2,3	2,5	2,5	2,6	2,7	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	5,1	2,8	6,2	7,1	8,1	9,2	.	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,9	52,8	69,8	80,1	85,9	85,3	77,0	70,0
Precios de las materias primas no energéticas	24,8	9,2	5,8	6,0	9,6	9,8	10,5	.

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

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

Gráfico 19 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

En agosto, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados registró un marcado descenso, que fue resultado, básicamente, de la volatilidad de los precios de las frutas y que compensó un nuevo aumento de la tasa de variación interanual de los precios de la carne. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados disminuyó también en agosto en relación con el máximo histórico alcanzado en julio. Aunque los precios de los alimentos han mostrado una evolución algo más moderada, con tasas de variación intermensual desestacionalizadas que volvieron a las medias históricas del primer semestre del 2008, las pasadas subidas de los precios de las materias primas alimentarias suponen la existencia de importantes presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro.

La inflación interanual medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía (que representan el 30% de la cesta del IAPC), aumentó al 1,9% en agosto, impulsada por la elevación de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. El incremento de la inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos fue reflejo, principalmente, de un comportamiento estacional extraordinario de los precios de los textiles, que se elevaron en tasa intermensual en agosto, tras las fuertes rebajas de julio. Por otra parte, subieron ligeramente la tasa de variación interanual de los precios de los automóviles y la de los precios de otras partidas (como muebles, joyería y repuestos de automóviles), que podrían reflejar, en cierta medida, una nueva transmisión gradual de las anteriores subidas de los precios de las materias primas. Tal y como se indica en el recuadro 2, cabe esperar que el crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos registre cierta aceleración a corto plazo, aunque dentro de una senda moderada. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios experimentó un nuevo aumento en agosto, en comparación con el mes anterior, como consecuencia, probablemente, de los efectos indirectos de los pasados repuntes de los precios de la energía y de los alimentos en los mercados internacionales. Confirmando las señales observadas anteriormente, este aumento obedeció, en gran medida, a una nueva sustancial contribución de los precios de los servicios de transporte, determinada casi enteramente por los precios del transporte aéreo de pasajeros. La significativa contribución del subcomponente de vacaciones organizadas estuvo probablemente relacionada con lo anterior. La inflación interanual en los precios de la hostelería volvió a ser elevada en agosto. Al igual que en los meses anteriores, estos incrementos se compensaron, en parte, con un nuevo descenso de la tasa de variación interanual de los precios en el sector de comunicaciones y con cierta estabilización de la inflación en los precios de los servicios de vivienda.

Recuadro 2

TENDENCIAS DE LOS PRECIOS DE LOS BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS

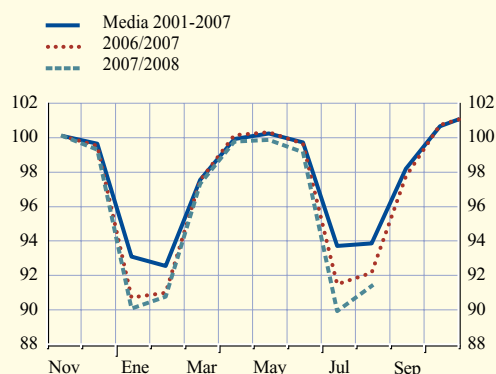
En un contexto de sostenidas presiones al alza sobre los costes, generadas por los aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas en los mercados internacionales que han disparado la inflación general de la zona del euro, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos¹, uno de los principales componentes del IAPC (que representa casi el 30% de la cesta del gasto), se ha mantenido notablemente estable. Desde principios del 2007, las tasas de inflación interanual de los bienes industriales no energéticos han venido oscilando en torno al 1%, antes de descender ligeramente a comienzos del 2008, hasta alcanzar incluso el 0,5% en julio del presente año (véanse gráfico 19 y cuadro 5 del texto principal). En este recuadro se analizan los principales determinantes de la evolución reciente de los precios de los bienes industriales no energéticos y los motivos por los que dicha evolución se ha mantenido hasta el momento en una senda tan moderada, y se considera si cabe esperar que esta situación perdure.

La evolución más reciente de la tasa de inflación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos puede atribuirse a factores transitorios específicos. El descenso observado en el primer semestre del año, desde la tasa media del 1% registrada en el 2007, hasta el 0,8% alcanzado en el primer semestre del 2008, obedece casi enteramente al hecho de que el impacto del aumento del IVA alemán llevado a cabo en enero del 2007 desapareció del cálculo de la tasa de variación interanual. Si se excluye Alemania, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se ha mantenido prácticamente sin cambios, ligeramente por debajo del 1%, durante casi un año. Por otro lado, la volatilidad observada en los meses de verano (cuando la tasa de variación interanual bajó desde el 0,8% de junio hasta el 0,5% de julio, antes de subir al 0,7% en agosto) reflejó, en gran medida, la evolución estacional de los textiles, que se alejó del patrón medio estacional observado en el período 2001-2007 (véase gráfico A). Las rebajas de julio del 2008 de los

1 El componente de bienes industriales no energéticos se divide en tres subcomponentes: (a) bienes de consumo no duradero (por ejemplo, bienes electrónicos para uso personal, productos farmacéuticos, periódicos), que representan el 27% del componente; (b) bienes de consumo duradero (por ejemplo, artículos de vestir y calzado, libros, material recreativo), que representan el 39% del componente; y (c) bienes de consumo duradero (por ejemplo, automóviles, muebles, equipamiento del hogar, ordenadores personales), que representan el 34% del componente.

Gráfico A Patrón estacional de los precios de los artículos de vestir y del calzado incluidos en el IAPC

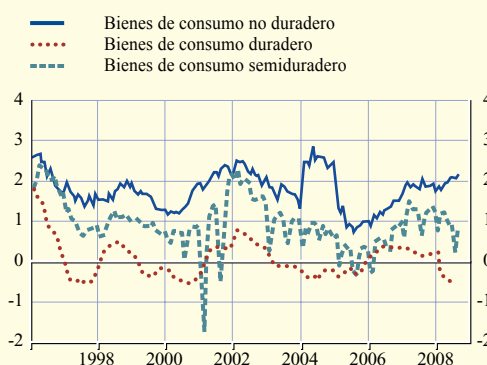
(índice: noviembre = 100)



Fuente: Eurostat.

Gráfico B Evolución de los precios de los subcomponentes de bienes industriales no energéticos

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

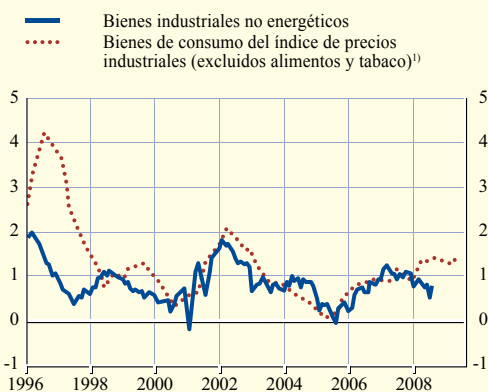
artículos de vestir y del calzado fueron más fuertes que las registradas en el mismo mes del año anterior, ya que los comercios rebajaron más los precios para estimular una demanda de consumo relativamente floja. Dado que los precios de los textiles tienden a volver a niveles «normales» con relativa rapidez, se espera que la incidencia a la baja sobre la inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos se vaya disipando en los próximos meses.

Más allá del impacto a corto plazo de la volatilidad estacional, la evolución relativamente estable de los precios de los bienes industriales no energéticos a nivel agregado puede explicarse por la evolución compensatoria de los subcomponentes (véase gráfico B). La inflación en los precios de los bienes de consumo duradero ha disminuido recientemente, debido principalmente a una fuerte caída de la inflación en los precios de los automóviles. Ello ha contribuido de forma significativa a moderar la evolución reciente de la inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos, al compensar la actual elevación de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero, que ha sido impulsada, en gran medida, por la evolución de los precios de los bienes electrónicos para uso personal, los productos farmacéuticos y los periódicos. Por el contrario, la tasa media de variación interanual de los precios de los bienes de consumo semiduradero se ha mantenido en general estable, como resultado de la evolución moderada de la tasa de variación interanual de los precios del vestido y calzado, los principales artículos de los bienes de consumo semiduradero.

Las subidas de los precios del petróleo y de algunas materias primas (metales, maderas y metales preciosos como el oro) han generado presiones de los costes de los bienes intermedios sobre los bienes de consumo manufacturados, especialmente sobre algunos bienes industriales no energéticos. Existe cierta evidencia de que el aumento de estos costes se ha trasladado gradualmente a los consumidores, en algunos casos en una elevada medida (muebles, joyería y repuestos de automóviles). Pese a ello, la evolución general de la inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos ha seguido siendo sosegada, debido a varios factores moderadores. En particular, la notable apreciación del euro ha amortiguado en general los aumentos de los precios internacionales de las

Gráfico C Precios de los bienes industriales no energéticos y precios industriales de los bienes de consumo (excluidos alimentos y tabaco)

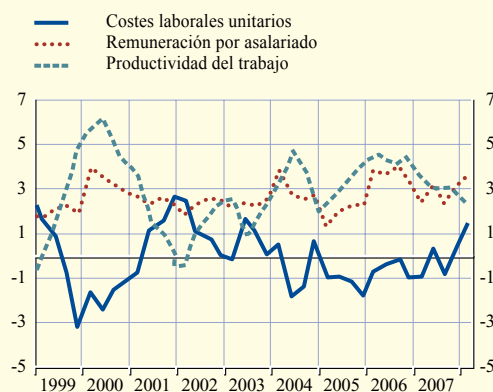
(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.
1) Los datos del índice de precios industriales se han adelantado doce meses.

Gráfico D Salarios, productividad y costes laborales unitarios en la industria (excluida construcción)

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

materias primas y de los precios de los bienes de consumo importados. El descenso de los precios de importación ha tenido una incidencia directa sobre la inflación en los bienes industriales no energéticos, al representar las importaciones de bienes de consumo final una parte importante de los bienes industriales no energéticos de la zona del euro, especialmente para algunos productos como los textiles. Por otra parte, la fuerte competencia interna y mundial está ejerciendo presiones a la baja sobre los precios industriales y al por menor. Más recientemente, parecen haber aparecido presiones bajistas más específicas sobre los precios de consumo de los bienes industriales, tal y como sugiere la brecha entre la evolución de los precios de los bienes industriales no energéticos y la de los precios de los bienes de consumo de producción interna, excluidos los alimentos y el tabaco (véase gráfico C). Una posible explicación de este hecho puede ser la dificultad de trasladar la elevación de los costes de los bienes intermedios en un entorno de debilidad de la demanda de consumo.

De cara al futuro, cabría esperar cierta tendencia al alza de la inflación en los bienes industriales no energéticos, ya que parece estar atenuándose el impacto de los factores moderadores. En particular, a la vista de la evolución reciente de los tipos de cambio, es posible que la incidencia a la baja de la apreciación del euro sobre los precios de importación vaya desapareciendo. Por otro lado, pueden acentuarse los efectos indirectos de los pasados aumentos de los precios de las materias primas, y el mercado de trabajo ya ha empezado a ejercer presiones inflacionistas. En general, la evolución de los costes laborales ha tenido un efecto moderador sobre el comportamiento de los precios de los bienes industriales no energéticos entre el 2004 y finales del 2007, con un crecimiento de los costes laborales unitarios que resultó ser negativo de una forma más o menos constante en el sector industrial (excluida la construcción). Sin embargo, desde el inicio del año el aumento de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado, unido al descenso de la productividad del trabajo en la industria, ha ocasionado una aceleración del crecimiento de los costes laborales unitarios (véase gráfico D). Se espera que esta tendencia se mantenga en lo que queda de año, lo que sugiere cierta acumulación de las presiones alcistas de los costes laborales en el sector de bienes de consumo. Esta presión adicional de los costes puede trasladarse a los consumidores, dependiendo de la capacidad de fijación de precios del comercio al por menor y de la situación cíclica. La información disponible, procedente concretamente de la encuesta a los directores de compras, sugiere que, hasta el momento, las empresas que intervienen en las últimas fases de la cadena de producción han aceptado una reducción en sus márgenes.

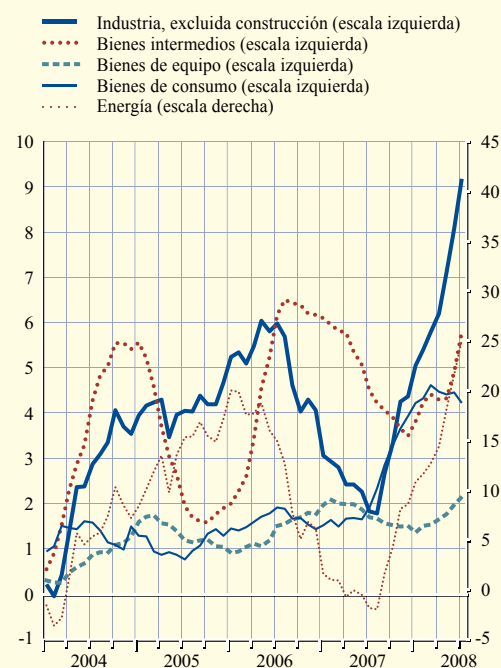
Los efectos indirectos de las pasadas subidas de los precios de las materias primas y de la intensificación de las presiones inflacionistas generadas por los costes laborales pueden llevar a las empresas a necesitar restaurar sus márgenes, lo que puede incluso obligarlas finalmente a elevar sus precios. Sin embargo, en las circunstancias actuales, la relativa debilidad del consumo privado, en un entorno de lento crecimiento y fuerte competencia, parece limitar la posibilidad de importantes subidas adicionales de los precios. En general, cabría esperar a corto plazo una ligera aceleración del crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos, aunque su evolución se mantendría dentro de una senda moderada.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En julio del 2008, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, se elevó hasta el 9%, el nivel más alto registrado en más de 25 años (véase gráfico 20). Este incremento estuvo determinado, en gran medida, por los precios de la energía y de los bienes intermedios. La tasa de variación interanual de los precios de la energía alcanzó el 24,5% en julio, su cota más alta desde el inicio de la serie en 1986. En julio, la inflación en los precios industriales, excluidas la energía y la construcción, aumentó hasta el 4,3%, nivel que no se observaba desde finales de 1995, como consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios de los bienes intermedios, cuya tasa de variación interanual se disparó hasta el 5,6%. Más adelante en la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo disminuyó ligeramente en julio, hasta el 4,3%, siendo ese un nivel todavía elevado. Si se excluyen el tabaco y los alimentos, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo se mantuvo en julio en el 1,4%, ligeramente por encima de su media del 2007. Aunque la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales descendió en agosto del 2008, permaneció en un nivel históricamente alto, el 8,5%.

Gráfico 20 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Los últimos datos sobre fijación de precios por parte de las empresas, procedentes del índice de directores de compras, indican que las presiones inflacionistas a corto plazo han estado disminuyendo, aunque siguen siendo elevadas (véase gráfico 21). Los índices de precios de los bienes intermedios de los sectores de manufacturas y de servicios experimentaron una fuerte caída, que los encuestados atribuyeron, en buena parte, al descenso de los precios del petróleo y de otras materias primas. Aunque ambos índices han descendido de forma significativa en los dos últimos meses, siguen señalando presiones al alza sobre los precios. En septiembre, los índices de precios cobrados en los sectores de manufacturas y de servicios registraron también

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

una caída, que se atribuyó al menor crecimiento de los costes de los bienes intermedios, y a las ofertas lanzadas por las empresas para estimular unas ventas muy flojas. Pese a la reducción de las presiones sobre los precios, todos los indicadores se mantienen en niveles elevados, generalmente por encima de su media de largo plazo.

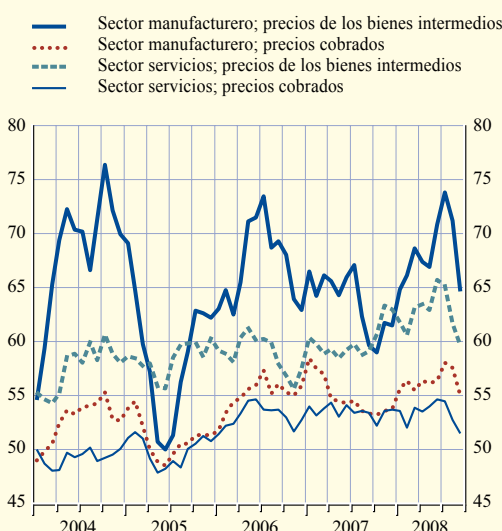
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales disponibles sugieren que continuó el rápido ritmo de crecimiento de los salarios en el primer semestre del 2008, lo que, unido al debilitamiento del crecimiento de la productividad, originó una marcada aceleración del crecimiento de los costes laborales unitarios en este período (véase cuadro 6).

Las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados y de la remuneración por asalariado han subido considerablemente desde el último trimestre del 2007, mientras que los costes laborales por hora han registrado un fuerte crecimiento en el primer semestre del año (véase gráfico 22). La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se elevó al 3,6% en el segundo trimestre del 2008, nivel que no se observaba en la zona del euro desde mediados de los años noventa. En el mismo período, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se situó en el 2,8%, prácticamente sin cambios con respecto al primer trimestre del año. La tasa de variación interanual de los costes laborales por hora descendió al 2,7%, desde la tasa revisada al alza del 3,5% correspondiente al primer trimestre del año, aunque este descenso puede ser reflejo, en cierta medida, de una corrección técnica del aumento registrado en el trimestre anterior, debido a que el adelanto de las fechas de Semana Santa en el 2008 incidió en las horas trabajadas. Dada la desaceleración del crecimiento de la productividad, la evolución de los salarios originó directamente una fuerte aceleración del crecimiento interanual de los costes laborales unitarios, hasta alcanzar el 3,4% en el segundo trimestre, su nivel más alto en una década. En este contexto, persiste el riesgo de efectos de segunda vuelta más generalizados, especialmente en los países de la zona del euro en los que existe alguna forma de indicación automática de los salarios.

Gráfico 21 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

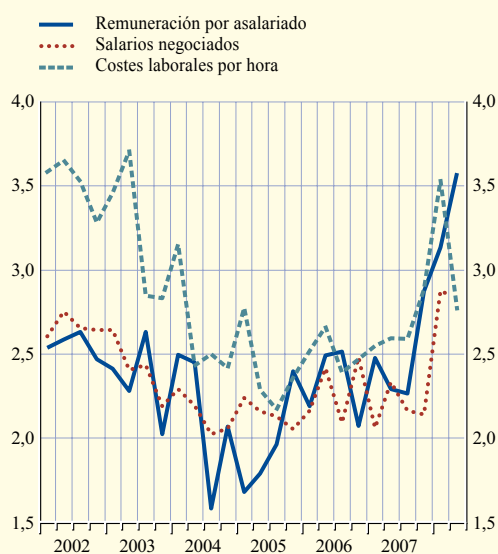
(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit Economics.
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 22 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Los datos sobre la evolución de los salarios por sectores indican un fuerte repunte generalizado en la industria, los servicios y la construcción en el primer trimestre del 2008. La limitada información disponible, extraída solamente de los costes laborales por hora, sugiere cierta moderación de los costes salariales por hora en la industria (excluida la construcción) y los servicios en el segundo trimestre del 2008 (véase gráfico 23). Sin embargo, al igual que en el caso del índice general de costes laborales por hora, esta evolución sectorial puede haberse visto afectada por las fechas tempranas en que cayó la Semana Santa.

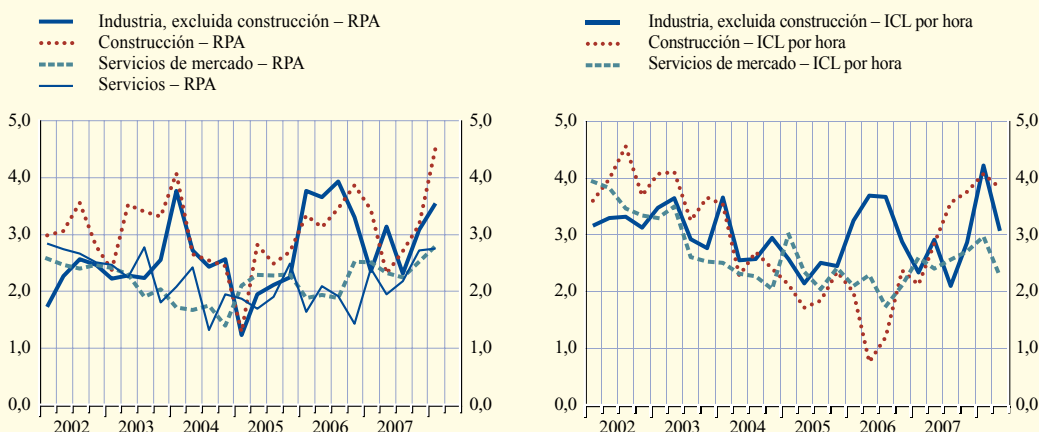
3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Desde el pasado otoño, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se ha venido manteniendo muy por encima del nivel compatible con la estabilidad de precios, como consecuencia de la incidencia al alza de los efectos directos e indirectos de las anteriores pronunciadas subidas de los precios de la energía y de los alimentos a escala mundial. Por otro lado, el crecimiento salarial ha repuntado con fuerza en los últimos trimestres, pese al menor crecimiento de la actividad económica y en un momento en que se está observando una desaceleración del crecimiento de la productividad del trabajo, con el consiguiente acusado aumento de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios. Según se prevé en los mercados de futuros de las materias primas, es probable que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantenga durante cierto tiempo muy por encima de niveles compatibles con la estabilidad de precios, antes de moderarse de forma gradual en el transcurso del 2009.

A medio plazo, teniendo en cuenta el debilitamiento de la demanda, los riesgos alcistas para la estabilidad de precios han disminuido ligeramente, aunque no han desaparecido. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de que las anteriores subidas de los precios de las materias primas tengan efectos indirectos más intensos sobre los precios de consumo y de que se produzca un nuevo aumento de dichos precios. En particular, existe una fuerte preocupación de que la aparición de efectos de segunda vuelta generalizados en la fijación de los precios y los salarios pueda acrecentar notablemente las presiones inflacionistas. Asimismo, unos incrementos no anticipados de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían acentuar los riesgos alcistas para la estabilidad de precios.

Gráfico 23 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Los últimos datos confirman que la actividad económica de la zona del euro se está desacelerando, habiéndose moderado la demanda interna y endurecido las condiciones de financiación. Los indicadores disponibles sugieren que se ha mantenido un débil ritmo de crecimiento en la zona del euro en el tercer trimestre. La disminución de los precios del petróleo desde su máximo de julio y el crecimiento sostenido de las economías emergentes podrían respaldar una recuperación gradual en el 2009. Las perspectivas económicas están sujetas a un aumento de los riesgos a la baja, que se derivan principalmente de un escenario en el que las tensiones existentes en los mercados financieros tienen una incidencia sobre la economía real más negativa de lo previsto actualmente. Otros riesgos a la baja están relacionados con la posibilidad de que se produzcan nuevos incrementos de los precios de la energía y de los alimentos —que son muy volátiles— una evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales y una intensificación de las presiones proteccionistas.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

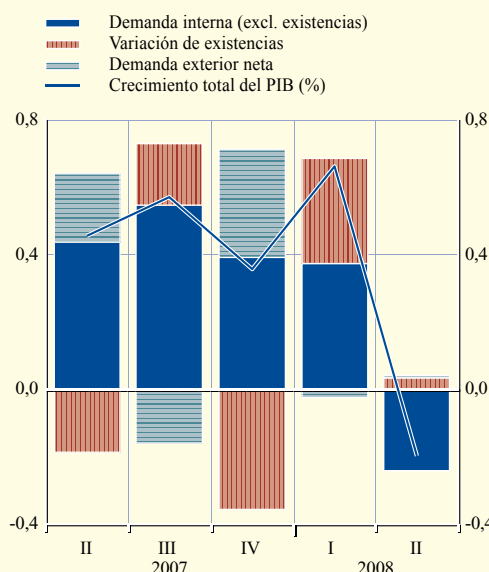
Eurostat estimó que el PIB real de la zona del euro caería un 0,2% en términos intertrimestrales en el segundo trimestre del 2008, tras haber registrado un crecimiento del 0,7% en el primer trimestre. La volatilidad observada en el primer semestre del año se debió, en parte, a factores temporales, sobre todo a un invierno suave en algunas partes de Europa, que impulsaron la actividad constructora en el primer trimestre, mientras que el posterior debilitamiento de la actividad económica en el segundo trimestre constituyó, en parte, una reacción técnica al importante crecimiento experimentado a comienzos de año. Sin embargo, la peor cifra del segundo trimestre fue también reflejo de un crecimiento más moderado, pues los precios más elevados de las materias primas y la desaceleración económica internacional afectaron a la actividad económica de la zona del euro.

El descenso del PIB real en el segundo trimestre fue consecuencia de un retroceso de la demanda interna (excluidas las existencias), cuya contribución al crecimiento total fue de -0,2 puntos porcentuales. La aportación de la variación de existencias fue nula. Las exportaciones y las importaciones se redujeron un 0,4% en el segundo trimestre, de modo que la contribución de la demanda exterior neta fue también nula (véase gráfico 24).

Un factor que influyó de manera decisiva en la debilidad de la demanda interna durante el segundo trimestre del 2008 fue el acusado descenso observado en el crecimiento de la inversión, que cayó un 1,2% en el segundo trimestre, tras haber aumentado un 1,5% en tasa intertrimestral en el primero. El detalle de la inversión no se ha publicado todavía, pero parece que gran parte de la volatilidad existente en la inversión fue resultado de la evolución de la inversión en construcción. Como se ha avanzado en ediciones anteriores del

Gráfico 24 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Boletín Mensual, es probable que las buenas condiciones meteorológicas registradas en los primeros meses del año impulsaran la inversión en construcción, un factor que no queda reflejado de manera adecuada en los ajustes estacionales y que explica el descenso observado en el segundo trimestre. No obstante, en coherencia con el endurecimiento de las condiciones de financiación, el crecimiento más lento de los beneficios y la disminución de las presiones sobre la capacidad productiva, puede que la inversión, excluida la construcción, también fuera más moderada en el segundo trimestre que en el primero.

La reciente debilidad del consumo privado de la zona del euro se mantuvo en el segundo trimestre del 2008, cayendo el gasto un 0,2% en tasa intertrimestral. Los consumidores han frenado su gasto a causa de los significativos aumentos observados en el precio de las materias primas, que han atenuado el crecimiento de la renta real. Además, la riqueza financiera de los hogares ha disminuido, debido al deterioro de los mercados bursátiles. Si se considera el tercer trimestre, la información disponible indica que el consumo privado siguió dando muestras de atonía. El volumen de ventas

del comercio al por menor en la zona del euro retrocedió un 0,1% en tasa intermensual en julio, el noveno mes consecutivo de los últimos 12 meses en que las ventas han caído. Además, aunque el nivel de las matriculaciones de automóviles se recuperó ligeramente en julio y agosto, la tendencia predominante sigue siendo de debilidad. La confianza de los consumidores registró una leve mejora en agosto, en comparación con julio, pero se mantuvo en un nivel históricamente bajo (véase gráfico 25).

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

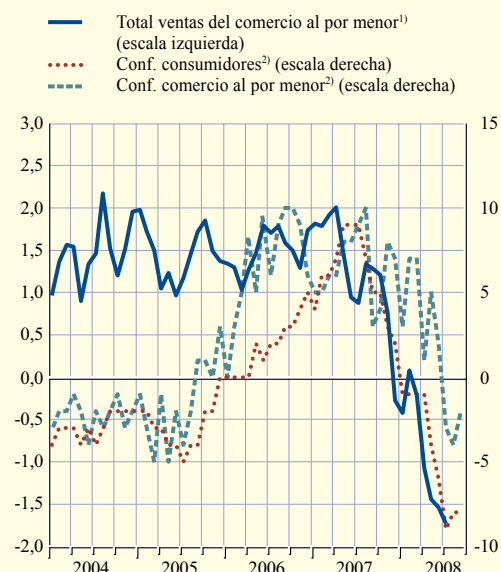
En cuanto a la actividad por sectores, la caída del producto de la zona del euro en el segundo trimestre obedece al acusado descenso observado en la industria y en la construcción, donde el valor añadido se contrajo un 0,8% y un 2,2%, en tasa intertrimestral, respectivamente. No obstante, la actividad se vio respaldada por la capacidad de resistencia del crecimiento en la rama de servicios, donde el valor añadido aumentó un 0,4%.

Si se considera el tercer trimestre, los indicadores disponibles acerca del producto en la industria y los servicios sugieren que el crecimiento mantuvo su debilidad. En julio, la producción industrial (excluida la construcción) disminuyó un 0,4% en tasa intermensual, tras el leve descenso observado en el mes anterior. En términos de medias móviles de tres meses, la producción industrial retrocedió un 1,7%, el deterioro más rápido de los últimos 15 años (véase gráfico 26). La producción de la construcción se incrementó ligeramente en julio, pero la tendencia general siguió dando muestras de debilidad.

Las encuestas de opinión confirman el moderado ritmo de crecimiento en el tercer trimestre del 2008, en comparación con el trimestre precedente. La encuesta de septiembre de la Comisión Europea mostró un re-

Gráfico 25 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

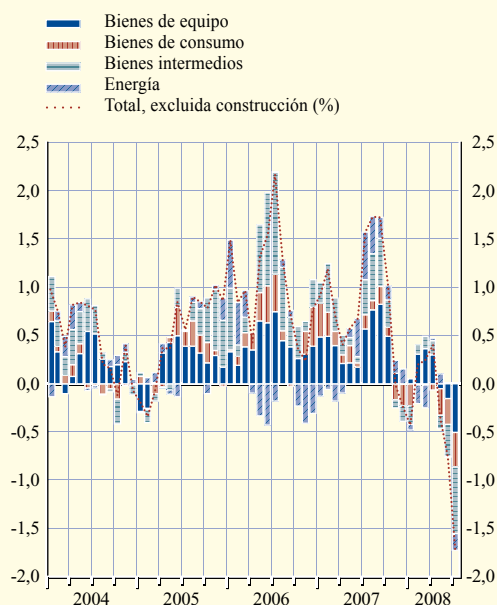
(datos mensuales)



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

Gráfico 26 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

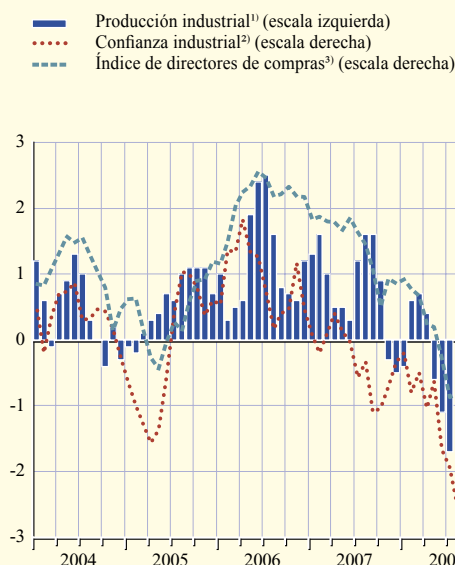
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente tres meses antes.

Gráfico 27 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



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

troceso adicional en la confianza de la industria y los servicios. Ambos índices se mantienen por debajo de sus medias a largo plazo. El índice de directores de compras de las manufacturas empeoró significativamente en septiembre del 2008, hasta alcanzar su nivel más bajo desde finales del 2001 (véase gráfico 27). El índice de directores de compras de los servicios también descendió ligeramente en septiembre, registrando su nivel más bajo desde mediados del 2003. En general, ambos índices mostraron un deterioro mayor en el tercer trimestre del 2008 que en el segundo, lo que indica la debilidad de la actividad económica de la zona del euro.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

Tras haber mostrado avances significativos en los últimos años, las perspectivas del mercado trabajo de la zona del euro se han deteriorado en los últimos meses. La tasa de paro ha aumentado desde el inicio de este año y, según las encuestas, las expectativas de creación de empleo se han moderado de un tiempo a esta parte, lo que sugiere que, probablemente, en los próximos meses el crecimiento del empleo dé muestras de desaceleración.

EMPLEO

Según la primera estimación de Eurostat, el empleo de la zona del euro creció un 0,2% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre, tras haber aumentado un 0,3% en el periodo anterior (véase cuadro 7).

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

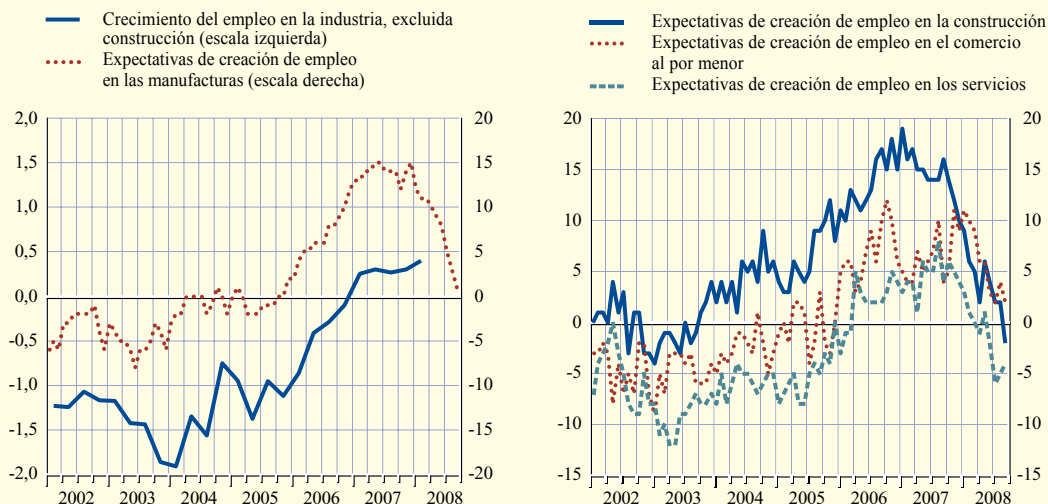
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

En cuanto al tercer trimestre, la moderación en las expectativas de creación de empleo observada en todos los sectores durante los últimos 12 meses se mantuvo en septiembre. Esta moderación, junto con la pérdida de ritmo esperada de la actividad económica, indica que, posiblemente, el crecimiento del empleo será más lento durante el segundo semestre del 2008 (véase gráfico 28).

Como consecuencia del descenso del producto y del crecimiento continuado del empleo, la productividad laboral se redujo en el segundo trimestre del 2008. Se ha estimado que el crecimiento interanual de la productividad del trabajo fue del 0,2% en el segundo trimestre del 2008, la tasa de crecimiento más baja desde el 2003 (véase gráfico 29). Los últimos datos del índice de productividad elaborado a partir de la encuesta a los directores de compras muestran que la productividad laboral ha seguido deteriorándose en los últimos meses.

Gráfico 28 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

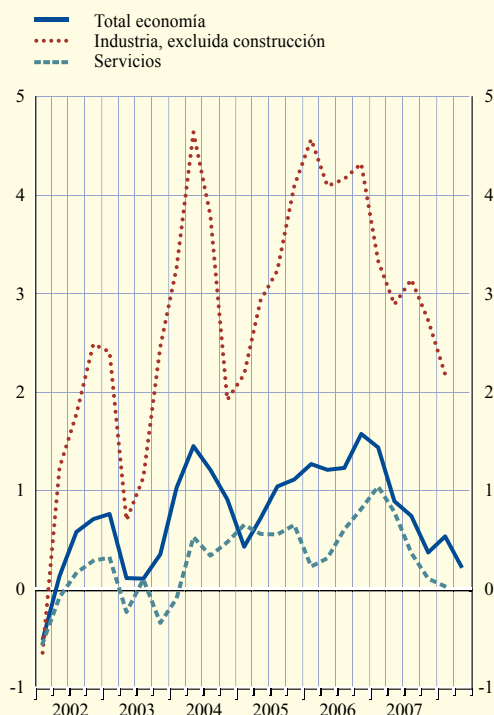
(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

Gráfico 29 Productividad del trabajo

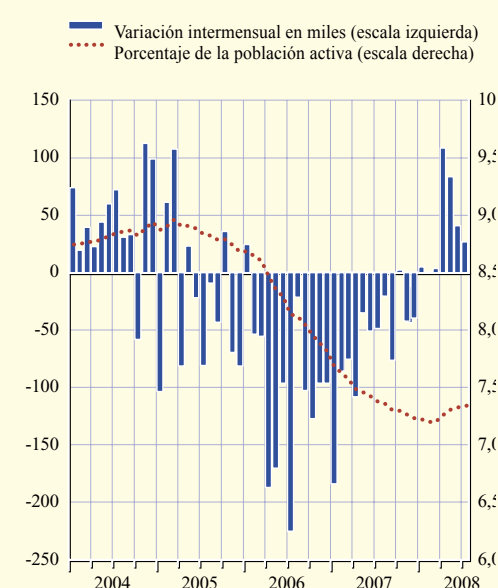
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 30 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

DESEMPLEO

Tras haber retrocedido durante varios años, la tasa de paro ha registrado una serie de incrementos en el año 2008. Esta tasa pasó del 7,2% en el primer trimestre al 7,3% en el segundo, y en los dos primeros meses del tercer trimestre se han observado nuevos aumentos en el número de parados (véase gráfico 30). En agosto, la tasa de desempleo se elevó hasta el 7,5%, frente al 7,4% de julio (cifra revisada al alza con respecto a la estimación anterior). En ese mes, el número de desempleados aumentó en 90.000 personas. Esta cifra fue consecuencia del importante crecimiento del paro tanto en Francia como en España, que sólo se vio compensado parcialmente por el descenso en el número de parados que se observó en Alemania.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La economía de la zona del euro se encuentra inmersa actualmente en un período de debilidad de la actividad económica. El descenso estimado del PIB real en el segundo trimestre del 2008 (-0,2%) representa en parte una reacción técnica al intenso crecimiento observado en los primeros meses del año, cuando las buenas condiciones meteorológicas en algunas partes de Europa impulsaron la actividad constructora. Sin embargo, la peor cifra para el segundo trimestre también reflejó un crecimiento más moderado, pues los precios más elevados de las materias primas y la desaceleración económica mundial afectaron a la actividad económica de la zona del euro. Los indicadores disponibles sugieren que se ha mantenido un débil ritmo de crecimiento en la zona del euro en el tercer trimestre.

De cara al futuro, la disminución de los precios del petróleo desde su máximo de julio y el crecimiento sostenido de las economías emergentes podrían respaldar una recuperación gradual en el 2009. Las perspectivas económicas están sujetas a un aumento de los riesgos a la baja, que se derivan principalmente de un escenario en el que las tensiones existentes en los mercados financieros tienen una incidencia sobre la economía real más negativa de lo previsto actualmente. Otros riesgos a la baja están relacionados con la posibilidad de que se produzcan nuevos incrementos de los precios de la energía y de los alimentos —que son muy volátiles— una evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales y una intensificación de las presiones proteccionistas.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En los tres últimos meses el euro se ha depreciado frente a las principales monedas en un clima de notable aumento de la volatilidad. El 30 de septiembre de 2008, se situaba, en términos efectivos, en torno a un 4% por debajo del nivel observado a finales de junio, aunque se mantenía alrededor de un 3,4% por encima de la media del 2007.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 30 de septiembre de 2008, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 22 de los socios comerciales importantes de la zona del euro— se situaba en torno a un 4% por debajo del nivel observado a finales de junio, aunque aún se mantenía un 3,4% por encima de la media del 2007 (véase gráfico 31).

El debilitamiento del euro en términos efectivos en los tres últimos meses ha tenido su origen en una depreciación notable y generalizada en términos nominales bilaterales frente al yen japonés, el renminbi chino y el dólar estadounidense. Estos movimientos se compensaron ligeramente con una apreciación del euro frente al won coreano, la corona sueca, la corona noruega, el dólar australiano y las monedas de algunos de los países que se han incorporado a la UE desde el año 2004.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En agosto y a comienzos de septiembre del 2008, el euro se depreció frente al dólar estadounidense en un contexto de aumento de la volatilidad esperada de los principales tipos de cambio bilaterales de la moneda única. En la segunda mitad de septiembre, el euro se recuperó, en parte, de las pérdidas sufridas anteriormente para, después, volver a perder impulso. Las oscilaciones del tipo de cambio entre el dólar y el euro durante este período fueron un claro reflejo de las turbulencias en los mercados financieros mundiales asociadas a las tensiones experimentadas por varias instituciones financieras en Estados Unidos y a la incertidumbre de los participantes en los mercados respecto a los detalles del plan de estabilización contemplado por las autoridades estadounidenses.

Gráfico 31 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

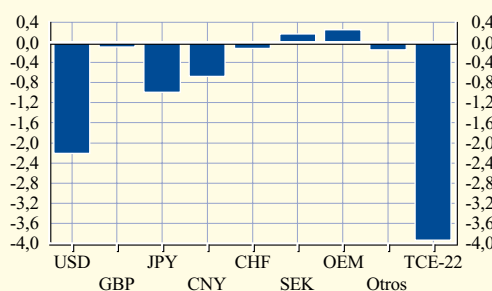
(datos diarios)

Índice: 1 1999 = 100



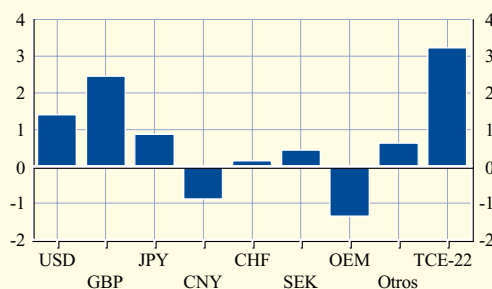
Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾

Del 30 de junio de 2008 al 30 de septiembre de 2008
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾

Del 3 de enero de 2005 al 30 de septiembre de 2008
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-22 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro (excepto la GBP y la SEK). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-22 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando a este índice las correspondientes ponderaciones por el comercio.

La rápida depreciación del euro a partir de principios de agosto podría haber tenido relación con la publicación de datos macroeconómicos según los cuales la economía estadounidense estaría mostrando una capacidad de resistencia mayor de lo previsto anteriormente por los participantes en los mercados. Un aspecto digno de mención respecto a lo sucedido en el mes transcurrido hasta mediados de agosto fue la interrupción temporal de la relación clara entre la depreciación del euro y la evolución del diferencial de tipos de interés a medio plazo entre la zona del euro y Estados Unidos. En los seis meses precedentes, esta relación había sido relativamente estrecha. En septiembre, el euro repuntó ligeramente frente al dólar en un clima de incertidumbre respecto a la aprobación de la legislación relacionada con el plan anunciado por el Tesoro de Estados Unidos para estabilizar el sector financiero estadounidense, pero, en los últimos días del mes, comenzó a depreciarse de nuevo al manifestarse signos de debilidad financiera en varias instituciones europeas. El 30 de septiembre de 2008, el euro cotizaba a 1,43 dólares estadounidenses, un 9,3% por debajo del nivel observado a finales de junio y un 4,4% por encima de la media del 2007 (véase gráfico 32).

YEN JAPONÉS/EURO

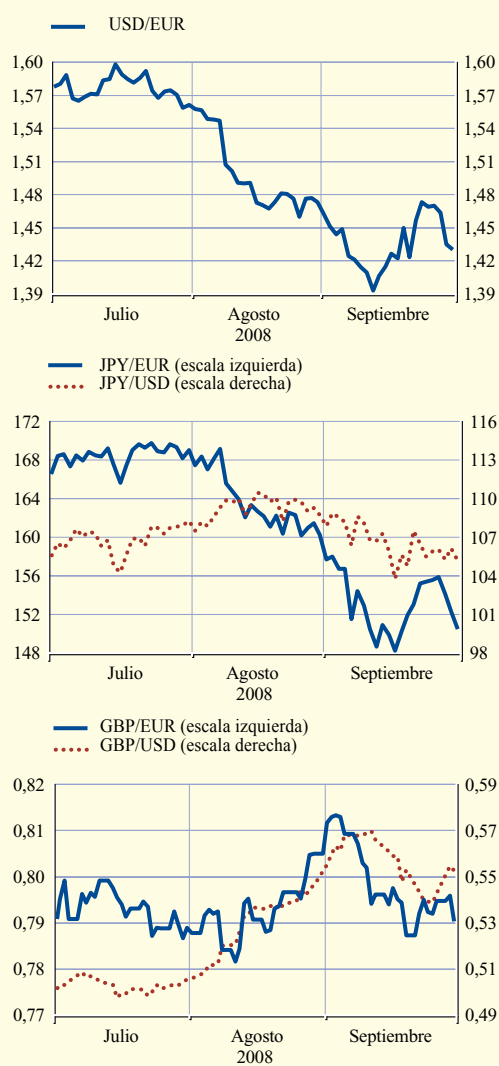
La evolución del tipo de cambio entre el yen japonés y el euro en los tres meses transcurridos hasta finales de septiembre del 2008 refleja, en general, el comportamiento del tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense, habiéndose compensado, en parte, la acusada depreciación de la moneda única en el mes transcurrido hasta mediados de septiembre con la apreciación registrada a partir de entonces. En conjunto, el euro se depreció un 9,6% frente al yen en el período de referencia y cotizaba, el 30 de septiembre, a 150,5 yenes, un 6,7% por debajo de la media del 2007 (véase gráfico 32). Las expectativas de que, en el futuro, el tipo de cambio del euro frente al yen registrase cierta volatilidad, conforme a lo que sugieren los indicadores basados en el precio de las opciones, rebasaron una vez más la media histórica, situándose, a finales de septiembre, en el nivel más alto observado desde octubre de 1999.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Desde finales de junio del 2008, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables frente al euro y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 33). Tras la revaluación de su paridad central

Gráfico 32 Evolución de los tipos de cambio

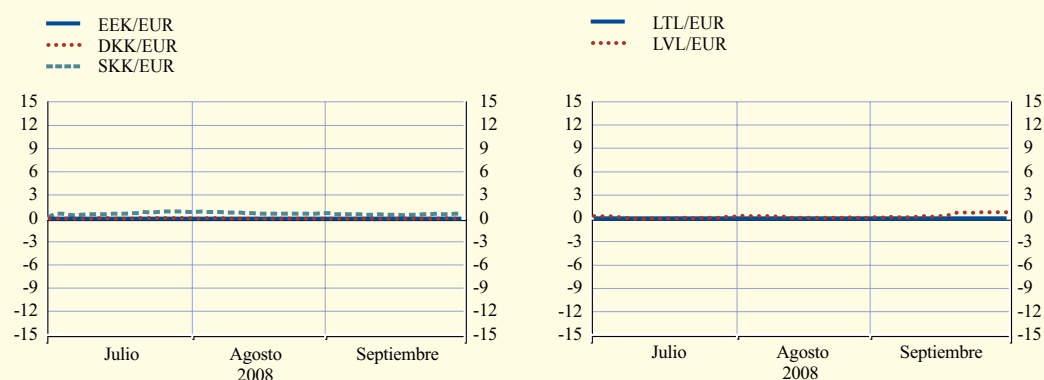
(datos diarios)



Fuente: BCE.

Gráfico 33 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 implica que la moneda se sitúa en la parte débil (fuerte) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es $\pm 15\%$. La paridad central de la corona eslovaca en el MTC II se revaluó en un 17,6472% con efectos a partir del 29 de mayo de 2008.

en el MTC II en un 17,6472%, con efectos a partir del 29 de mayo del 2008, la corona eslovaca ha estado cotizando ligeramente por debajo de su nueva paridad central de 30,1260 coronas por euro, situándose un 0,6% por debajo de ese nivel el 30 de septiembre. Desde finales de junio, el lats letón se ha depreciado ligeramente frente al euro y, el 30 de septiembre, cotizaba un 0,8% por debajo de su paridad central.

Por lo que respecta, a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se mantuvo, en general, estable frente a la libra esterlina entre finales de junio y el 30 de septiembre de 2008, a pesar de observarse cierta volatilidad a corto plazo. Durante el mismo período, el euro se apreció frente a las monedas de algunos de los países que se han incorporado a la UE desde el año 2004, a saber, un 3,2% frente a la corona checa, un 3,1% frente al forint húngaro, un 2,7% frente al leu rumano y un 1,4% frente al zloty polaco.

OTRAS MONEDAS

Entre finales de junio y el 30 de septiembre de 2008, el euro se depreció más de un 9% frente al dólar de Hong Kong y el renminbi chino, un 6,2% frente al dólar canadiense, un 4,7% frente al dólar de Singapur y un 1,8% frente al franco suizo, y se apreció un 8,4% frente al dólar australiano, un 4,5% frente al won coreano, un 4% frente a la corona noruega y un 3,4% frente a la corona sueca.

5.2 BALANZA DE PAGOS

La balanza por cuenta corriente, acumulada de doce meses hasta julio del 2008, registró un déficit de 23,9 mm de euros (0,3% del PIB), frente al superávit de 27,4 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio de signo refleja, en gran medida, un descenso del superávit de la balanza de bienes y servicios y un aumento del déficit de la balanza de transferencias corrientes. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas acumuladas de 97,3 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta julio del 2008, frente a unas entradas netas de 231,8 mm de euros un año antes. Este cambio de dirección de los flujos financieros tuvo su origen, principalmente, en una caída de las compras netas de valores de cartera de la zona del euro realizadas por inversores no residentes.

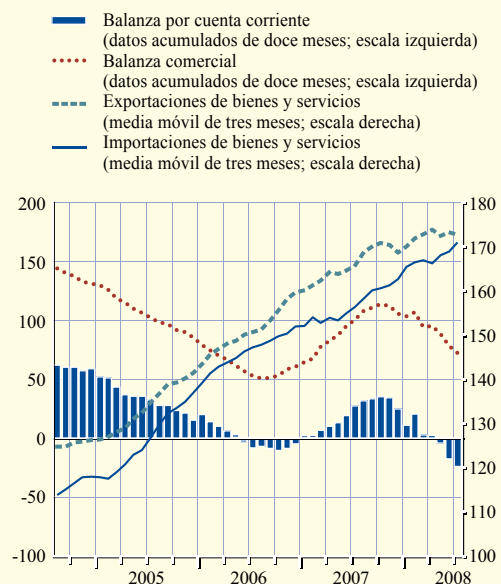
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Por tercer mes consecutivo, en julio del 2008, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses registró un aumento del déficit, que se situó en 23,9 mm de euros (datos desestacionalizados y ajustados por días laborables), equivalentes al 0,3% del PIB, frente al superávit de 27,4 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio de signo vino determinado, en gran medida, por una contracción del superávit de la balanza de bienes, un aumento del déficit de la balanza de transferencias corrientes y un cambio en la balanza de rentas — que pasó de superávit a déficit—, que sólo se compensaron, en parte, con un incremento del superávit de la balanza de servicios (véase gráfico 34).

El déficit de la balanza de transferencias corrientes acumulado de doce meses hasta julio del 2008 (94,8 mm de euros), que casi se había duplicado en magnitud desde comienzos del 2003, fue resultado, principalmente, de los déficit registrados frente a las instituciones de la UE y los países que no forman parte del G-10 ni de la Unión Europea, y ha estado determinado, en gran medida, por las salidas de asistencia externa y remesas de los trabajadores. La caída del superávit de la balanza de bienes (34 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta julio del 2008 en comparación con el mismo período un año antes) es un fenómeno más reciente que tiene su origen, principalmente, en la combinación de dos factores: el debilitamiento de las exportaciones y el sólido crecimiento de las importaciones. En un contexto de debilitamiento de

Gráfico 34 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Recuadro 3

CAMBIOS RECIENTES EN LA COMPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE LA DEMANDA EXTERIOR DE BIENES PRODUCIDOS EN LA ZONA DEL EURO

La rápida expansión del comercio internacional en la última década y la creciente integración de los mercados emergentes en la economía mundial se han reflejado en un aumento sustancial de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro y en una contribución cada vez mayor de los mercados emergentes al crecimiento de las exportaciones de la zona. En este recuadro se examina brevemente la evolución reciente de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro y los cambios resultantes en la composición geográfica de la demanda exterior de bienes producidos en la zona.

Desde el año 2005¹, las exportaciones en términos nominales a países no pertenecientes a la zona del euro se han incrementado considerablemente, a una tasa media de crecimiento interanual superior al

1 La evolución hasta el año 2004 se examinó en el recuadro titulado «La composición geográfica de la demanda exterior de bienes producidos en la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre de 2004.

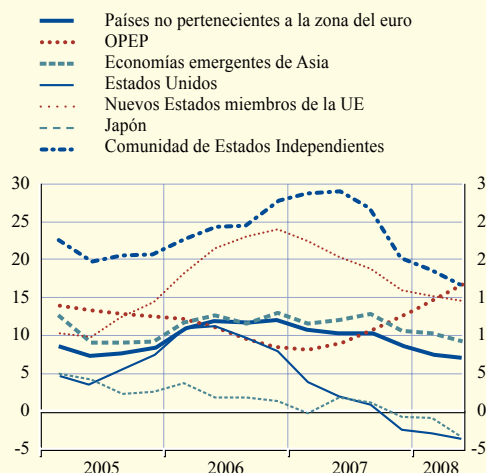
9%. Las exportaciones de la zona del euro a las economías emergentes de Asia (sobre todo a China) y a los nuevos Estados miembros de la UE² continuaron siendo especialmente pujantes, registrando tasas medias de crecimiento interanual (en términos nominales) superiores al 11% y al 17%, respectivamente, entre los años 2005 y 2007 (véase gráfico A). Esto se tradujo en una importante contribución positiva de estos países al crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro durante este periodo (véase gráfico B). Los exportadores de la zona también se han beneficiado de la fuerte demanda existente en los países de Europa central y oriental, así como en la Comunidad de Estados Independientes y en los países miembros de la OPEP. Al mismo tiempo, el crecimiento de las exportaciones a las economías avanzadas fue mucho menos dinámico, aumentando a un ritmo menos intenso que las exportaciones totales, en términos nominales, a países de fuera de la zona. Con la notable excepción de las exportaciones a los países miembros de la OPEP, las exportaciones a todos los destinos han aumentado con menos rapidez y las exportaciones a Estados Unidos y a Japón incluso han descendido desde el cuarto trimestre del 2007.

Como resultado de esta evolución, la estructura geográfica de la demanda exterior de la zona del euro (medida como las exportaciones de la zona del euro a cada región con la que comercia divididas por las exportaciones totales de la zona) ha cambiado ligeramente en el periodo más reciente. El aspecto más destacable sigue siendo la creciente participación de los nuevos Estados miembros de la UE en el total de exportaciones hacia países no pertenecientes a la zona del euro. En los dos primeros trimestres del 2008, estos países representaban el 15,3% de las exportaciones totales, en comparación con el 11%, en promedio, del periodo 2000-2005. Al mismo tiempo, la participación de las economías emergentes de Asia aumentó desde el 16,1%, en promedio, en el periodo 2000-2005 hasta el

2 Los nuevos Estados miembros de la UE comprende los países no pertenecientes a la zona del euro que se han incorporado a la UE a partir del 2004. Eslovenia, Malta y Chipre están incluidos en el agregado de la zona del euro.

Gráfico A Exportaciones de la zona del euro a determinados socios comerciales (en términos nominales)

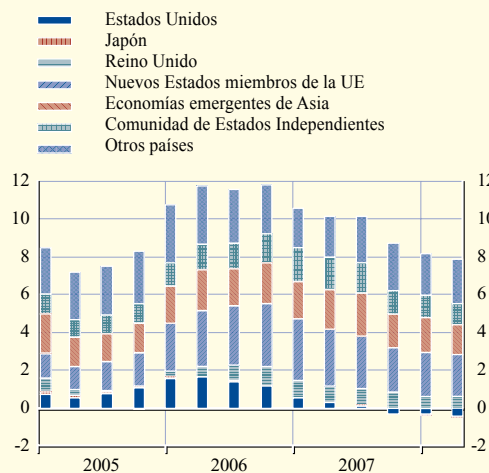
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y expertos del BCE.
Nota: Las tasas de variación interanuales se calculan sobre la base de sumas móviles de 12 meses.

Gráfico B Contribución de determinados socios comerciales al crecimiento de las exportaciones de la zona del euro (en términos nominales)

(en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y expertos del BCE.
Nota: Las contribuciones se calculan multiplicando la tasa de variación interanual de las exportaciones de la zona del euro a cada socio comercial por la participación de este país o región en el total de exportaciones a países de fuera de la zona.

17,5% en el 2008, siendo ahora uno de los principales mercados de exportación de la zona del euro. Ello se debe sobre todo a China, que actualmente absorbe en torno al 4,3% de las exportaciones totales de bienes hacia países no pertenecientes a la zona. Otro aspecto llamativo se refiere al aumento de la participación de los países pertenecientes a la Comunidad de Estados Independientes (principalmente Rusia), que pasó de una media del 3,7% en el periodo 2000-2005 al 6,6% en el 2008, como consecuencia de la creciente integración de estas economías en el comercio mundial y del incremento de los ingresos derivados del petróleo. Del mismo modo, la participación de los países miembros de la OPEP también registró un avance significativo, y actualmente representan el 6% de las exportaciones en términos nominales hacia países no pertenecientes a la zona.

Esta evolución contrasta con el descenso de la participación de algunas economías avanzadas. En particular, la proporción que representan Estados Unidos y el Reino Unido ha descendido significativamente en este periodo, hasta situarse en el 11,9% y el 14,5% en el 2008, respectivamente (frente al 16,2% y al 18,3%, en promedio, entre los años 2000 y 2005). Pese a ello, estos países siguen siendo los dos principales socios comerciales de la zona del euro. También se ha observado una ligera disminución en la participación de Japón y Suiza en las exportaciones.

En general, estos cambios en la composición de las exportaciones de la zona del euro reflejan el hecho de que los exportadores de la zona se han beneficiado del aumento de la demanda procedente de los mercados emergentes. El sólido crecimiento de estas economías ha sido uno de los motores principales del buen comportamiento de las exportaciones de la zona en los últimos años. En el contexto de una desaceleración reciente de la demanda de importaciones por parte de las economías avanzadas, las perspectivas de la demanda exterior de bienes producidos en la zona dependerán cada vez más de la evolución esperada en las economías emergentes.

Participaciones en la demanda de exportaciones de la zona del euro

(en porcentaje)

	2000-2005	2006	2007	2008
Estados Unidos	16,2	14,4	13,0	11,9
Japón	3,1	2,5	2,3	2,1
Suiza	6,0	5,6	5,5	5,4
Países no pertenecientes a la zona del euro	35,2	35,3	35,8	35,6
Reino Unido	18,3	15,7	15,3	14,5
Suecia	3,6	3,6	3,7	3,6
Dinamarca	2,3	2,3	2,2	2,2
Nuevos Estados miembros de la UE	11,0	13,7	14,7	15,3
Economías emergentes de Asia	16,1	17,1	17,4	17,5
China	2,9	3,9	4,0	4,3
ASEAN	3,0	2,7	2,8	2,8
Comunidad de Estados Independientes	3,7	5,5	6,0	6,6
Rusia	2,7	4,0	4,5	4,9
América Latina	4,1	3,9	4,1	4,1
Otros países	15,7	15,7	15,8	16,7
OPEP	5,0	5,3	5,5	6,0

Fuentes: Eurostat y expertos del BCE.

Nota: Los datos para el 2008 se refieren al primer semestre.

Cuadro 8 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2008		Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Acumulado de 12 meses Período que finalizó en	
	2008 Jun	2008 Jul	2007 Oct	2008 Ene	2008 Abr	2008 Jul	2007 Jul	2008 Jul
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-6,1	-1,7	2,3	-4,6	-1,2	-4,4	27,4	-23,9
Bienes	-0,9	-1,6	5,5	0,1	3,1	-1,6	55,8	21,4
Exportaciones	131,2	134,5	128,8	128,3	132,4	132,1	1.469,3	1.564,7
Importaciones	132,0	136,1	123,2	128,2	129,3	133,7	1.413,5	1.543,2
Servicios	2,3	4,4	4,7	4,4	4,5	3,3	44,6	50,9
Exportaciones	40,2	40,9	42,0	41,7	41,5	40,6	467,2	497,3
Importaciones	37,8	36,5	37,3	37,3	36,9	37,3	422,6	446,5
Rentas	-1,1	2,3	0,4	-0,3	-0,7	0,2	6,0	-1,4
Transferencias corrientes	-6,4	-6,8	-8,3	-8,8	-8,1	-6,3	-79,0	-94,8
Cuenta financiera¹⁾	12,7	-4,5	2,8	-5,5	4,8	17,8	128,0	59,8
Total inversiones directas y de cartera netas	28,9	-19,1	-3,9	-16,6	-19,6	7,7	231,8	-97,3
Inversiones directas netas	-23,1	-14,5	-1,8	-30,5	-25,1	-15,4	-160,5	-218,7
Inversiones de cartera netas	51,9	-4,6	-2,2	13,9	5,5	23,2	392,3	121,4
Acciones y participaciones	4,6	0,3	-8,8	3,2	8,5	3,8	243,7	20,0
Valores distintos de acciones	47,4	-5,0	6,7	10,7	-3,0	19,4	148,5	101,4
Bonos y obligaciones	20,0	1,4	1,4	22,0	2,4	19,5	187,8	136,0
Instrumentos del mercado monetario	27,4	-6,4	5,3	-11,2	-5,4	-0,2	-39,3	-34,6
<i>variaciones porcentuales sobre el periodo anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-0,1	2,3	3,1	-0,5	2,3	-0,7	11,0	6,5
Importaciones	-0,3	1,6	2,7	3,0	0,5	2,8	8,6	8,4
Bienes								
Exportaciones	0,4	2,5	3,0	-0,4	3,2	-0,2	11,7	6,5
Importaciones	-0,6	3,1	3,3	4,0	0,9	3,4	8,2	9,2
Servicios								
Exportaciones	-1,5	1,7	3,7	-0,7	-0,6	-2,2	8,9	6,4
Importaciones	0,8	-3,7	1,1	-0,2	-0,9	0,9	9,8	5,6

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

la demanda exterior, las exportaciones de bienes en términos nominales registraron una contracción del 0,2% en los tres meses transcurridos hasta julio del 2008, frente a un incremento del 3,2% en el período de tres meses anterior (véase cuadro 8). Al mismo tiempo, el alza de los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo parece ser la causa del sólido crecimiento de las importaciones en términos nominales.

La desaceleración de las exportaciones de bienes se explica, en su mayor parte, por la evolución de la demanda mundial y del tipo de cambio del euro. Tras un repunte transitorio en el primer trimestre del 2008, las exportaciones de la zona del euro a Estados Unidos y a otros países de la OCDE experimentaron un notable retroceso en los meses transcurridos hasta julio, debido al descenso de la demanda de productos de la zona del euro en esos países. Al mismo tiempo, aunque el crecimiento de las exportaciones a China y a los países que se han incorporado a la UE desde el año 2004 también registró una ligera desaceleración, siguió siendo bastante sólido (para más información sobre los cambios recientes en la composición geográfica de la demanda exterior de la zona del euro, véase el recuadro 3).

El acusado incremento del precio del petróleo fue uno de los principales factores determinantes del crecimiento de las importaciones nominales en los tres meses transcurridos hasta julio. La evolución del

precio del petróleo se refleja en la desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta el segundo trimestre del 2008, que indica un incremento sostenido de los precios de importación desde el cuarto trimestre del 2007, mientras que las importaciones en términos reales se redujeron ligeramente. Al mismo tiempo, los precios de las exportaciones de la zona del euro sólo experimentaron un incremento moderado en el segundo trimestre del 2008, ya que los aumentos de los costes fueron absorbidos en parte por los productores.

Por lo que respecta a otras partidas de la balanza por cuenta corriente, en cifras acumuladas de doce meses, el superávit de la balanza de servicios se elevó hasta 50,9 mm de euros en julio del 2008, desde los 44,6 mm de euros registrados un año antes. Por último, debido principalmente al aumento de los pagos por rentas a no residentes en la zona del euro, la balanza de rentas experimentó un deterioro de 7,4 mm de euros en cifras acumuladas de doce meses (pasando de un superávit de 6,0 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta julio del 2007 a un déficit de 1,4 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta julio del 2008).

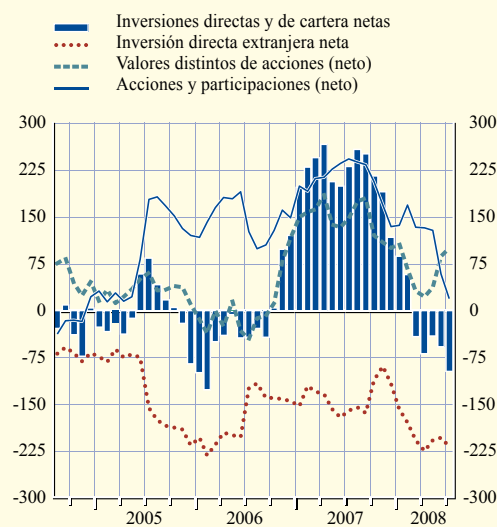
CUENTA FINANCIERA

En los tres meses transcurridos hasta julio del 2008, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 7,7 mm de euros, frente a las salidas netas de 19,6 mm de euros contabilizadas, en promedio, en los tres meses transcurridos hasta abril (véase cuadro 8). Este cambio es atribuible, en su mayoría, a las abultadas entradas netas de bonos y obligaciones registradas en mayo y junio, período en el que los diferenciales de rendimiento entre los bonos a largo plazo de la zona del euro y Estados Unidos aumentó hasta unos 90-100 puntos básicos. Sin embargo, en julio, las inversiones de cartera transfronterizas fueron moderadas, debido posiblemente al acusado deterioro de las perspectivas de crecimiento de los beneficios empresariales en los países de la OCDE.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas por importe de 97,3 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta julio del 2008, frente a las entradas netas de 231,8 mm de euros contabilizadas un año antes (véanse gráfico 35 y cuadro 8), debido al descenso de las entradas netas de inversiones de cartera. Las turbulencias financieras que se iniciaron a principios de agosto del 2007 como resultado de la crisis en el segmento de alto riesgo (*subprime*) del mercado hipotecario de Estados Unidos, han dado lugar a incertidumbre en los mercados financieros y a una reducción de la liquidez en segmentos clave de los mercados. Durante el último año, la actividad económica mundial se ha visto amortiguada por la debilidad de la economía estadounidense, por las repercusiones internacionales de las turbulencias financieras y, cada vez más, por el alza de los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo. Las decisiones resultantes en lo que respecta a la asignación de carteras a escala mundial han afectado a las inversiones

Gráfico 35 Agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

de cartera transfronterizas de la zona del euro, como consecuencia de la mayor aversión al riesgo por parte de los inversores. Concretamente, tanto las inversiones de cartera de la zona del euro en el exterior (flujos de activos), como las inversiones de cartera extranjeras en la zona del euro (flujos de pasivos) mantuvieron una tendencia alcista hasta julio del 2007. Al desencadenarse las turbulencias financieras, dicha tendencia se interrumpió. Desde julio del 2007 hasta julio del 2008, tanto los activos como los pasivos registraron una contracción en cifras acumuladas de doce meses. Las inversiones de cartera netas se redujeron desde unos 400 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta julio del 2007 hasta unos 120 mm de euros en el período transcurrido hasta julio del 2008, debido al descenso de las entradas netas, tanto de acciones y participaciones como de bonos y obligaciones a largo plazo. No obstante, la principal causa del descenso fue la acusada contracción de las compras netas de valores de renta variable de la zona del euro por parte de inversores no residentes. Los inversores internacionales retiraron fondos de este tipo de valores, posiblemente por el deterioro de las perspectivas de beneficio de las empresas en los países de la OCDE, pero también —de acuerdo con los informes de los mercados— porque los participantes en los mercados esperaban una depreciación del euro.

Los flujos netos acumulados de inversiones directas aumentaron en los doce meses transcurridos hasta julio del 2008 en comparación con el año anterior pasando de 160,5 mm de euros a 218,7 mm de euros. El aumento se debió, en parte, a la fortaleza del tipo de cambio del euro. Como consecuencia, a los inversores extranjeros les resultó más caro invertir en acciones y otras participaciones de la zona del euro y, al mismo tiempo, la situación favoreció las inversiones de la zona del euro en el exterior.

ARTÍCULOS

DIEZ AÑOS DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO



El Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que tiene por objeto garantizar que las políticas fiscales de los Estados miembros de la UE promuevan el buen funcionamiento de la UEM, entró en vigor hace unos diez años¹. En el presente artículo se analiza la evolución de las finanzas públicas en la zona del euro y en los Estados miembros de la UE desde su aplicación inicial. Se considera que la situación presupuestaria de la zona del euro ha mejorado en comparación con las décadas anteriores y que la tendencia hacia un endeudamiento público cada vez más elevado se ha detenido. Sin embargo, el cumplimiento de las normas presupuestarias del Tratado de Maastricht y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento por parte de los distintos Estados miembros ha sido desigual. Los incumplimientos del valor de referencia del 3% del PIB para el déficit público han sido reiterados y persistentes en algunos países, lo que ha llevado a la conclusión de que, al menos en estos casos, la aplicación del Pacto ha carecido del suficiente rigor y de la necesaria voluntad política. En varios grados según el país, las desviaciones respecto de los planes presupuestarios han estado originadas por previsiones de crecimiento demasiado optimistas, revisiones ex post de los datos, fluctuaciones de los ingresos mayores de lo esperado y persistentes desviaciones del gasto. Las situaciones presupuestarias de la mayoría de los Estados miembros han mejorado de forma significativa en los últimos años y, en el 2007, el déficit público de la zona del euro alcanzó su nivel más bajo en varias décadas. Sin embargo, esta evolución ha estado propiciada por una situación económica favorable y varios países necesitan todavía lograr avances adicionales en el saneamiento presupuestario para alcanzar los objetivos de medio plazo. De cara al futuro, es preciso formular estrategias fiscales prudentes y orientadas hacia la estabilidad. Teniendo en cuenta las enseñanzas de los diez últimos años, estas estrategias deberían estar encaminadas a garantizar la sostenibilidad fiscal a largo plazo y contribuir al crecimiento a largo plazo y a la creación de empleo.

I INTRODUCCIÓN

Unas sólidas políticas fiscales son esenciales para el buen funcionamiento de la UEM. El endeudamiento público excesivo contribuye a generar presiones de demanda e inflacionistas, lo que puede requerir que el banco central sitúe los tipos de interés a corto plazo en un nivel más alto de lo que sería necesario para mantener la estabilidad de precios². Al ejercer presiones al alza sobre los tipos de interés, unos niveles elevados de déficit y deuda públicos pueden provocar un efecto de expulsión de la inversión privada y frenar el crecimiento económico a largo plazo. Al mismo tiempo, cuando los Estados miembros de la UE se incorporan a la zona del euro, pueden reducirse los incentivos tradicionales para mantener la disciplina fiscal, dado que la eliminación del riesgo de tipo de cambio y de la correspondiente prima de riesgo de tipo de interés dentro de la zona debilita la relación entre la política fiscal y la respuesta de los mercados financieros³.

Reconociendo que la aplicación en la UEM de políticas fiscales discrecionales podría dar lugar a

un sesgo hacia el déficit, el Tratado de Maastricht incluyó varias disposiciones encaminadas a garantizar un adecuado grado de disciplina fiscal. Concretamente, en la tercera fase de la UEM los Estados miembros deben evitar «déficit públicos excesivos», que se evalúan en relación con los valores de referencia del 3% y el 60% del PIB para el déficit y la deuda públicos, respectivamente. En virtud del Tratado, uno de los criterios de convergencia que los Estados miembros han de cumplir antes de adoptar el euro es no tener un déficit excesivo. Por otra parte, el Tratado prevé un «procedimiento de déficit excesivo», destinado a garantizar la pronta corrección de los déficit excesivos, en caso de que se produzcan.

- 1 El Reglamento (CE) n° 1466/97 del Consejo de 7 de julio de 1997 relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas entró en vigor el 1 de julio de 1998. El Reglamento (CE) n° 1467/97 del Consejo de 7 de julio de 1997 relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo entró en vigor el 1 de enero de 1999.
- 2 Véase el artículo titulado «Una política monetaria y múltiples políticas fiscales para garantizar el buen funcionamiento de la UEM», en el Boletín Mensual de julio del 2008.
- 3 Véase el artículo titulado «Políticas presupuestarias y mercados financieros», en el Boletín Mensual de febrero del 2006.

Sin embargo, en el período previo a la tercera fase de la UEM surgió el temor de que las disposiciones del Tratado, por sí solas, no fuesen suficientes para garantizar la disciplina fiscal tras la integración de los países en la UEM. En consecuencia, en la reunión del Consejo Europeo celebrada en Amsterdam en junio de 1997, los Estados miembros de la UE suscribieron el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El Pacto consta de dos Reglamentos del Consejo y una Resolución del Consejo Europeo, que se modificaron en el 2005⁴. El primer Reglamento del Consejo «relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas» se conoce como las «medidas preventivas» del Pacto⁵. Con arreglo a dicho Reglamento, los Estados miembros se comprometen a presentar programas de estabilidad y de convergencia y a esforzarse por alcanzar objetivos presupuestarios a medio plazo adecuados, a fin de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo y proporcionar un margen de seguridad suficiente para evitar que se produzcan déficits excesivos a corto plazo. El segundo Reglamento del Consejo «relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo» se conoce como las «medidas correctivas» o, alternatively, las «medidas disuasorias» del Pacto⁶. Este Reglamento tiene principalmente por objeto garantizar la aplicación rápida y rigurosa del procedimiento de déficit excesivo, incluida la eventual imposición de sanciones, ejerciendo así un efecto disuasorio contra la ejecución de políticas fiscales demasiado laxas. En la Resolución del Consejo Europeo, esta institución invita solemnemente a todas las partes, es decir, a los Estados miembros, al Consejo de la Unión Europea y a la Comisión Europea, a que apliquen de forma estricta y a su debido tiempo el Tratado y el Pacto⁷.

En el otoño de 1998, los Estados miembros de la UE empezaron a presentar sus primeros «programas de estabilidad y de convergencia» de conformidad con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En este artículo se estudian las políticas fiscales instrumentadas durante la década transcurrida desde la entrada en vigor del Pacto. La segunda sección adopta una perspectiva a más largo plazo

revisando la evolución de las finanzas públicas de la zona del euro antes y después de la adopción del Tratado de Maastricht y del Pacto. En la tercera sección se analiza la aplicación del Pacto, centrándose en el cumplimiento de las principales disposiciones de las medidas preventivas y correctivas por parte de los distintos Estados miembros. En la cuarta sección se extraen algunas enseñanzas de las desviaciones observadas en los resultados presupuestarios respecto de los planes presentados por los países de la zona del euro en sus programas de estabilidad. Finalmente, en la última sección se ofrecen algunas conclusiones y se examinan los retos futuros.

2 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS DE LA ZONA DEL EURO DESDE UNA PERSPECTIVA A MÁS LARGO PLAZO

En las décadas previas a la UEM, las políticas fiscales de varios países europeos se caracterizaron por tasas insostenibles de crecimiento del gasto, abultados déficits y la acumulación de ingentes cantidades de deuda pública. Para los quince países que forman parte actualmente de la zona del euro, la ratio agregada deuda pública/PIB se elevó considerablemente, pasando de estar muy por debajo del 40% del PIB en 1980 a superar el 70% a mediados de los años noventa (véase gráfico 1). Este aumento del endeudamiento estuvo acompañado de un notable crecimiento del gasto público. El gasto total ajustado de ciclo en relación con el PIB potencial se incre-

4 Para una descripción general del Pacto en su forma original, véase el artículo titulado «La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», en el Boletín Mensual de mayo de 1999. Para una descripción y valoración de las modificaciones introducidas en el Pacto en el 2005, véase el artículo titulado «La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», en el Boletín Mensual de agosto del 2005. Véase también «The reform and implementation of the Stability and Growth Pact», por R. Morris, H. Ongena y L. Schuknecht, Occasional Paper n.º 47, BCE, junio del 2006.

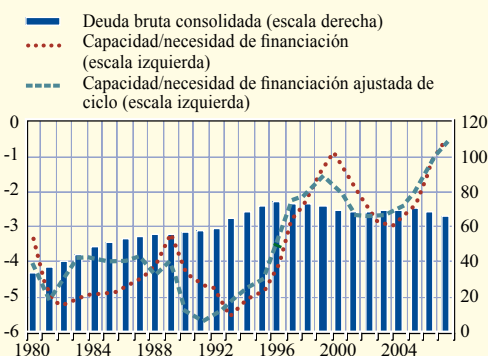
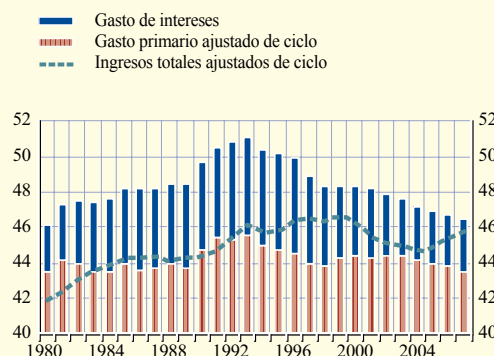
5 Reglamento (CE) n.º 1466/97 del Consejo de 7 de julio de 1997, modificado por el Reglamento (CE) n.º 1055/2005 del Consejo de 27 de junio de 2005.

6 Reglamento (CE) n.º 1467/97 del Consejo de 7 de julio de 1997, modificado por el Reglamento (CE) n.º 1056/2005 del Consejo de 27 de junio de 2005.

7 Resolución del Consejo sobre el Pacto de estabilidad y crecimiento, Amsterdam, 17 de junio de 1997.

Gráfico | Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(Administraciones Públicas; en porcentaje del PIB)

(Administraciones Públicas; en porcentaje del PIB potencial)¹⁾

Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.
Nota: Los datos excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS.
1) PIB potencial estimado por la Comisión Europea.

mentó en torno a 5 puntos porcentuales durante este período, alcanzando niveles superiores al 50%⁸. Dicho crecimiento estuvo determinado, en parte, por el aumento del gasto primario y también, en gran medida, por un incremento significativo de la carga de los intereses de la deuda pública. Los ingresos públicos aumentaron también en porcentaje del PIB potencial, aunque no lo suficiente para cerrar una brecha de financiación persistentemente amplia.

Desde mediados de los años noventa, la situación presupuestaria agregada de los países de la zona del euro ha mejorado sensiblemente. Las medidas de saneamiento presupuestario fueron particularmente enérgicas en el período previo a la tercera fase de la UEM, en el que los países se esforzaron por corregir los déficit excesivos, con el fin de cumplir las condiciones requeridas para ser incluidos en el primer grupo de países que adoptarían el euro. La necesidad de financiación pública de la zona del euro se redujo, desde más del 5% del PIB a comienzos de los años noventa, hasta menos del 3% en el año 1997, y sólo el 1% en el 2000, cuando se alcanzó el pico del último ciclo económico⁹. Sin embargo, el saneamiento presupuestario se frenó al inicio del siglo y la ratio déficit/PIB volvió a elevarse en el contexto de la posterior desaceleración económica, alcanzando el 3,1% en el 2003. Desde entonces, la ratio déficit/PIB de la zona del euro ha

vuelto a descender, en una situación macroeconómica más favorable, hasta alcanzar un nuevo mínimo de sólo el 0,6% en el 2007. El acusado aumento de la ratio deuda pública/PIB de la zona del euro observado en las décadas anteriores se ha detenido también, reduciéndose ligeramente, hasta situarse algo por debajo del 70% en los últimos años.

Por lo que se refiere a la composición del ajuste presupuestario, el gasto total ajustado de ciclo en porcentaje del PIB potencial ha disminuido casi 5 puntos porcentuales desde comienzos de los años noventa, para situarse en la actualidad prácticamente en el mismo nivel que en 1980. Más de la mitad de esta reducción puede explicarse por el descenso de la ratio de gasto de intereses, como resultado, principalmente, del recorte de los tipos de interés de la deuda pública derivado de la ejecución de una política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios. El descenso de la ratio de gasto primario ha sido más limitado. En la pasada década, los ingresos totales ajustados de ciclo en

8 Los ingresos y gastos ajustados de ciclo se expresan en el presente artículo en porcentaje del PIB potencial, debido a que, si se dividieran por el PIB real, variarían las ratios meramente como consecuencia de las fluctuaciones cíclicas del producto.

9 La ratio de déficit del 1% del PIB para el 2000 excluye el gasto de capital negativo derivado de la venta de licencias UMTS. Si se incluyen estos ingresos, la zona del euro registra un pequeño superávit presupuestario en el 2000.

porcentaje del PIB potencial han fluctuado en torno a un nivel en general estable, aunque todavía más alto que el registrado al principio de los años ochenta.

3 LA APLICACIÓN DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

LAS MEDIDAS PREVENTIVAS

De conformidad con las medidas preventivas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento original, los Estados miembros debían cumplir el objetivo de alcanzar a medio plazo situaciones presupuestarias «próximas al equilibrio o con superávit». Inicialmente, no se definieron con más precisión los términos «próximas al equilibrio o con superávit», pero se consideró, en general, que querían decir una situación presupuestaria que proporcionara, como mínimo, un margen de seguridad suficiente para evitar incumplir el valor de referencia del 3% del PIB en circunstancias normales, al tiempo que permitiera el libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Una medida de si se ha logrado o no establecer este margen de seguridad la proporcionan los «valores mínimos de referencia» calculados por la Comisión Europea sobre la base de las elasticidades presupuestarias estándar de la OCDE y de la evolución pasada del producto. Sin embargo, con el tiempo el requisito de situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit llegó a interpretarse más estrictamente, en el sentido de referirse a un presupuesto aproximadamente equilibrado (es decir, con un déficit no superior al 0,5% del PIB) ajustado de ciclo o en términos estructurales. Se consideró que una interpretación tan estricta estaba justificada en vista de la necesidad de que los Estados miembros estableciesen objetivos presupuestarios lo suficientemente ambiciosos para garantizar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas en un contexto de envejecimiento de la población.

Desde la reforma del Pacto realizada en el 2005, los Estados miembros han establecido sus propios objetivos de medio plazo, que son diferentes para cada país y que pueden desviarse de una situación

presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit. Concretamente, estos objetivos deberán (i) proporcionar un margen de seguridad respecto del valor de referencia del 3% del PIB para la ratio de déficit público, (ii) asegurar que se avanza con rapidez hacia la sostenibilidad fiscal y, teniendo esto en cuenta, (iii) dejar un margen de maniobra fiscal, sobre todo con el fin de tomar en consideración las necesidades de inversión pública. Para los países de la zona del euro y los que participan en el MTC II, los objetivos de medio plazo se sitúan entre el -1% del PIB y una situación «de equilibrio o con superávit», y se definen en términos estructurales (saldos ajustados de ciclo y tras deducir las medidas excepcionales y temporales). El Estado miembro que no haya alcanzado su objetivo presupuestario deberá adoptar las medidas necesarias para conseguirlo a lo largo del ciclo económico. En este contexto, como valor de referencia, los países que forman parte de la zona del euro y del MTC II deberán lograr una mejora anual de su saldo presupuestario estructural equivalente al 0,5% del PIB. Las medidas de ajuste deberán tener mayor alcance en épocas de bonanza económica, es decir, períodos de coyuntura económica favorable en los que el PIB (crecimiento) supera el potencial, y podrán ser más limitadas en períodos de coyuntura económica desfavorable.

Teniendo en cuenta estas disposiciones, el cuadro 1 presenta una panorámica del cumplimiento de las medidas preventivas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en los diez últimos años. En aras de la simplicidad, se considera que un Estado miembro ha cumplido «totalmente» las medidas preventivas (véase la leyenda) si (i) antes del 2005 el saldo presupuestario estructural es igual o superior al -0,5% del PIB y (ii) a partir del 2005 el saldo presupuestario estructural es igual o superior al objetivo de medio plazo declarado del país¹⁰. Si el cumplimiento no ha sido «total», se hace también una distinción entre los Estados miembros cuyos déficit estructurales son superio-

10 Sólo se dispone de datos de saldo presupuestario ajustado de ciclo, tras deducir las medidas excepcionales y temporales, a partir del año 2003. Para años anteriores, el saldo presupuestario estructural se equipara con el saldo presupuestario ajustado de ciclo.

res o inferiores a sus respectivos valores mínimos de referencia, siendo este último caso definido como cumplimiento «parcial» (véase la leyenda).

Sobre esta base, entre los actuales países de la zona del euro, Irlanda, Luxemburgo y Finlandia han cumplido totalmente las disposiciones de las medidas preventivas en todos los años transcurridos desde 1998 o en la mayor parte de ellos. A este grupo de países se han unido España desde el 2003, los Países Bajos desde el 2005 y Chipre en el 2007. También se considera que Eslovenia ha cumplido total o parcialmente las medidas pre-

ventivas del Pacto desde su incorporación a la UE en el 2004. Bélgica ha cumplido de forma parcial dichas medidas en casi todos los años y ha venido manteniendo recientemente una situación presupuestaria próxima al equilibrio, aunque no ha alcanzado el objetivo de medio plazo de lograr un superávit equivalente al 0,5% del PIB. En los últimos años, Austria ha respetado su valor mínimo de referencia, pero ha registrado pequeños déficit y ha realizado escasos avances (si es que alguno) hacia la consecución de su objetivo de medio plazo. Tras varios años de incumplimiento, Alemania ha reducido recientemente su déficit estructural y

Cuadro I Cumplimiento de las medidas preventivas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

(en porcentaje del PIB)

Indica una posición presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit antes del 2005 y el cumplimiento del objetivo de medio plazo en años posteriores
Indica el cumplimiento de únicamente el valor mínimo de referencia
Indica el incumplimiento del valor mínimo de referencia

	VMR	OMP	Capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación estructural de las Administraciones Públicas									
			1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bélgica	-1,3	0,5	-0,6	-0,8	-0,9	0,1	-0,1	-1,1	-0,9	-0,2	-0,6	-0,3
Alemania	-1,6	PE	-1,9	-1,3	-1,9	-3,4	-3,6	-3,3	-3,0	-2,4	-1,4	-0,3
Irlanda	-1,5	PE	2,0	1,5	3,0	-0,2	-1,7	-0,1	2,1	1,3	2,9	0,2
Grecia	-1,4	PE	-3,3	-2,6	-3,3	-4,9	-4,7	-5,9	-8,0	-5,7	-3,7	-3,5
España	-1,2	PE	-3,1	-1,7	-1,9	-1,4	-0,9	-0,3	-0,2	1,2	2,0	2,4
Francia	-1,6	PE	-2,4	-2,1	-2,6	-2,5	-3,5	-4,0	-3,8	-3,6	-2,7	-2,7
Italia	-1,4	PE	-2,5	-1,6	-2,9	-4,1	-3,4	-5,1	-4,7	-4,5	-2,8	-1,5
Chipre	-1,8	PE	-3,7	-4,5	-3,1	-3,4	-5,1	-8,1	-5,2	-2,8	-0,7	3,5
Luxemburgo	-1,0	-0,8	4,3	3,0	4,0	5,3	1,6	1,2	-0,9	0,4	1,4	2,8
Malta	-1,7	PE	-10,3	-8,5	-7,8	-6,5	-5,8	-6,5	-4,2	-4,1	-2,9	-2,4
Países Bajos	-1,1	-1 a -0,5	-1,3	-0,8	-0,4	-1,3	-1,9	-2,0	-1,1	0,8	1,1	0,3
Austria	-1,6	PE	-2,5	-2,8	-3,0	-0,3	-0,3	-0,6	-3,1	-0,8	-1,4	-1,0
Portugal	-1,5	-0,5	-3,8	-3,5	-4,5	-5,4	-3,4	-4,7	-4,9	-5,2	-3,2	-2,2
Eslovenia	-1,6	-1,0	-2,5	-2,4	-4,1	-4,5	-2,2	-1,9	-1,6	-0,9	-1,3	-0,7
Finlandia	-1,2	2,0	0,6	0,6	5,2	4,0	4,1	3,3	2,9	3,7	4,2	4,9
Zona del euro			-2,1	-1,6	-2,0	-2,6	-2,7	-3,1	-2,9	-2,2	-1,2	-0,7
Bulgaria	-1,3	PE	.	.	-0,9	0,6	-0,1	0,0	1,0	1,5	2,5	3,1
República Checa	-1,6	-1,0	-4,0	-2,6	-3,2	-5,4	-5,7	-5,5	-1,3	-3,3	-2,9	-2,3
Dinamarca	-0,5	0,5-1,5	-0,5	0,5	0,7	0,5	0,4	0,9	2,5	5,3	4,1	3,9
Estonia	-1,9	PES	-0,8	-2,0	0,2	0,1	0,3	1,9	1,6	1,2	1,0	1,3
Letonia	-2,0	-1,0	0,0	-3,2	-2,3	-2,0	-2,0	-1,2	-0,8	-0,5	-1,1	-1,4
Lituania	-1,9	≥ -1,0	-3,2	-1,5	-2,1	-3,0	-1,6	-1,9	-2,1	-1,1	-1,0	-1,4
Hungría	-1,6	-0,5	-7,5	-4,8	-2,7	-3,7	-8,6	-6,8	-6,9	-8,6	-9,7	-4,7
Polonia	-1,5	-1,0	-4,5	-2,5	-3,5	-5,4	-4,3	-5,9	-5,9	-4,2	-4,0	-2,5
Rumanía	-1,8	-0,9	-1,3	-1,5	-1,6	-1,7	-0,9	-0,8	-1,8	-1,6	-2,7	-3,4
Eslovaquia	-2,0	-0,8	-4,6	-5,9	-11,0	-5,3	-7,2	-1,4	-1,4	-1,0	-3,1	-2,6
Suecia	-1,0	1,0	1,7	1,0	2,6	1,6	-1,0	-0,2	0,2	1,9	1,5	2,8
Reino Unido	-1,4	RO	-0,3	0,8	0,7	0,3	-1,9	-3,4	-3,7	-3,4	-2,8	-3,0

Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Las medidas excepcionales y temporales, tal y como las define la Comisión Europea, sólo se deducen del saldo presupuestario estructural a partir del año 2003. Para años anteriores, el saldo presupuestario estructural se equipara con el saldo presupuestario ajustado de ciclo. Las cifras no sombreadas corresponden a países que no eran Estados miembros de la UE aquel año. Los datos excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS.

VMR: valor mínimo de referencia; OMP: objetivo de medio plazo; PE: presupuesto equilibrado; PES: presupuesto equilibrado o superávit; RO: regla de oro (superávit del gasto corriente a lo largo del ciclo económico).

ha alcanzado una situación presupuestaria próxima al equilibrio en el 2007, aunque no ha logrado todavía su objetivo de medio plazo. Malta se ha integrado en la UE en el 2004 con un elevado déficit estructural, que se mantenía todavía por encima de su valor mínimo de referencia en el 2007.

Sin embargo, cuatro países de la zona del euro, concretamente Grecia, Francia, Italia y Portugal, no han conseguido, en general, cumplir las disposiciones de las medidas preventivas en la pasada década. Los déficits estructurales de estos países se han mantenido en niveles persistentemente altos, debido a que se revisaron al alza ex post (véase más abajo), o a que se retrasó sistemáticamente el requerido ajuste presupuestario. Recientemente, los déficits estructurales de Italia y Portugal han disminuido ligeramente, aunque estos países no han logrado todavía un margen de seguridad suficiente respecto del límite de déficit del 3%.

Entre los países no pertenecientes a la zona del euro, Bulgaria, Dinamarca, Estonia y Suecia han mantenido, en general, superávits estructurales, mientras que Letonia ha respetado su valor mínimo de referencia. Por el contrario, la República Checa, Hungría y Polonia han registrado elevados déficits estructurales. En Lituania, Rumanía, Eslovaquia y el Reino Unido, los déficits estructurales han aumentado o han experimentado escasas mejoras en los últimos años.

LAS MEDIDAS CORRECTIVAS

Si un déficit público supera, o se prevé que supere, el valor de referencia del 3% del PIB, la Comisión Europea inicia un procedimiento de déficit excesivo mediante la elaboración de un informe sobre la situación presupuestaria del país en cuestión. La Comisión valora, en particular, si el incumplimiento es de escasa importancia, temporal y debido a circunstancias excepcionales (como una recesión económica grave). Si éste no es el caso y si no existen «otros factores pertinentes» que pueden explicar un incumplimiento «de escasa importancia y temporal» del valor de referencia, se darán las condiciones para que el Consejo de la UE decida que existe una situación de déficit excesivo.

Si un déficit se considera excesivo a tenor del Tratado y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el Consejo formula una recomendación al Estado miembro en cuestión para que corrija la situación. La corrección del déficit excesivo debe «llevarse a cabo en el año siguiente a su identificación, salvo en caso de que concurren circunstancias especiales». En otras palabras, en condiciones normales un déficit excesivo no debería persistir por más de dos años consecutivos. Si no se adoptan medidas efectivas de corrección durante este período, el Consejo formula normalmente una «advertencia» al Estado miembro en cuestión y, en caso de reiterado incumplimiento, el Tratado prevé la imposición de sanciones. Sin embargo, como consecuencia de la reforma del Pacto realizada en el 2005, al Consejo se le ha atribuido explícitamente la facultad de formular repetidas recomendaciones y advertencias en las que puede ampliar los plazos, si considera que, tras la recomendación o advertencia inicial, se han producido circunstancias imprevistas que han tenido unas repercusiones presupuestarias negativas de gran alcance. En la práctica, ello significa que, en el peor de los casos, un déficit excesivo puede persistir durante varios años.

El cuadro 2 presenta una panorámica del cumplimiento de las medidas correctivas del Pacto por parte de los Estados miembros, en función de si la ratio de déficit público, medida ex post, superó el valor de referencia del 3% del PIB. Puede observarse que, desde 1998, en la mayoría de los Estados miembros de la UE el déficit ha superado el valor de referencia del 3% al menos en un año. En muchos casos, el incumplimiento fue de corta duración. Concretamente, en los Países Bajos el déficit superó el 3% del PIB en el 2003, dando lugar a un procedimiento de déficit excesivo, aunque la situación se corrigió el año siguiente. Según los datos actuales, España (en el año 1998) y Austria (en el 2004) registraron también déficit superiores al 3% del PIB, si bien estos déficits aparecieron después de las revisiones ex post de los datos y no fueron identificados como excesivos en su momento. Chipre y Malta se incorporaron a la UE en el 2004 con déficits excesivos, que los dos países corrigieron antes de integrarse en la zona del euro el 1 de enero de 2007. Dejando de lado estos ca-

sos, incumplimientos más persistentes del valor de referencia del 3% se produjeron en los tres países de mayor tamaño de la zona del euro (Alemania, Francia e Italia), así como en Grecia y Portugal. En consecuencia, en el período 2003-2005 no menos de cuatro a seis países de entre los doce que formaban parte entonces de la zona del euro registraron un déficit superior al 3% del PIB.

Portugal fue el primero de los países de la zona del euro al que se le aplicó un procedimiento de déficit excesivo. En el verano del 2002, una comisión presidida por el Banco de Portugal recibió el mandato de analizar y actualizar las cuentas públicas

portuguesas. El resultado de esta auditoría fue una revisión al alza de la ratio déficit/PIB de unos 2 puntos porcentuales, hasta situarla por encima del 4%, al tiempo que se revisaban también al alza de forma significativa las ratios de déficit de los años 1998-2000. La ratio de déficit de Portugal descendió por debajo del 3% en el 2002 y 2003, como consecuencia, en gran medida, de la adopción de medidas fiscales temporales. Sin embargo, a la expiración de estas medidas la ratio de déficit volvió a elevarse, hasta situarse muy por encima del 3% del PIB. Tras el inicio de un nuevo procedimiento de déficit excesivo y la concesión de una ampliación del plazo para la corrección, la ratio de déficit

Cuadro 2 Cumplimiento de las medidas correctivas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

(en porcentaje del PIB)

- Indica una ratio de déficit inferior al valor de referencia del 3% (una ratio de deuda inferior al valor de referencia del 60%)
- Indica una ratio de déficit superior al valor de referencia del 3%, que no se registró como excesiva el año siguiente (habitualmente porque el déficit se revisó al alza ex post)
- Indica una ratio de déficit superior al 3% del PIB, que se registró como excesiva el año siguiente (una ratio de deuda superior al 60%)

Administraciones Públicas:

	Capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación											Deuda bruta	
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1998	2007	
Bélgica	-0,9	-0,5	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	-2,3	0,3	-0,2	117,1	84,8	
Alemania	-2,2	-1,5	-1,1	-2,8	-3,7	-4,0	-3,8	-3,4	-1,6	0,0	60,3	65,0	
Irlanda	2,4	2,7	4,7	0,9	-0,6	0,4	1,4	1,6	3,0	0,3	54,0	25,5	
Grecia	-3,9	-3,1	-3,7	-5,0	-4,7	-5,6	-7,4	-5,1	-2,6	-2,8	105,8	94,5	
España	-3,2	-1,4	-1,1	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	1,8	2,2	64,1	36,2	
Francia	-2,6	-1,8	-1,5	-1,6	-3,2	-4,1	-3,6	-2,9	-2,4	-2,7	59,4	63,9	
Italia	-2,8	-1,7	-2,0	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,2	-3,4	-1,9	114,9	104,0	
Chipre	-4,1	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,4	-2,4	-1,2	3,3	58,4	59,8	
Luxemburgo	3,4	3,4	6,0	6,1	2,1	0,5	-1,2	-0,1	1,3	2,9	7,4	6,9	
Malta	-9,9	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,6	-3,2	-2,5	-1,8	53,4	62,6	
Países bajos	-0,9	0,4	1,3	-0,2	-2,1	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,4	65,7	45,4	
Austria	-2,3	-2,2	-2,1	0,0	-0,6	-1,4	-3,7	-1,5	-1,5	-0,5	64,3	59,1	
Portugal	-3,4	-2,8	-3,2	-4,3	-2,9	-2,9	-3,4	-6,1	-3,9	-2,6	52,1	63,6	
Eslovenia	-2,4	-2,0	-3,8	-4,6	-2,5	-2,7	-2,3	-1,5	-1,2	-0,1	23,1	24,1	
Finlandia	1,7	1,6	6,9	5,0	4,1	2,6	2,4	2,9	4,1	5,3	48,2	35,4	
Zona del euro	-2,3	-1,4	-1,0	-1,9	-2,5	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6	72,8	66,3	
Bulgaria	1,7	0,4	-0,5	0,2	-0,1	0,0	1,4	1,8	3,0	3,4	n/d	18,2	
República Checa	-5,0	-3,7	-3,7	-6,1	-6,8	-6,6	-3,0	-3,6	-2,7	-1,6	15,0	28,7	
Dinamarca	0,0	1,3	2,3	1,3	0,2	0,0	1,9	5,0	4,8	4,4	60,8	26,0	
Estonia	-0,7	-3,5	-0,2	-0,1	0,4	1,7	1,6	1,8	3,4	2,8	5,5	3,4	
Letonia	0,0	-3,9	-2,8	-2,1	-2,3	-1,6	-1,0	-0,4	-0,2	0,0	9,6	9,7	
Lituania	-3,1	-2,8	-3,2	-3,6	-1,9	-1,3	-1,5	-0,5	-0,5	-1,2	16,6	17,3	
Hungría	-8,0	-5,4	-2,9	-4,0	-8,9	-7,2	-6,5	-7,8	-9,2	-5,5	62,0	66,0	
Polonia	-4,3	-2,3	-3,0	-5,1	-5,0	-6,3	-5,7	-4,3	-3,8	-2,0	38,9	45,2	
Rumanía	-3,2	-4,5	-4,6	-3,3	-2,0	-1,5	-1,2	-1,2	-2,2	-2,5	18,8	13,0	
Eslovaquia	-5,3	-7,1	-12,2	-6,5	-8,2	-2,7	-2,4	-2,8	-3,6	-2,2	34,5	29,4	
Suecia	1,1	1,3	3,7	1,6	-1,2	-0,9	0,8	2,2	2,3	3,5	69,1	40,6	
Reino Unido	-0,1	0,9	1,2	0,5	-2,0	-3,3	-3,4	-3,4	-2,6	-2,9	46,7	43,8	

Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Los datos excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS. Las cifras no sombreadas corresponden a países que no eran Estados miembros de la UE aquel año.

volvió finalmente a niveles inferiores al 3% del PIB en el 2007.

Alemania y Francia estuvieron sometidas a procedimientos de déficit excesivo, tras incumplir el valor de referencia del 3% en el 2002. Cuando quedó claro que ninguno de los dos países corregiría su déficit excesivo en el plazo inicial del 2004 establecido por el Consejo de la UE, la Comisión Europea propuso pasar a la fase siguiente de los procedimientos, es decir, la formulación de una advertencia por parte del Consejo. Sin embargo, el Consejo no actuó conforme a las recomendaciones de la Comisión, adoptando por el contrario conclusiones que dejaban los procedimientos en suspenso, con lo que se llegó a un punto muerto. El caso pasó a los tribunales, que anularon las conclusiones del Consejo, y se suscitó un debate que culminó en la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en el 2005 y en la flexibilización del procedimiento de déficit excesivo. Tras la reforma, el Consejo formuló nuevas recomendaciones que contemplaban ampliaciones de los plazos, y los déficit de Francia y Alemania volvieron finalmente a situarse por debajo del 3% del PIB (de conformidad con estos nuevos plazos) en los años 2005 y 2006, respectivamente.

Grecia estuvo sometida a un procedimiento de déficit excesivo en el 2004, tras la advertencia inicial de que su déficit había superado el valor de referencia del 3% en el 2003. Sin embargo, como resultado de una posterior auditoría fiscal, los déficit correspondientes a todo el período 1997-2004 se revisaron sustancialmente al alza y, de acuerdo con las metodologías utilizadas actualmente, se considera ahora que se han situado por encima del 3% del PIB. Dado que Grecia no adoptó inicialmente medidas efectivas y como consecuencia de nuevas revisiones de los datos que situaron la ratio de déficit del 2004 muy por encima del 3%, el Consejo pasó por primera vez a la fase de formulación de una advertencia, a la vez que amplió hasta el 2006 el plazo concedido a Grecia para corregir su déficit excesivo. En el 2006, Grecia redujo su ratio de déficit hasta situarla por debajo del 3%, con lo que el Consejo pudo poner fin al procedimiento el año siguiente¹¹.

En el 2005 se inició un procedimiento de déficit excesivo contra Italia, debido a que su ratio de déficit había superado el valor de referencia del 3% en el 2004. Sin embargo, también se realizaron posteriormente revisiones estadísticas en ese país y se considera ahora que el valor de referencia se había incumplido ya en el 2001 y 2003. A la vista de la magnitud del incumplimiento del valor de referencia, el Consejo concedió también a Italia una ampliación del plazo para corregir su déficit excesivo, lo que se consiguió en el 2007.

Entre los países no pertenecientes a la zona del euro, la República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia estuvieron sometidas a procedimientos de déficit excesivo, tras incorporarse a la UE. A excepción de Hungría, todos han corregido ya sus déficit excesivos. El Reino Unido incumplió el criterio de déficit en el 2004 y 2005, lo que llevó a la apertura de un procedimiento de déficit excesivo, que se derogó finalmente en el 2007. Basándose en una previsión de déficit superior al 3% del PIB para el ejercicio financiero 2008/2009, el Consejo volvió a considerar que existía un déficit excesivo en julio del 2008¹².

Por consiguiente, en general el cumplimiento de las medidas preventivas y correctivas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en los diez primeros años ha sido desigual. Algunos Estados miembros han mantenido situaciones presupuestarias saneadas de conformidad con las normas del Pacto. Por otro lado, en el entorno económico más favorable de los últimos años, los déficit excesivos se han corregido en la gran mayoría de los países y casi todos los Estados miembros han alcanzado ya su objetivo de medio plazo o han realizado importantes avances en este sentido. Sin embargo, hay que considerar que numerosos países han registrado déficit excesivos en el contexto de la anterior fase descendente del ciclo y todavía no está claro si los Estados miembros en su conjunto se encuentran ahora en mejores condiciones para resistir perturbaciones similares en el futuro.

11 Eurostat está examinando las cifras de déficit de Grecia para el 2007, y cabe esperar una nueva revisión al alza que situaría el déficit por encima del 3% del PIB.

12 Para el Reino Unido, en lo que se refiere a la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, los datos considerados son los correspondientes al ejercicio fiscal y no al año natural, mientras que en el cuadro 2 figuran las cifras correspondientes al año natural.

El cumplimiento desigual del Pacto observado en la pasada década se refleja también en la evolución marcadamente divergente de las ratios de deuda pública (véase cuadro 2). Al alcanzar situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit, algunos países, especialmente España y los Países Bajos, han logrado reducir unas ratios deuda pública/PIB anteriormente elevadas, hasta situarlas muy por debajo del 60%, y también Bélgica ha reducido notablemente su altísima ratio de deuda. Por otro lado, las ratios de deuda se han elevado en la pasada década en Alemania, Francia y Portugal, situándose ahora por encima del 60% del PIB. En Italia y Grecia, las altísimas ratios de deuda se han reducido en muy escasa medida en el período 1998-2007.

4 PLANES Y RESULTADOS: ENSEÑANZAS QUE SE PUEDEN EXTRAER DE LAS DESVIACIONES RESPECTO DE LOS OBJETIVOS PRESUPUESTARIOS

Los programas de estabilidad o de convergencia de los Estados miembros se actualizan anualmente y se suelen presentar al final del año natural¹³. El programa recoge la estrategia económica y presupuestaria del Gobierno y señala los planes u objetivos establecidos respecto a las principales variables fiscales, así como las previsiones macroeconómicas y los supuestos presupuestarios sobre los que se basan dichos objetivos. Por lo general, los planes abarcan un plazo de tres a cuatro años y, al menos para el primer año, reflejan normalmente las previsiones y medidas adoptadas en los presupuestos nacionales.

Los resultados presupuestarios reales pueden desviarse de los planes presentados en los programas de estabilidad y de convergencia por distintos motivos. Puede que la previsión de crecimiento económico en que se basaron los planes presupuestarios resulte ser demasiado optimista. Si el crecimiento del PIB es menor de lo previsto, disminuirán los ingresos impositivos (como consecuencia de una reducción de los salarios, los beneficios, el consumo, etc.) y también puede que sea necesario elevar el gasto social (por ejemplo, las

prestaciones por desempleo). Aparte el impacto de un mayor o menor crecimiento económico, las previsiones de ingresos pueden ser incorrectas debido a que los cambios legislativos no tengan el efecto propuesto o a que se produzcan otras circunstancias inesperadas. Desde el lado del gasto, puede que no se consigan los niveles o recortes deseados del gasto público, como resultado de presiones de gasto imprevistas o de la falta de voluntad de aceptar o aplicar límites al gasto. Por el contrario, los resultados del saldo presupuestario total pueden estar en línea con los objetivos incluso en el caso de que existan divergencias respecto de los planes presupuestarios. Por ejemplo, es posible que sólo se alcance el objetivo de déficit debido a un crecimiento del producto mayor de lo previsto, a aumentos extraordinarios de los ingresos, a una disminución transitoria del gasto o a medidas aisladas y temporales.

El gráfico 2 y el cuadro 3 recogen las desviaciones de los resultados observados respecto de los objetivos formulados por los doce países de la zona del euro que presentaron programas de estabilidad o de convergencia para el período 1999-2007¹⁴. El gráfico 2 recoge el agregado de la zona del euro (es decir, la media ponderada de los doce países) para cada año, sobre la base de las desviaciones respecto de los objetivos para el año siguiente (es decir, los objetivos a un año). El cuadro 3 recoge las desviaciones medias de cada país para todo el período, respecto de los objetivos a un año y a tres años.

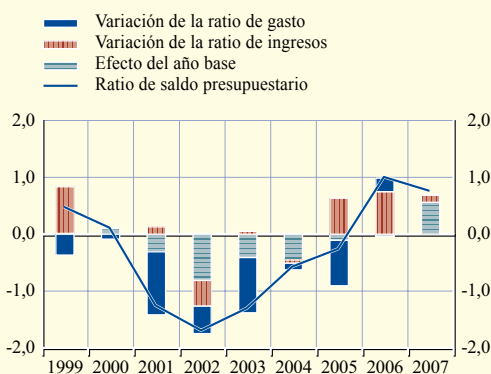
En el gráfico 2 y el cuadro 3, las desviaciones respecto de los planes presupuestarios se desglosan para reflejar los factores siguientes. En primer lugar, la situación presupuestaria puede haber sido distinta de lo que se suponía cuando se presentó el programa de estabilidad. A veces, pueden producirse «efectos del año base» significativos, como consecuencia de una evolución inesperada de los ingresos o de los gastos hacia el final del ejercicio

13 Los países de la zona del euro presentan programas de estabilidad y los países no pertenecientes a la zona presentan programas de convergencia.

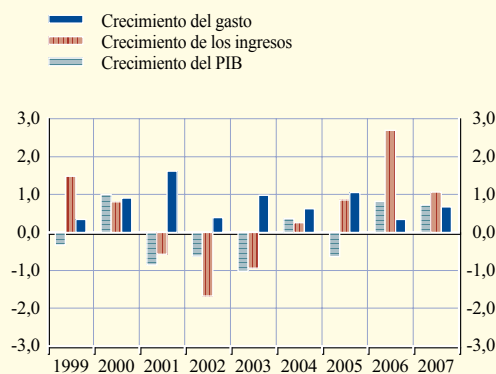
14 Antes de adoptar el euro el 1 de enero de 2001, Grecia presentaba programas de convergencia.

Gráfico 2 Desviaciones respecto de los objetivos de los programas de estabilidad (datos agregados de doce países de la zona del euro)

(en porcentaje del PIB)



(tasa de variación anual)



Fuentes: AMECO, programas de estabilidad y cálculos del BCE.

presupuestario, es decir, después de completarse el programa para el año siguiente. También pueden producirse estos efectos como resultado de revisiones ex post de los datos presupuestarios, que fueron particularmente importantes y negativas en Grecia, Italia y Portugal¹⁵. La comparación de las estimaciones y planes iniciales de algunos países en los primeros años de la UEM se complica también por el cambio de la metodología del SEC 79 a la del SEC 95 para las cuentas públicas.

En segundo lugar, haciendo abstracción de los efectos del año base, las desviaciones respecto de los objetivos de ratio de saldo presupuestario pueden atribuirse a desviaciones respecto de los objetivos de ingresos y de gasto (primario e intereses) en relación con el PIB. Sin embargo, considerada de forma aislada la evolución de las ratios de ingresos y gastos puede inducir a error, debido a que puede haber estado determinada por desviaciones de los ingresos y gastos reales respecto de los objetivos o por desviaciones respecto de la previsión de PIB. Por consiguiente, es importante tomar en consideración el efecto de las desviaciones del crecimiento del PIB respecto de los niveles previstos y también las desviaciones del crecimiento de los ingresos y gastos reales respecto de los objetivos. Así pues, el gráfico 2 y el cuadro 3 recogen también las desviaciones respecto de la previsión de crecimiento del PIB (en el cuadro 3 se

subdividen estos datos en desviaciones respecto de las previsiones de crecimiento del PIB real y del deflactor del PIB) y las desviaciones respecto de los objetivos de crecimiento de los ingresos y del gasto primario¹⁶.

Por lo que se refiere a la evolución agregada de la zona del euro a lo largo del tiempo (véase gráfico 2), se observa que las desviaciones respecto de los objetivos de saldo presupuestario han mostrado un patrón cíclico, siendo positivas o neutras en el período 1999-2000 y nuevamente en el período 2006-2007, pero negativas en el período 2001-2005. Estas desviaciones pueden explicarse, en gran medida, por errores en la previsión de crecimiento del PIB y por errores incluso mayores en la previsión de los ingresos impositivos. En efecto, una destacada característica de la evolución de las finanzas públicas de la zona del euro en la pasada década ha sido la tendencia de los ingresos a experimentar fluctuaciones a corto

15 El importante efecto negativo del año base para Austria señalado en el cuadro 3 se debe esencialmente a una notable revisión ex post del déficit para el año 2004.

16 Por regla general, las desviaciones respecto del crecimiento previsto de los ingresos deberían mostrar una correlación positiva con las desviaciones respecto del crecimiento previsto del PIB y del deflactor del PIB. Las desviaciones respecto del crecimiento previsto del gasto deberían mostrar una correlación positiva con las desviaciones respecto del crecimiento previsto del deflactor del PIB y una correlación (ligeramente) negativa con las desviaciones respecto del crecimiento previsto del PIB real.

plazo muy superiores a lo que se podría esperar normalmente sobre la base de la evolución del producto y de los habituales supuestos relativos a las elasticidades de los ingresos. Ello se debe a que los ingresos impositivos están determinados por la evolución de las distintas bases impositivas, algunas de las cuales (por ejemplo, los bene-

ficios empresariales imponibles, las plusvalías, el importe de las operaciones inmobiliarias) pueden tener una tasa de crecimiento mucho más volátil que la tasa de crecimiento general del PIB. Para la zona del euro, las desviaciones del crecimiento de los ingresos respecto de los niveles previstos han mostrado un perfil más o menos

Cuadro 3 Desviaciones respecto de los objetivos/previsiones de los programas de estabilidad (1999-2007)

	Ratio saldo presupues- tario/PIB	Efecto año base	Variación de ratio saldo presupues- tario/PIB	Variación de ratio ingresos /PIB	Variación de ratio gasto primario /PIB	Variación de ratio gasto de intereses/ PIB	Creci- miento del PIB nominal	Del cual Crecimiento del PIB real	Del cual Deflactor del PIB	Creci- miento de los ingresos	Creci- miento del gasto primario
	1=2+3	2	3=4-5-6	4	5	6	7=8+9	8	9	10	11
Desviación respecto del objetivo/previsión a un año											
Bélgica	-0,1	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,9	1,4
Alemania	-0,2	0,0	-0,2	0,1	0,3	0,0	-0,7	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2
Irlanda	0,7	0,3	0,4	0,5	0,2	-0,1	1,1	1,1	0,0	2,7	2,4
Grecia	-3,5	-2,6	-0,9	-0,3	0,5	0,1	0,8	0,3	0,5	0,0	1,8
España	0,1	-0,3	0,5	0,4	0,1	-0,2	1,6	0,5	1,0	2,6	1,7
Francia	-0,3	0,0	-0,3	0,2	0,6	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	-0,1	1,0
Italia	-1,0	-0,5	-0,5	0,2	0,9	-0,1	-0,3	-0,7	0,3	0,0	1,7
Luxemburgo	2,1	1,8	0,2	0,4	0,3	0,0	2,1	1,4	0,7	2,1	2,4
Países Bajos ¹⁾	0,1	0,0	0,1	0,4	0,3	0,0	0,2	0,0	0,2	1,1	0,9
Austria	-0,4	-0,5	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,5	0,8
Portugal	-1,1	-0,6	-0,4	-0,1	0,4	-0,1	0,0	-0,5	0,4	-0,2	0,8
Finlandia	1,0	0,5	0,5	0,7	0,2	0,0	0,5	0,3	0,2	1,9	0,9
Zona del euro	-0,4	-0,2	-0,2	0,2	0,5	-0,1	-0,1	-0,2	0,1	0,4	0,9
Desviación respecto del objetivo/previsión a tres años											
Bélgica	-0,5	0,2	-0,7	0,5	1,5	-0,4	0,1	-0,3	0,4	0,6	1,8
Alemania	-1,7	-0,1	-1,6	0,3	2,0	-0,1	-1,4	-1,0	-0,4	-1,2	0,1
Irlanda	0,3	0,1	0,1	2,3	2,3	-0,2	1,1	0,6	0,5	3,5	4,4
Grecia	-5,1	-3,2	-1,9	-1,3	0,7	-0,1	0,8	0,1	0,6	-0,4	1,7
España	0,3	-0,5	0,8	1,0	0,7	-0,5	1,9	0,4	1,4	2,8	2,8
Francia	-1,7	0,0	-1,7	0,6	2,4	-0,1	-0,2	-0,5	0,3	0,0	1,5
Italia	-2,7	-0,8	-1,9	0,6	2,8	-0,3	-0,7	-1,3	0,7	-0,2	1,8
Luxemburgo	-0,1	1,6	-1,7	0,4	2,1	0,0	1,4	0,6	0,7	1,2	3,3
Países Bajos	-0,4	-0,1	-0,3	n/d	n/d	n/d	0,4	-0,3	0,7	n/d	n/d
Austria	-0,6	-0,6	0,0	0,6	0,6	0,0	-0,2	-0,4	0,2	0,3	0,5
Portugal	-2,8	-0,9	-1,9	0,8	2,7	-0,1	-0,9	-1,4	0,5	-0,2	1,4
Finlandia	0,7	0,4	0,4	1,3	1,0	-0,1	0,1	0,3	-0,2	1,0	1,1
Zona del euro	-1,5	-0,3	-1,2	0,5	1,9	-0,2	-0,3	-0,6	0,3	0,1	1,2

Fuentes: Comisión Europea, programas de estabilidad y cálculos del BCE.

Notas: Para algunos países, no fue posible extraer del programa de estabilidad los objetivos presupuestarios de cada uno de los años. En los casos en que faltaba la observación correspondiente a un determinado año, se excluyó dicho año del cálculo de la media de desviaciones para el período 1999-2007.

1) Los objetivos de ingresos y gasto a un año para el 2002 se han extraído de la evaluación del programa de estabilidad actualizado del 2001 realizada por la Comisión Europea.

1 = diferencia entre el resultado efectivo y el objetivo de la ratio saldo presupuestario/PIB establecido en el programa de estabilidad.

2 = diferencia entre el resultado efectivo de la ratio saldo presupuestario/PIB en el año base y la estimación incluida en el programa de estabilidad.

3-6 = diferencia entre la variación efectiva de la ratio entre el año base y el año del objetivo/previsión y la variación establecida como objetivo en el programa de estabilidad.

7-11 = diferencia entre la tasa efectiva (media) de crecimiento interanual y la tasa prevista o establecida como objetivo en el programa de estabilidad en el horizonte considerado. Las tasas de crecimiento programadas se han calculado sobre la base de las ratios programadas de ingresos y gasto y la previsión de crecimiento del PIB nominal. Por lo tanto, han de considerarse como aproximaciones, debido al redondeo.

La muestra para los objetivos/previsiones a un año abarca los programas de estabilidad desde finales del año 1998 hasta finales del 2006 y los resultados presupuestarios del período 2001-2007.

cíclico, con valores positivos en las fases ascendentes de los años 1999-2000 y 2004-2007, y negativos en la fase descendente de los años 2001-2003 (véase gráfico 2). Estos elementos sorpresa de los ingresos han tendido a mostrar una correlación con las desviaciones contemporáneas respecto del crecimiento previsto del PIB, e incluso a superarlas.

Aunque a corto plazo las desviaciones de los resultados presupuestarios respecto de los planes han tendido a estar determinadas por las fluctuaciones de los ingresos, el gráfico 2 apunta también a un crecimiento del gasto persistentemente más alto que el objetivo establecido (en cada año) en el conjunto de la zona del euro, siendo ese un rasgo generalizado en todos los países (véase más abajo).

En cuanto a las desviaciones medias respecto de los objetivos para la zona del euro y para los distintos países (véase cuadro 3), los planes presupuestarios han resultado ser demasiado optimistas, sobre todo en países que han registrado déficit excesivos durante prolongados períodos (Alemania, Grecia, Francia, Italia y Portugal). Por el contrario, en Irlanda, España, Luxemburgo y Finlandia, la ratio de saldo presupuestario arrojó generalmente resultados mejores que los objetivos establecidos. Para el agregado de la zona del euro, el resultado real de la ratio de saldo presupuestario ha sido, en promedio, un 0,4% peor que la previsión a un año y un 1,5% peor que la previsión a tres años. La mayor precisión de las previsiones a un año, en comparación con las previsiones a tres años, puede atribuirse al hecho de que los objetivos para el año siguiente se fijan habitualmente en el momento en que se adopta el presupuesto de aquel año, por lo que se basan en previsiones más fiables y en medidas más concretas que los objetivos para años posteriores del programa. Por otro lado, en algunos países las estrategias de ajuste presupuestario han tendido a retrasarse, y la mayor parte del descenso previsto de la ratio de déficit se ha centrado en los últimos años del programa, época en que los planes presupuestarios pueden haber cambiado y pueden haberse pospuesto las medidas necesarias.

La principal imagen que surge del cuadro 3 es la existencia de desviaciones generalizadas del gasto respecto de los objetivos iniciales¹⁷. Para el conjunto de la zona del euro, la tasa de crecimiento del gasto primario se ha situado casi 1 punto porcentual por encima de la tasa prevista para el año siguiente y 1,5 puntos porcentuales por encima de la correspondiente a los tres años siguientes (véase columna 11). A escala nacional, se han producido desbordamientos medios del gasto en casi todos los países de la zona del euro, con la posible excepción de Alemania y Austria, países en los que la desviación media respecto del crecimiento previsto del gasto ha sido relativamente pequeña y podría explicarse, especialmente en Alemania y al menos de forma parcial, por una evolución macroeconómica menos favorable de lo previsto, que ha ejercido presiones al alza sobre el gasto social.

En algunos países, concretamente en Irlanda, España y Luxemburgo, incluso importantes desbordamientos medios del gasto no han impedido el cumplimiento de los objetivos generales de saldo presupuestario. Ello se debe a que estos países se han beneficiado también de un crecimiento de los ingresos mucho más alto de lo previsto y puede explicarse, en parte, por un crecimiento del PIB mayor de lo esperado y, particularmente en el caso de Irlanda y España, por el efecto beneficioso del fuerte crecimiento de las actividades que reportan elevados ingresos impositivos, como el *boom* inmobiliario registrado en ese período. El considerable aumento de los ingresos hizo que estos países pudiesen «permitirse» realizar temporalmente gastos extraordinarios. Sin embargo, los datos no distinguen de por sí entre desbordamientos no intencionados del gasto, que se compensaron con mayores ingresos, y decisiones discrecionales de los Gobiernos, en el sentido de asignar ingresos adicionales a gastos adicionales, con posterioridad a la fijación de los planes iniciales. De cara al futuro, al reducirse los ingresos en un entorno macroeconómico menos favorable, en estos países el saneamiento pre-

17 Para un análisis de la contribución de las desviaciones de los ingresos y gastos a las desviaciones respecto de los objetivos de los programas de estabilidad y de convergencia: véase también Comisión Europea, «Public finances in EMU – 2008», recuadro I.3.1, pp. 40-41.

supuestario dependerá fundamentalmente de la capacidad de los responsables de la política fiscal para respetar sus planes de gasto.

Los países en los que los desbordamientos del gasto no se han compensado con mayores ingresos son los que han tenido más dificultades para cumplir las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En los casos de Francia, Italia y Portugal, la situación macroeconómica ha resultado ser, en general, menos favorable de lo previsto en sus programas de estabilidad, lo que ha dado lugar, en distintas medidas, a reducciones de los ingresos, y puede también explicar parte de las desviaciones observadas del gasto. Por el contrario, en Grecia el crecimiento del PIB ha tendido a superar los niveles previstos, y el hecho de que ello no haya reportado mayores ingresos sugiere que las previsiones subyacentes de ingresos que figuraban en los programas de estabilidad de este país (por ejemplo, en términos de ingresos generados por medidas presupuestarias específicas) han tendido a ser demasiado optimistas. Sólo en el caso de Alemania las importantes desviaciones respecto de los objetivos de los programas de estabilidad parecen haber sido principalmente originadas por un crecimiento de los ingresos menor de lo esperado, reflejo, en gran medida, de un crecimiento del PIB mucho más bajo de lo previsto en este país en el período considerado.

5 CONCLUSIONES Y RETOS FUTUROS

Diez años después de la entrada en vigor del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la ratio de déficit de la zona del euro estimada para el 2007 se sitúa en el nivel más bajo observado en varias décadas. Casi todos los Estados miembros de la UE tienen ratios de déficit inferiores al valor de referencia del 3% establecido en el Tratado y, en la mayor parte de ellos, se han alcanzado o se está relativamente cerca de alcanzar los objetivos presupuestarios de medio plazo. También se ha detenido el persistente aumento del gasto público y de las ratios de deuda registrada en las décadas anteriores. Es poco probable que se hubiera podido conseguir este resultado sin las normas fiscales del Tratado y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Sin embargo, desde una perspectiva más amplia, la experiencia general de los diez últimos años es menos tranquilizadora. Las mejoras presupuestarias realizadas en los últimos años han coincidido con una situación macroeconómica favorable, unida a ingresos inusualmente abultados y, en algunos países, las situaciones presupuestarias han vuelto a deteriorarse en un entorno menos favorable. El cumplimiento de las normas presupuestarias del Pacto varía notablemente de un país a otro. La aplicación efectiva del procedimiento de déficit excesivo se ha complicado debido a las revisiones de datos anteriores, y algunos países han registrado déficit superiores al 3% del PIB de forma reiterada y persistente. Ello sugiere que, al menos en estos casos, la aplicación del Pacto ha carecido del suficiente rigor y de la necesaria voluntad política. En efecto, las medidas correctivas del Pacto no han superado su primera prueba real cuando, en el contexto de la fase de empeoramiento del ciclo económico de los años 2001-2003, los procedimientos de déficit excesivo contra Francia y Alemania se suspendieron temporalmente. Tras la reciente época de bonanza económica, queda por ver si los Estados miembros aprovecharán los avances logrados en materia de saneamiento presupuestario para alcanzar o mantener situaciones presupuestarias saneadas o, en caso contrario, si las medidas correctivas del Pacto reformado se aplicarán de forma suficientemente rigurosa y a su debido tiempo.

¿Qué enseñanzas pueden extraerse de la experiencia en política fiscal adquirida en los diez últimos años? En primer lugar, las desviaciones del gasto público respecto de los objetivos iniciales de gasto han sido persistentes y generalizadas en los países de la zona del euro, ya que demasiado a menudo la contención del gasto perseguida no se ha materializado. El que estas desviaciones se tradujeran o no en el incumplimiento de los objetivos presupuestarios generales dependió de que se pudieran compensar con una evolución más favorable de lo previsto de los ingresos. Dado que los ingresos impositivos pueden fluctuar considerablemente a corto plazo, cumplir el Pacto es más fácil en una situación económica favorable, pero mucho más difícil en una coyuntura económica desfavorable. Es probable que la existencia de riesgos bajistas

para la actividad económica ponga el Pacto reformado a prueba, toda vez que las medidas de ajuste estructural adoptadas en la reciente época de bonanza económica han sido insuficientes en varios Estados miembros, y algunos países no han sido capaces de crear márgenes de seguridad suficientes respecto del límite de déficit del 3%. Este fallo refleja, al menos en cierta medida, una falta de voluntad política de cumplir las obligaciones presupuestarias europeas. Es de capital importancia que todos los países de la UE sigan comprometiéndose a cumplir las normas y procedimientos del Pacto para potenciar su credibilidad. El proceso de ajuste presupuestario debería basarse en medidas claramente especificadas, que deberían adoptarse con anticipación, además de ser respaldadas por un estricto control ex post del gasto.

En segundo lugar, a escala nacional, las instituciones presupuestarias deberían promover el cumplimiento de las obligaciones europeas. La adopción de marcos presupuestarios a medio plazo que comprendan reglas de gasto bien diseñadas contribuiría notablemente a garantizar la disciplina fiscal. La gestión efectiva del gasto público es fundamental si se quiere evitar que persistentes desbordamientos del gasto pongan los objetivos presupuestarios en riesgo. Por otra parte, en aras de la credibilidad de las reglas fiscales y del análisis presupuestario es indispensable disponer de una sólida base estadística. A este respecto, la repetida realización de importantes revisiones ex post y la incertidumbre sobre la fiabilidad de los datos son motivo de grave preocupación.

En tercer lugar, no sólo los Estados miembros sino también la Comisión Europea y el Consejo de la UE son responsables de aplicar las normas y procedimientos del Pacto de forma estricta y de ejercer la presión adecuada para que los países instrumenten políticas fiscales prudentes¹⁸. Ello debería conseguirse mediante sólidas evaluaciones de los programas de estabilidad y de convergencia. En este contexto, debería prestarse la debida atención al vínculo entre la política fiscal y la situación macroeconómica, teniendo en cuenta los desequilibrios internos y externos, como la inflación elevada, los crecimientos vertiginosos de los mercados

de activos y los déficit de la balanza por cuenta corriente, que podrían poner en peligro la sostenibilidad fiscal en el medio y largo plazo¹⁹.

En cuarto lugar, garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas también exige que se preste mayor atención a los pasivos implícitos derivados de los costes presupuestarios del envejecimiento de la población, teniendo especialmente en cuenta estos pasivos a la hora de establecer objetivos a medio plazo. Para hacer frente a la presión del gasto relacionado con el envejecimiento de la población, los países que todavía lo necesiten deberán formular estrategias integrales, que habrán de asociarse a unas adecuadas reformas estructurales que contemplen la adopción de medidas de ajuste presupuestario con la suficiente antelación²⁰.

Por último, hay que tener cada vez más en cuenta la relación entre las políticas fiscales y el crecimiento potencial a largo plazo y la creación de empleo. Las reformas destinadas a mejorar la calidad de las finanzas públicas, propiciando la eficiencia del gasto público, canalizando el gasto hacia actividades que favorecen el crecimiento y reduciendo las distorsiones del sistema impositivo, podrían contribuir a incrementar las perspectivas de crecimiento a largo plazo²¹. A su vez, ello facilitaría también el mantenimiento de finanzas públicas saneadas en la zona del euro y reforzaría la credibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, condición esencial para el buen funcionamiento de la UEM²².

18 Algunos de los puntos tratados en esta sección se examinan también en el informe de la Comisión Europea titulado «EMU@10: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union», *European Economy*, 2/2008.

19 Véase el artículo titulado «Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2007.

20 Véase el artículo titulado «El cambio demográfico en la zona del euro: Proyecciones y consecuencias», en el Boletín Mensual de octubre del 2006.

21 Véase el artículo titulado «La importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económicos», en el Boletín Mensual de abril del 2006, y el artículo titulado «Política fiscal y crecimiento económico», en el Boletín Mensual de agosto del 2001.

22 Véase la edición especial del Boletín Mensual de mayo del 2008 publicada con ocasión del décimo aniversario del BCE.

FUSIONES Y ADQUISICIONES BANCARIAS TRANSFRONTERIZAS E INVERSORES INSTITUCIONALES

En los últimos años se ha registrado una significativa actividad de fusiones y adquisiciones transfronterizas en el sector bancario de la zona del euro. Al mismo tiempo, los inversores institucionales —fondos de inversión, empresas de seguros y fondos de pensiones— se han convertido en los principales receptores de los fondos de los hogares y en accionistas importantes de empresas y bancos. En este artículo se analizan estos dos fenómenos —primero por separado y luego poniéndolos en relación—, subrayando las posibles consecuencias para la integración y la estabilidad financieras. La presencia de inversores institucionales como grandes accionistas afecta al gobierno corporativo, en general, y a la existencia de fusiones y adquisiciones, en particular. Además, los resultados del análisis empírico presentado en el artículo sugieren que la presencia de inversores institucionales extranjeros como accionistas de los bancos facilita las fusiones y adquisiciones internacionales.

I INTRODUCCIÓN

La integración del mercado financiero europeo es importante para la instrumentación de la política monetaria, la estabilidad financiera y el bienestar económico. La consolidación de determinados segmentos de la banca está, en cierto modo, menos avanzada que la de otros mercados financieros de la zona del euro (por ejemplo, el mercado monetario por mayor y el mercado de renta fija)¹. La reducción de las barreras a la integración transfronteriza del sector bancario es una de las prioridades para la consecución del mercado único de servicios financieros y para potenciar el crecimiento económico de la zona del euro.

Las entidades que desarrollan una actividad internacional significativa desempeñan un papel fundamental en el proceso de integración bancaria. La actividad de banca transfronteriza suele ser con frecuencia resultado de fusiones y adquisiciones internacionales. Sin embargo, existe una serie de barreras a este tipo de operaciones; algunas de ellas tienen que ver con los requisitos legales y regulatorios, y otras guardan más relación con las mayores dificultades para obtener información de los diferentes mercados y del extranjero. Si bien, en la zona del euro, los primeros obstáculos se han eliminado en su mayoría, las barreras relacionadas con los costes de información siguen estando presentes y parecen ser especialmente significativas en el sector bancario.

Los inversores institucionales que intervienen en actividades internacionales pueden ser fundamentales para eliminar estas barreras y contribuir con

ello al proceso de integración financiera. Estos inversores son, junto con los bancos, los intermediarios financieros más importantes. Se definen como instituciones de gestión de activos con un control discrecional sobre los mismos, que invierten fondos de los pequeños inversores para lograr un objetivo específico en términos de riesgo aceptable, maximización de la rentabilidad y horizonte de las inversiones. Los principales inversores institucionales son los fondos de inversión, los fondos de pensiones y las empresas de seguros².

Los inversores institucionales son importantes accionistas de las sociedades cotizadas y de los bancos. Su presencia como accionistas, especialmente si son grandes accionistas, puede afectar al gobierno corporativo, es decir, a la gestión de posibles conflictos surgidos en una entidad entre los distintos accionistas y entre los accionistas y los gestores, con consecuencias significativas en lo que respecta a la rentabilidad de la empresa de que se trate. La presencia de inversores institucionales como accionistas en

1 BCE (2008), Financial integration in Europe, abril.

2 Esta definición se utiliza mucho en la literatura sobre este tema: véase, por ejemplo, P. Davis y B. Steil (2001), «Institutional investors», MIT Press y BCE (2007), «Corporate finance in the euro area», mayo. En este artículo, los fondos de inversión libre (*hedge funds*) no están incluidos en la categoría de inversores institucionales. El motivo principal es que el presente artículo se centra en el impacto que los inversores institucionales tienen sobre el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, siendo el tamaño de las participaciones empresariales de los fondos de inversión libre reducido si se compara con el de otros inversores institucionales. Además, los fondos de inversión libre tienden a tener una orientación a corto plazo. Un segundo motivo es que estos intermediarios son fondos que no están regulados o que lo están de una manera bastante abierta y, por lo tanto, puede resultar más difícil obtener datos sobre sus estrategias activas.

una sociedad parece afectar al gobierno corporativo y, en concreto, a la ejecución de fusiones y adquisiciones, que ponen a prueba el citado gobierno.

Siguiendo este razonamiento, en la sección 2 se examina el proceso de fusiones y adquisiciones bancarias en la zona del euro, poniendo de relieve la trascendencia de las actividades transfronterizas. En la sección 3 se describe la importancia de los inversores institucionales en la zona del euro. En la sección 4 se analiza cómo el fortalecimiento de la participación de los inversores institucionales extranjeros en el capital de las entidades puede afectar al gobierno corporativo, en general, y al proceso de fusiones y adquisiciones transfronterizas, en particular. De hecho, la evidencia empírica que se presenta en este artículo sugiere que esta participación accionarial puede influir positivamente en las operaciones internacionales de consolidación empresarial. Por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS BANCARIOS

En esta sección se examina el impacto de la actividad bancaria transfronteriza sobre la economía, con el fin de entender sus beneficios y costes. Posteriormente, se describen las tendencias recientes de las operaciones internacionales de fusión y adquisición en la zona del euro.

BENEFICIOS DE LA BANCA TRANSFRONTERIZA

Los mercados bancarios comprenden las actividades interbancarias (o al por mayor), las relacionadas con el mercado de capitales y la banca minorista. Los datos sobre esas actividades ponen de manifiesto que, mientras que las actividades relacionadas con el mercado interbancario (o mayorista) y con el mercado de capitales de la zona del euro muestran señales evidentes de una creciente integración, la banca minorista sigue estando fragmentada.

La prestación transfronteriza de servicios bancarios es clave para la integración financiera y el crecimiento económico. La consideración básica a este respecto es que las actividades transfronterizas

constituyen para las entidades de crédito una herramienta fundamental para alcanzar su tamaño óptimo, conseguir economías de escala y de alcance, diversificar actividades y distribuir los riesgos y aumentar los ingresos. Esto permite, a su vez, a los bancos mejorar la asignación de recursos y la gestión de riesgos y aumentar, también, la rentabilidad. Mediante la expansión internacional de los grupos bancarios y de la competencia interbancaria, se espera que estos efectos beneficiosos se extiendan al conjunto del sector bancario de la zona del euro y fomenten una mayor convergencia hacia prácticas bancarias mejores y más eficientes, una mayor integración y unos mercados más amplios, profundos y líquidos.

En última instancia, el avance en el desarrollo y la integración del sector bancario tendrá también efectos positivos sobre el comportamiento macroeconómico. Un gran número de estudios empíricos ha proporcionado evidencia sobre el estrecho vínculo existente entre mercados bancarios más integrados y eficientes y un mejor comportamiento económico³. Esta relación es especialmente intensa en la zona del euro, dado el papel fundamental de los bancos en el sistema financiero.

La actividad bancaria transfronteriza también incide sobre la estabilidad financiera de dos maneras muy importantes. Por un lado, potencia la capacidad de resistencia en el conjunto de la zona del euro, ya que sistemas bancarios más grandes y diversificados están mejor equipados para absorber las perturbaciones económicas. Por otro, abre nuevos canales para la transmisión transfronteriza de inestabilidades, tanto a través de los vínculos derivados de la participación accionarial como a través de los riesgos de crédito⁴. La posible transmisión o

3 Véanse P. E. Strahan (2003), «The real effects of US banking deregulation», *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 85, pp. 111-28; y P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou y M. Lo Duca (2007), «The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe», Documento Ocasional del BCE n.º 72.

4 Véase R. Ferguson, P. Hartmann, F. Panetta y R. Portes (2007), «International financial stability», Ninth Geneva Report on the World Economy, capítulo 6, noviembre. Para mayor información sobre el contagio basado en el riesgo de crédito, véase R. Iyer y J.-L. Peydró-Alcalde (2008), «Interbank contagion at work: evidence from a natural experiment», Documento de trabajo de la Universidad de Amsterdam.

contagio del riesgo financiero de una jurisdicción a otra es más probable en este contexto y, como consecuencia, el riesgo sistémico es más complejo. Ello implica, asimismo, que, con el fin de salvaguardar la estabilidad financiera en mercados bancarios más estrechamente integrados, resulta crucial efectuar un control adecuado y una gestión correcta de los riesgos transfronterizos.

La actividad bancaria transfronteriza puede intensificarse de dos maneras diferentes, bien directamente mediante la apertura de sucursales o el desarrollo de inversiones totalmente nuevas (inversiones *greenfield*) o sucursales o bien indirectamente mediante fusiones y adquisiciones transfronterizas —operaciones en las que la entidad compradora y la entidad adquirida están ubicadas en distintos países—. Estas fusiones pueden aumentar la eficiencia de los bancos involucrados en tanto que sean capaces de alcanzar sinergias y explotar economías de escala a nivel de grupo. Sin embargo, con frecuencia, conseguirlo puede ser una tarea complicada, debido, por ejemplo, a obstáculos en la armonización de los productos bancarios y de los sistemas informáticos de los distintos países⁵. Además, podrían producirse externalidades negativas para los clientes de los bancos si las fusiones y adquisiciones bancarias disminuyen la competencia en este sector. En la zona del euro, dado el nivel relativamente reducido de integración internacional, es probable que el efecto general de las operaciones transfronterizas de consolidación empresarial sea positivo.

En el sector bancario, las fusiones y adquisiciones de carácter internacional han sido relativamente escasas, si se comparan con las operaciones de este tipo llevadas a cabo en el sector manufacturero, lo que puede deberse a la existencia de barreras de diversa índole⁶. Estas barreras están relacionadas con la distancia (geográfica), el idioma, la cultura y los mercados (costes de información). En concreto, la mayor opacidad de los activos bancarios en relación con otros sectores implica la existencia de importantes barreras a la información entre bancos que operan en diferentes países y mercados, que reducen más aún la actividad de fusiones y adquisiciones bancarias transfronterizas⁷. Además, otras barreras relacionadas con dis-

tintas estructuras reguladoras y supervisoras podrían impedir o dificultar la culminación de este tipo de operaciones y, por lo tanto, contrarrestar algunas de las ganancias de eficiencia derivadas de la integración bancaria.

Las mejoras en la regulación de un sistema bancario nacional tienen un efecto indirecto sobre las decisiones relativas a las fusiones internacionales. Por ejemplo, la regulación que aumenta la transparencia facilita la evaluación de las ganancias de eficiencia derivadas de estas fusiones. En países con una mayor transparencia, los bancos se convierten en objetivos más atractivos de las fusiones bancarias internacionales. Además, las entidades de crédito de los países más desarrollados (que son presumiblemente más eficientes) tienden a adquirir bancos en países menos desarrollados. En países más homogéneos, por ejemplo, en los países de la zona del euro, la rentabilidad relativa de los sistemas bancarios es un factor que apenas puede explicar las fusiones bancarias⁸. Ello sugiere que las diferencias en rentabilidad no son lo bastante importantes como para compensar el coste de factores tales como la distancia, el idioma y un sistema legal y bancario común.

- 5 Existe evidencia empírica acerca de que las fusiones y adquisiciones bancarias transfronterizas aumentan la eficiencia de los bancos implicados. Véase Y. Altunbas y D. Marqués-Ibáñez (2008), «Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: the role of strategic similarities», *Journal of Business and Economics* 60, 3, pp. 179-290. Véanse también J. M. Campa e I. Hernando (2004), «Shareholder value creation in European M&As», *European Financial Management*, 10(1), pp. 47-81, J. M. Campa e I. Hernando (2006), «M&A Performance in the European financial industry», *Journal of Banking and Finance* 30(12), diciembre, pp. 3367-92, y F. Pasiouras, S. Tanna y C. Gaganis (2007), «What drives acquisitions in the EU banking industry? The role of bank regulation and supervision framework, bank specific and market specific factors», Documento de trabajo de la Coventry University.
- 6 Véase D. Focarelli y A. F. Pozzolo (2001) «The patterns of cross-border bank mergers and shareholdings in OECD countries», *Journal of Banking and Finance* 25, pp. 2305-37. Sus resultados muestran que, en la década de los noventa, las fusiones transfronterizas representaron solamente el 13% de las operaciones de consolidación empresarial en el sector bancario, frente al 35% en las manufacturas y al 24% en el promedio de todos los sectores.
- 7 Véase D. P. Morgan (2002), «Rating banks: risk and uncertainty in an opaque industry», *American Economic Review*, vol. 92(4), pp. 874-88, septiembre, y M. J. Flannery, H. Simon y M. Nimalendran (2004), «Market evidence on the opaqueness of banking firms' assets», *Journal of Financial Economics*, vol. 71(3), pp. 419-60, marzo.
- 8 Véase C.M. Buch (2003), «Information or regulation: What drives the international activities of commercial banks?», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 35, pp. 851-869.

Las políticas públicas desempeñan un papel importante mediante la provisión de un marco legal, regulatorio y supervisor que favorece el funcionamiento eficiente de las entidades transfronterizas al promover la igualdad de condiciones en la Unión Europea (véase el recuadro). Mientras que las barreras a la consolidación relacionadas con los requisitos regulatorios y legales pueden, en última instancia, eliminarse, las barreras que guardan relación con los costes de información podrían seguir existiendo, incluso en mercados integrados

a efectos legales⁹. A este respecto, los inversores institucionales pueden desempeñar un papel fundamental, especialmente los que tienen el alcance y los recursos necesarios para reducir las barreras a la información.

9 Véanse A. N. Berger, R. DeYoung, H. Genay y G. F. Udell (2000), «Globalization of financial institutions: Evidence from cross-border banking performance», *Brookings-Wharton Papers on Financial Services* 3, pp. 23-158, y A. N. Berger, R. DeYoung y G. F. Udell (2001), «Efficiency barriers to the consolidation of the European financial services industry», *European Financial Management* 7, pp. 117-30.

Recuadro

OBSTÁCULOS A LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS

Las fusiones y adquisiciones internacionales pueden resultar una tarea difícil, tanto en la fase en que se lleva a cabo la operación, como posteriormente, cuando entran en funcionamiento las sinergias operativas que se persigue alcanzar. Varios factores importantes que afectan a este proceso trascienden la competencia de las autoridades públicas, ya que entre los obstáculos que han de afrontar este tipo de operaciones se encuentran la distancia geográfica, las diferencias culturales, lingüísticas y de mercado, así como las preferencias de los consumidores. No obstante, las autoridades públicas pueden desempeñar un papel relevante para mejorar las políticas que rigen la consolidación bancaria transfronteriza mediante la reducción de las barreras prudenciales, legales y fiscales que puedan desincentivar a los posibles compradores¹.

Las barreras prudenciales a las operaciones de consolidación transfronteriza tienen relación con el proceso de autorización de las adquisiciones por parte de la autoridad supervisora, así como con diversas normas prudenciales que los bancos internacionales han de cumplir. Ambas cuestiones han atraído cada vez más atención a nivel de la UE: en septiembre del 2007, entró en vigor la Directiva 2007/44/CE, encaminada a aumentar la seguridad jurídica, la claridad y la transparencia del proceso de aprobación, por parte de las autoridades supervisoras, de las adquisiciones en el sector financiero, y los Estados miembros deben cumplir lo establecido en ella antes del 21 de marzo de 2009². Además, con la adopción del marco revisado para la cooperación entre las autoridades del Estado de acogida y el Estado de origen en el marco de la Directiva de requerimientos de capital y la labor conexa del Comité de Supervisores Bancarios Europeos, se ha avanzado en el objetivo de potenciar la convergencia y la cooperación entre las autoridades supervisoras. Se espera que la mejora del marco Lamfalussy, actualmente en curso, dé un nuevo impulso a este respecto.

Las barreras legales se refieren a las incompatibilidades en el derecho de sociedades de los distintos países, que pueden hacer problemáticas o incluso imposibles las fusiones y adquisiciones internacio-

1 Para más información, véase BCE (2007), «Integración financiera en Europa».

2 Para más información, véase S. Kerjean (2008), «The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law», *Legal Working Paper Series n.º 6*, del BCE.

nales, y a la insuficiente armonización de la legislación; teniendo esto último un doble efecto. Las diferencias en las normas de protección de los consumidores, responsabilidades y quiebras, por ejemplo, impiden la estandarización de productos y sistemas informáticos relacionados con ellos a escala internacional, lo que incide, en particular, en la prestación de los servicios financieros al por menor. Además, la insuficiente armonización de la legislación podría afectar a la reestructuración de las empresas y, especialmente, a la transformación de filiales extranjeras en sucursales. Se espera que las incompatibilidades existentes en el derecho de sociedades de los distintos países disminuyan una vez que los Estados miembros apliquen en su totalidad la Directiva 2005/56/CE relativa a las fusiones transfronterizas. Finalmente, el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea incluye un marco jurídico para la reestructuración de las empresas; no obstante, los participantes en el mercado han sugerido que dicho marco entraña una serie de dificultades prácticas y, por lo tanto, el interés por adoptar esta modalidad empresarial ha sido hasta la fecha muy limitado.

Por último, las barreras fiscales hacen referencia a las deficiencias o la falta de claridad en las normas tributarias nacionales relativas al tratamiento de las fusiones y adquisiciones transfronterizas, la posible aplicación de un impuesto de salida sobre las plusvalías y el tratamiento en el impuesto sobre el valor añadido (IVA) de la transferencia de activos financieros. Además, la falta de claridad o de armonización en cuestiones tales como la aplicación del IVA a los servicios intragrupo, el precio de las transferencias y el tratamiento de las pérdidas transfronterizas son un obstáculo para la eficiencia operativa de los bancos internacionales. Con respecto al IVA, la Comisión ha puesto en marcha una iniciativa legislativa adoptando una propuesta de Directiva del Consejo por la que se modifica la Directiva 2006/112/CE relativa al sistema común del impuesto sobre el valor añadido, en lo que respecta al régimen de los servicios financieros y de seguros³ y una propuesta de Reglamento del Consejo por el que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2006/112/CE⁴. La Directiva tiene por objeto modernizar y simplificar las complejas normas del IVA en materia de servicios financieros y de seguros y garantizar la igualdad de condiciones en el mercado paneuropeo de la UE de estos servicios en lo que se refiere al IVA. Reducir el impacto del IVA oculto en los costes que soportan los proveedores de servicios financieros y de seguros es uno de los objetivos que persiguen las propuestas mencionadas.

3 COM (2007) 747.

4 COM (2007) 746 final.

ACTIVIDAD DE FUSIONES Y ADQUISICIONES BANCARIAS EN LA ZONA DEL EURO

Desde la introducción del euro se ha producido un gran número de operaciones de fusión y adquisición en el sector bancario, aunque en los últimos años han experimentado una cierta reducción (véase cuadro 1). Sin embargo, el valor de estas operaciones ha aumentado, lo que refleja una valoración más elevada del capital de los bancos, así como la participación en estas operaciones de entidades de crédito de mayor tamaño.

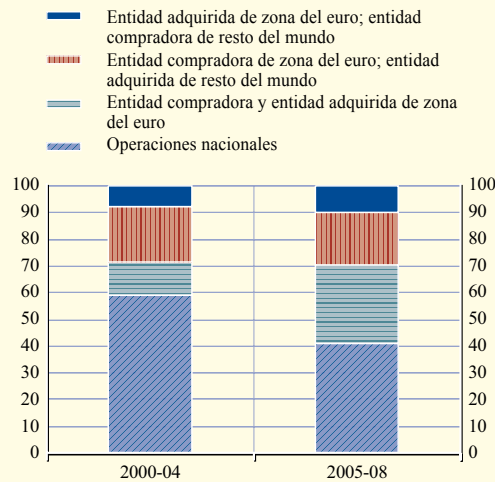
Cuadro 1 Fusiones y adquisiciones bancarias en la zona del euro

	2000-04	2005-08
Valor de las operaciones (mm de euros)	182	269
Número de operaciones	485	274

Fuentes: Zephyr, Bureau van Dijk y cálculos del BCE.
Notas: Las operaciones de adquisición se tienen en cuenta siempre y cuando la participación resultante en la entidad adquirida sea superior al 10% de su capital. Los datos del 2008 corresponden al primer semestre del año.

Gráfico 1 Fusiones y adquisiciones nacionales y transfronterizas en el sector bancario de la zona del euro

(en porcentaje)



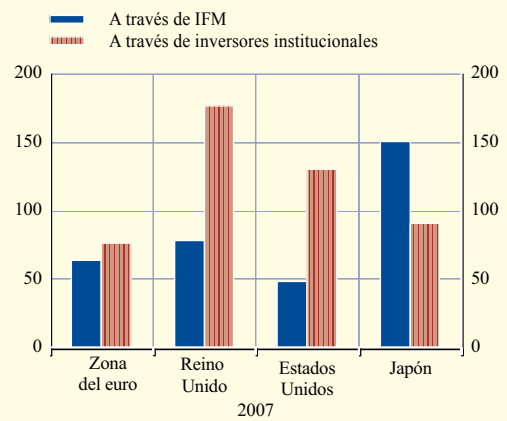
Fuentes: Zephir, Bureau van Dijk y cálculos del BCE.
 Notas: Las operaciones nacionales comprenden las fusiones y adquisiciones en las que tanto la entidad compradora como la adquirida están radicadas en el mismo país de la zona del euro. Todas las operaciones de adquisición se tienen en cuenta siempre y cuando la participación resultante en la entidad adquirida sea superior al 10% de su capital. Los datos del 2008 corresponden al primer semestre del año.

Por lo que se refiere al alcance geográfico de las transacciones, las operaciones de carácter internacional no sólo se han incrementado relativamente más que las nacionales, sino que su valor ha sido sustancialmente superior al de estas últimas (véase gráfico 1). Además, las operaciones de fusión y adquisición transfronteriza dentro de la zona del euro —donde tanto la entidad de crédito compradora como la adquirida están radicadas en distintos países de la zona del euro— son las que más han crecido, lo que también puede ser resultado tanto de la introducción del euro como de las políticas actuales encaminadas a reducir las barreras a la integración de los mercados bancarios de la región.

La actividad de fusiones y adquisiciones transfronterizas entre los bancos de la zona del euro y entidades radicadas fuera de la zona también ha sido significativa. En particular, en los últimos años esta actividad se ha centrado tanto en operaciones en las que un banco de la zona del euro adquiere un banco radicado fuera de ella como en las que un banco de la zona del euro es adquirido por una entidad situada fuera de la zona.

Gráfico 2 Tenencias de activos financieros en poder de los hogares

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Eurostat, Banco de Japón y Reserva Federal.
 Notas: Las tenencias de activos financieros a través de IFM incluyen el efectivo y los depósitos. Las mantenidas a través de inversores institucionales incluyen las participaciones en fondos de inversión (en el caso de Japón, los denominados *investment trust beneficiary certificates* y *trust beneficiary rights*), así como las reservas técnicas de seguros y las participaciones en fondos de pensiones.

3 TENDENCIAS EN LAS PARTICIPACIONES ACCIONARIAS DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN LA ZONA DEL EURO

En los países desarrollados, los hogares mantienen indirectamente, a través de intermediarios financieros, la mayoría de sus activos financieros. De hecho, es sólo en Estados Unidos donde la tenencia directa de valores, en particular de acciones, constituye una parte significativa de la cartera de los hogares. De los distintos intermediarios, las instituciones financieras monetarias (principalmente los bancos) captan una fracción más elevada de estos fondos, si se compara con los activos gestionados por otras instituciones. No obstante, a pesar de las diferencias que existen entre los países, los fondos que se canalizan a través de los inversores institucionales han sido sistemáticamente elevados en los últimos años y han crecido moderadamente en las principales economías desarrolladas en porcentaje del PIB. Por ejemplo, el valor de los activos financieros mantenidos por los hogares de la zona del euro a través de intermediarios financieros —tanto instituciones finan-

cieras monetarias como inversores institucionales— se situó en torno al 140% del PIB a finales del 2007, frente al 130% a finales de 1999.

Los últimos datos muestran que algo menos de la mitad de los activos financieros totales de la zona del euro se invierten a través de instituciones financieras monetarias, mientras que el resto va a inversores institucionales (véase gráfico 2). En Estados Unidos y el Reino Unido, los fondos que se canalizan a través de inversores institucionales son sustancialmente más elevados, en porcentaje del PIB, lo que refleja, sobre todo, la inversión en fondos de pensiones, posiblemente como consecuencia de las diferencias entre los sistemas públicos de pensiones de estos países y los de las economías de la zona del euro. En Japón, los hogares mantienen muchos más activos en los bancos que las familias en otros países desarrollados, aunque siguen invirtiendo cantidades significativas en los fondos de pensiones y de seguros.

En las economías desarrolladas ha aumentado también el porcentaje de activos que los hogares invierten a través de inversores institucionales. Es probable que lo anterior obedezca a cambios significativos en los mercados financieros mundiales, en los que se ha producido un incremento notable de la gama de productos y servicios que se ofrece al público. Al mismo tiempo, las tendencias demográficas mundiales —en concreto, el envejecimiento de la población en las economías desarrolladas— han impuesto una carga muy pesada en los sistemas públicos de seguridad social y han provocado reformas en las pensiones. La reducción resultante de las prestaciones ha favorecido la inversión en fondos de pensiones privados. Esto es lo que ha sucedido en la zona del euro, donde el crecimiento total del capital canalizado hacia fondos de inversión se ha debido a que el sector de los fondos de pensiones —que, pese a todo, sigue estando poco desarrollado en la mayoría de los países— ha podido disponer de un mayor volumen de fondos¹⁰. Por el contrario, el porcentaje de activos invertidos en fondos de inversión se ha reducido desde 1999 en los países de la zona del euro.

Como consecuencia del gran número de activos que gestionan, los inversores institucionales desempe-

ñan un papel fundamental en los mercados financieros mundiales. Por lo general, mantienen carteras diversificadas, aunque los distintos tipos de inversores institucionales tienden a asignar sus carteras de modo diferente, por ejemplo para responder a distintos horizontes de inversión, como sucede en el caso de los fondos de pensiones y de inversión. Al mismo tiempo, las estrategias de asignación de carteras difieren entre los países, en parte como resultado de los requisitos regulatorios.

En general, los inversores institucionales colocan un porcentaje significativo de fondos en renta variable. En los últimos años, el porcentaje invertido por los fondos de inversión de la zona del euro en renta variable ha aumentado hasta alcanzar casi el 50% a finales del 2007. Este porcentaje sigue siendo sensiblemente inferior que en Estados Unidos, pero superior que en el Reino Unido, donde la inversión en renta variable se ha reducido sustancialmente desde 1999 (véase gráfico 3). Sin embargo, siguen existiendo diferencias considerables entre los países de la zona del euro. A excepción de Alemania, Italia, España y Portugal, los fondos de inversión de la zona del euro mantienen más del 40% de sus carteras en renta variable. La ratio de inversión en renta variable es superior al 60% en Finlandia y al 80% en Eslovenia¹¹.

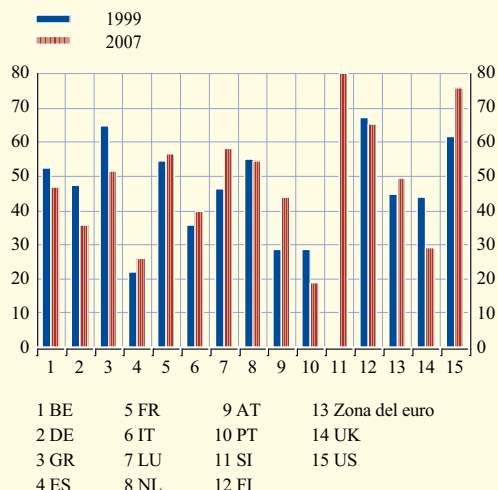
Las diferencias son algo menos pronunciadas en lo relativo a la asignación de carteras de las empresas de seguros y fondos de pensiones, que, en promedio, tienden a mantener menos renta variable, como consecuencia de restricciones regulatorias. En la zona del euro, el porcentaje de la cartera invertido en acciones sólo es relativamente cercano al porcentaje del Reino Unido y de Estados Unidos en Austria, Finlandia, Francia y los Países Bajos, mientras que en los demás países de la zona del euro, los fondos de pensiones tienden a

10 Véase el artículo titulado «El cambio demográfico en la zona del euro: Proyecciones y consecuencias», publicado en el Boletín Mensual de octubre de 2006.

11 Esta peculiaridad de Eslovenia procede de la conversión de tres empresas de inversión en fondos de renta variable, que, a finales del 2006, poseían el 23% de los activos totales de los fondos de inversión del país. Véase Banco de Eslovenia, Financial Stability Review, mayo 2007.

Gráfico 3 Tenencias de valores de renta variable de los fondos de inversión

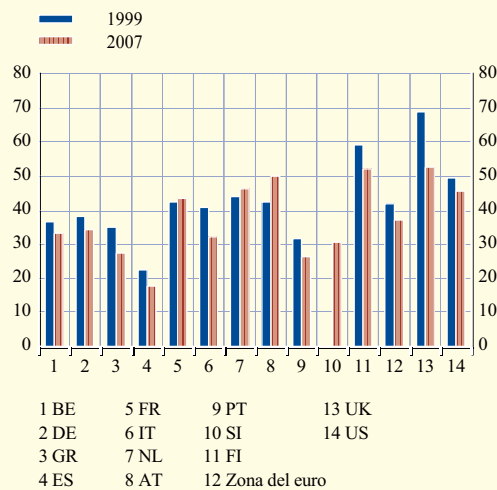
(en porcentaje de los activos totales)



Fuentes: BCE, Banco de Inglaterra y Reserva Federal.
 Notas: En el caso de los países de la zona del euro y el Reino Unido, los datos corresponden a las tenencias de «acciones y otras participaciones», que incluyen las participaciones en fondos de inversión. En el caso de Estados Unidos, corresponden a los «valores de renta variable emitidos por empresas».

Gráfico 4 Tenencias de valores de renta variable de las empresas de seguros y fondos de pensiones

(en porcentaje de los activos totales)



Fuentes: BCE, Banco de Inglaterra y Reserva Federal.
 Notas: En el caso de los países de la zona del euro y el Reino Unido, los datos corresponden a las tenencias de «acciones y otras participaciones», que incluyen las participaciones en fondos de inversión. En el caso de Estados Unidos, corresponden a los «valores de renta variable emitidos por empresas» y a las participaciones en fondos de inversión. Los últimos datos disponibles para Finlandia corresponden a 2006. No se dispone de datos para Luxemburgo.

mantener una cartera más diversificada por tipo de instrumento (véase gráfico 4)¹². Las inversiones en renta variable de las empresas de seguro y fondos de pensiones muestran un ligero descenso en el año 2007, con respecto a 1999.

En los últimos años, los otros intermediarios financieros, de los que los fondos de inversión constituyen una parte significativa¹³, han incrementado el porcentaje de la cartera invertido en acciones, a expensas de inversiones en otro tipo de valores (principalmente, renta fija) (véase gráfico 5). Es probable que el reducido nivel de rentabilidad de los bonos en ese mismo período haya influido en esta tendencia y haya llevado a los gestores de fondos de inversión a adoptar estrategias más agresivas, especialmente al hacer frente a significativas retiradas netas de fondos. Las inversiones de las empresas de seguros y fondos de pensiones en renta variable han disminuido ligeramente desde 1999, mientras que la inversión en valores distintos de acciones ha aumentado en el mismo período (véase gráfico 6).

4 PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES, GOBIERNO CORPORATIVO Y FUSIONES Y ADQUISICIONES

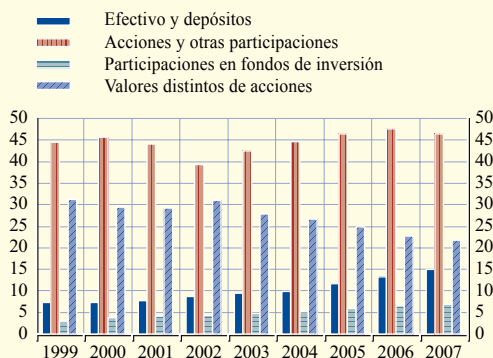
En las secciones anteriores se ha descrito el proceso de consolidación bancaria transfronteriza y la creciente importancia de los inversores institucionales. El objetivo de los apartados siguientes es

12 En algunos países de la zona del euro, principalmente Austria, las tenencias de participaciones en fondos de inversión de las empresas de seguro y los fondos de pensiones sobrepasan las de otras categorías de acciones.

13 «Otros intermediarios financieros» se define como sociedades o cuasiosociedades (distintas de las empresas de seguro y los fondos de pensiones), como los fondos de inversión que se dedican principalmente a la intermediación financiera, incurriendo en pasivos distintos del efectivo, los depósitos o los sustitutos próximos de los depósitos procedentes de unidades institucionales que no sean Instituciones financieras monetarias. Los otros intermediarios financieros incluyen también entidades cuya principal actividad es la financiación a largo plazo, como sociedades de arrendamiento financiero, sociedades instrumentales creadas para detentar activos titulizados, sociedades de inversión, sociedades y agencias de valores y derivados financieros (cuando operen por cuenta propia) y sociedades de capital-riesgo. Véase también http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/eea/EAA_Glossary.pdf.

Gráfico 5 Asignación de carteras de los OIF de la zona del euro

(en porcentaje de los activos totales)

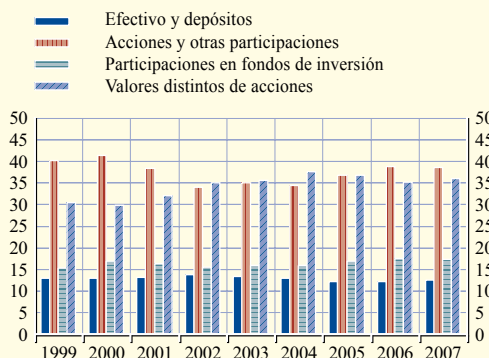


Fuente: BCE.

Notas: La asignación de carteras se refiere al balance de otros intermediarios financieros (OIF). «Acciones y otras participaciones» incluye las participaciones en fondos de inversión.

Gráfico 6 Asignación de carteras de las empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro

(en porcentaje de los activos totales)



Fuente: BCE.

Notas: La asignación de carteras se refiere al balance de las empresas de seguros y fondos de pensiones. «Acciones y otras participaciones» incluye las participaciones en fondos de inversión.

analizar la relación entre participación de los inversores institucionales en el capital de las entidades, gobierno corporativo y fusiones y adquisiciones transfronterizas.

GOBIERNO CORPORATIVO Y ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD

El objetivo del gobierno corporativo es evitar y, en última instancia, gestionar, los conflictos que pudieran surgir entre los accionistas y los gestores de la empresa, y entre las distintas clases de accionistas. El gobierno de las empresas está relacionado con las principales características del sistema financiero existente, como el derecho de sociedades, pero también con la estructura de propiedad de las empresas.

Un factor importante que afecta a las diferencias en las estructuras financieras y en el gobierno corporativo en todo el mundo es el grado de concentración de la propiedad¹⁴. El gobierno de las empresas puede ser débil si la propiedad está demasiado dispersa. Un pequeño accionista no cuenta con ningún incentivo para efectuar una vigilancia de la empresa, dado que no puede beneficiarse de las externalidades positivas derivadas de este seguimiento y, sin embargo, soporta los costes que ello conlleva. Como resultado, la falta de cierto grado de concen-

tración de la propiedad en las sociedades cotizadas tiende a debilitar los incentivos de los accionistas para llevar a cabo un control de la empresa, dando lugar, por lo tanto, a problemas de agencia entre propietarios y gestores¹⁵. Los grandes inversores, que tienen más incentivos para efectuar este seguimiento, y también más poder, suelen fortalecer el gobierno corporativo, especialmente en sistemas donde la normativa legal atribuye relativamente menos poder a los accionistas minoritarios. En la zona del euro, se están adoptando medidas fundamentales para potenciar los mecanismos de gobierno corporativo. La directiva sobre el ejercicio de los derechos de los accionistas, que los Estados Miembros han de poner en práctica en julio del 2009, es especialmente relevante a este respecto¹⁶.

14 Véase R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (1999), «Corporate ownership around the world», *Journal of Finance* vol. 54 (2), pp. 471-517.

15 Véase J. Tirole (2007), «The theory of corporate finance», Princeton University Press.

16 Directiva 2007/36/CE. Los aspectos más destacados de esta Directiva son la reducción, de 21 a 14 días, del plazo mínimo de anuncio de convocatoria de la mayor parte de las juntas generales en las que los accionistas también pueden votar por medios electrónicos; además, deben publicar los resultados de la votación en su sitio web. La Directiva también establece normas que otorgan a los accionistas el derecho a formular preguntas y obligan a las empresas a responder. Además, concede a los accionistas el derecho a incluir puntos en el orden del día de la junta general y a presentar proyectos de resolución. Por último, la Directiva prohíbe el bloqueo de acciones y suprime las restricciones al voto por representación.

Los grandes accionistas suelen disfrutar de una relación estrecha con la estructura de gestión de la empresa y tienen incentivos para hacer un seguimiento de sus actividades. Sin embargo, sus intereses pueden que no coincidan siempre con los de todos los accionistas. Esto puede desembocar en un conflicto de intereses entre las distintas categorías de accionistas, que puede afectar también a las políticas de la empresa. Existe cierta evidencia de que la concentración de la propiedad y la rentabilidad no están siempre relacionadas positivamente¹⁷. Por ejemplo, una mayor proporción de acciones ofrece más incentivos para efectuar un seguimiento de la empresa, pero si el nivel es demasiado elevado, los accionistas más grandes pueden perseguir políticas que beneficien a la persona o grupo de control (como «la construcción de imperios» a través de fusiones y adquisiciones), pero que tal vez no sean beneficiosas para los demás accionistas¹⁸.

En este contexto, la identidad de estos grandes accionistas parece ser igualmente importante. Los grandes accionistas pueden ser familias, sociedades no financieras, bancos o incluso el Estado, pero también inversores institucionales, posiblemente con intereses enfrentados y horizontes de inversión diferentes. Esto podría tener consecuencias para las estructuras de las empresas, la elección de inversiones, las políticas de dividendos y, en general, para el gobierno corporativo y la manera en la que se gestionan las empresas. Por ejemplo, en el caso de los bancos, puede ser relevante para el gobierno corporativo que el mayor accionista sea una sociedad no financiera o un inversor institucional. Una sociedad no financiera puede utilizar su estrecha relación con los directivos de los bancos para obtener financiación en una crisis económica o puede oponerse a un cambio en el control (por ejemplo, mediante una fusión y adquisición transfronteriza) para preservar esta relación. Un inversor institucional, por su parte, trataría de obtener la rentabilidad sobre el capital más elevada para retener a sus partícipes, lo que puede ser bueno para el accionista promedio, pero a veces puede introducir en la empresa una filosofía «del corto plazo», que podría tener efectos negativos sobre la rentabilidad a largo plazo.

EL EFECTO DE LA PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN EL GOBIERNO CORPORATIVO

El significativo crecimiento del papel desempeñado por los inversores institucionales constituye una importante tendencia reciente en la estructura financiera europea. Desde la perspectiva de las finanzas corporativas, tiene al menos dos consecuencias principales. En primer lugar, los inversores institucionales facilitan la financiación directa de las sociedades no financieras al comprar valores de renta variable y de renta fija privada. En segundo lugar, al tener una participación significativa en el capital de las empresas de la zona del euro, pueden imponer la disciplina de mercado e influir en el comportamiento de las instituciones financieras y de las sociedades no financieras¹⁹.

Como se ha indicado anteriormente, los accionistas con participaciones importantes —con frecuencia inversores institucionales— son los que están más capacitados para llevar a cabo un seguimiento de las sociedades cotizadas²⁰. En estas empresas, los accionistas delegan de manera efectiva la responsabilidad de la toma de decisiones en los gestores, cuyos intereses pueden ser distintos de

17 Véase A. Shleifer y R. W. Vishny (1986), «Large shareholders and corporate control», *Journal of Political Economy* 94, pp. 461-88.

18 Un gran accionista que ostente el control puede nombrar consejeros y directivos y adoptar decisiones empresariales importantes, que habitualmente requieren la aprobación de una proporción determinada de los accionistas.

19 Obsérvese que este efecto disciplinario sobre el comportamiento de las empresas no se limita a las sociedades no financieras, sino que también puede aplicarse a las instituciones financieras (es decir, a los bancos).

20 Véase, por ejemplo, M. C. Jensen y W. H. Meckling (1976), «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure», *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-60. Véanse también J. A. Brickley, R. C. Lease y C. W. Smith (1988), «Ownership structure and voting on antitakeover amendments», *Journal of Financial Economics* 20, pp. 267-91; G. A. Jarrell y A. B. Poulsen (1987), «Shark repellents and stock prices: The effects of antitakeover amendments since 1980», *Journal of Financial Economics* 19, pp. 127-68; B. Holmstrom y S. N. Kaplan (2001), «Corporate governance and merger activity in the United States: Making sense of the 1980s and 1990s», *Journal of Economic Perspectives* 15, pp. 121-44; G. B. Gorton y M. Kahl (2006), «Blockholder identity, equity ownership structures, and hostile takeovers», NBER Working Paper n.º W7123; y A. R. Admati, P. Pfleiderer y J. Zechner (1994), «Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium», *Journal of Political Economy* 102, pp. 1097-1130.

los de los accionistas. El Consejo de Administración desempeña un papel fundamental en el control de los problemas de agencia que surgen de sus obligaciones fiduciarias con los accionistas, que incluyen la responsabilidad de contratar, despedir, compensar y supervisar la alta dirección. Cuando el Consejo de Administración no cumple estas funciones, puede surgir como respuesta el activismo de los accionistas.

El hecho de que las acciones comunes se compren y se vendan en el mercado es una solución inicial para la gestión deficiente llevada a cabo por los consejos existentes. Precisamente porque los inversores pueden vender sus acciones al mejor postor, existe un mercado para compra de empresas —un «mercado para el control de las empresas»—, que proporciona a grupos competidores de gestores, así como a inversores activos, la posibilidad de obtener el control de las empresas, reemplazando de esta manera a gestores y consejos poco eficientes. Pero incluso en los casos en los que parece que no hay agentes interesados en comprar, el mercado bursátil desempeña intrínsecamente una función de control, presionando a los gestores para que adopten decisiones que incrementen el valor del capital²¹.

Cuando los inversores no están satisfechos con determinados aspectos de la gestión de la empresa, pueden tratar de promover modificaciones que supongan o no cambios en el control, llevándose a cabo en el primer caso mediante una fusión. A través de sus compras iniciales y de sus ulteriores decisiones de mantener o vender, los accionistas expresan su opinión sobre el comportamiento de la empresa. En casos extremos, los inversores inician las operaciones de adquisición o las compras apalancadas con el fin de introducir cambios fundamentales en la entidad. Entre estos extremos se encuentran puntos intermedios que incluyen, por ejemplo, accionistas que poseen grandes paquetes accionariales (*blockholders*) que adquieren participaciones minoritarias de capital con la intención de influir en la toma de decisiones de los gestores. Los accionistas que no están satisfechos pueden, también, simplemente «largarse», vendiendo sus acciones. Los argumentos teóricos y la evidencia empírica muestran que, si bien tiene un efecto dis-

ciplinario sobre las empresas, el hecho de vender las acciones puede provocar también cambios en el gobierno corporativo²².

El papel de los inversores institucionales y la manera en la que ejercen su influencia han sido tratados en numerosos artículos de carácter empírico. En primer lugar, hay más probabilidades de que los inversores institucionales obtengan los votos de otros accionistas y presionen para que se lleven a cabo reformas en el gobierno de las empresas²³. Por ejemplo, cuando los inversores institucionales tienen importantes participaciones accionariales en una entidad, las propuestas relativas al gobierno corporativo presentadas por los accionistas tienden a obtener más votos. Del mismo modo, los fondos de pensiones parecen tener más éxito a la hora de ejercer el control y promover cambios en las empresas en las que concentran su influencia²⁴. En segundo lugar, parece haber una relación entre la participación accionarial de los inversores institucionales y la política de remuneración. Por ejemplo, la evidencia empírica sugiere que la participación de los inversores institucionales en el capital de las entidades puede incrementar la sensibilidad de la remuneración de los ejecutivos a los resultados y reducir, también, el nivel de remuneración²⁵.

- 21 Como sostienen B. Holmstrom y J. Tirole (1993), «Market liquidity and performance monitoring», *Journal of Political Economy* 101, 4, pp. 678-709, el mercado bursátil puede ser el instrumento de seguimiento más fiable de la gestión de una empresa porque el precio de las acciones incluye información diversa acerca de los resultados y el valor futuros que no se encuentra en los estados financieros. Véase, también E. Fama y M. Jensen (1983), «Separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics* 301-25.
- 22 En A. R. Admati y P. Pfleiderer (2005), «The Wall Street walk as a form of shareholder activism», Documento de trabajo de la Universidad de Stanford; y R. Parrino, R. W. Sias y L. T. Starks (2003), «Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover», *Journal of Financial Economics* 68, pp. 3-46, se analizan los efectos de la venta de acciones sobre el gobierno corporativo. Véase también A. Hirschman (1971), «Exit, voice and loyalty: responses to decline in firms, organizations, and states», Harvard University Press, Cambridge, MA.
- 23 Véase S. L. Gillan y L. T. Starks (2000), «Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors», *Journal of Financial Economics* 57, pp. 275-305.
- 24 Véase, por ejemplo, D. Del Guercio y J. Hawkins (1999), «The motivation and impact of pension fund activism», *Journal of Financial Economics* 52, pp. 193-340, para más información sobre este tema.
- 25 Véase, por ejemplo, J. C. Hartzell y L. T. Starks (2003), «Institutional investors and executive compensation», *The Journal of Finance* 58, pp. 2351-74.

Además, la participación accionarial de los inversores institucionales puede incidir en la probabilidad de que se produzcan fusiones y adquisiciones. Las empresas que cuentan con un número más elevado de inversores institucionales en su accionariado suelen ser menos proclives a acordar o a votar medidas encaminadas a evitar adquisiciones²⁶. Por otra parte, distintos tipos de instituciones, por ejemplo, con horizontes de inversión diferentes, pueden tener distintas consecuencias para el proceso de fusiones y adquisiciones. Las empresas en las que predominan accionistas con horizontes de inversión a corto plazo tienen más posibilidades de recibir una oferta pública de adquisición²⁷.

PARTICIPACIÓN DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN EL CAPITAL DE LOS BANCOS

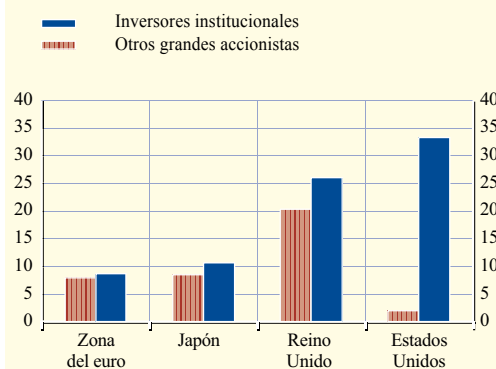
Una consecuencia del creciente desarrollo de los inversores institucionales es que se están convirtiendo en accionistas relevantes de los bancos (véase gráfico 7). Por lo tanto, los inversores institucionales pueden influir más decisivamente en la toma de decisiones y en el gobierno de las empresas. Este último aspecto puede ser especialmente importante en sistemas donde los derechos de los accionistas están menos desarrollados²⁸.

El efecto de la participación accionarial de los inversores institucionales sobre el gobierno corporativo de los bancos puede ser más significativo que en otros sectores, ya que los tenedores de deuda del sector bancario (que con mucha frecuencia incluyen a muchos pequeños depositantes) pueden no tener demasiados incentivos para efectuar tareas de control de los bancos. Por el contrario, los inversores institucionales tienen los incentivos y el poder para fortalecer el gobierno corporativo de los bancos²⁹.

Los inversores institucionales extranjeros también se están convirtiendo en importantes accionistas de los bancos de la zona del euro con mayor capitalización bursátil (véase gráfico 8). De hecho, la participación institucional en estas entidades es, en gran medida, extranjera, siendo muy significativa la presencia de inversores institucionales pro-

Gráfico 7 Inversores institucionales como grandes accionistas de los bancos de mayor tamaño

(en porcentaje del total de acciones)



Fuente: Reuters.

Notas: Información recopilada en el 2008. Los datos corresponden a los tres bancos más grandes en términos de capitalización bursátil. Los derechos de participación son la suma acumulada de los derechos de los principales inversores de cada banco. Se presentan datos correspondientes a los 20 accionistas más importantes del sector de empresas de seguros y fondos de pensiones, y a los 30 accionistas principales del sector de fondos de inversión; los inversores no institucionales están representados por los cinco accionistas más importantes de esta categoría. Para cada área geográfica, el indicador se calcula como media de los derechos de participación por tipo de inversor de todos los bancos, ponderada por el valor de mercado de los bancos en cuestión.

cedentes de otros países de la zona del euro. La imagen es similar en Japón, donde los inversores no residentes representan la mayoría de los principales inversores institucionales. Por el contrario, en los bancos más importantes del Reino Unido predominan los inversores institucionales nacionales sobre los inversores no residentes. Por último, las principales entidades de Estados Unidos

26 Véanse J. A. Brickley, R. C. Lease y C. W. Smith (1988), «Ownership structure and voting on antitakeover amendments», *Journal of Financial Economics* 20, pp. 267-91, y G. A. Jarrell y A. B. Poulson (1987), «Shark repellents and stock prices: the effects of antitakeover amendments since 1980», *Journal of Financial Economics* 19, pp. 127-68.

27 Véase P. Matos, J.-M. Gaspar y M. Massa (2005), «Shareholder investment horizon and the market for corporate control», *Journal of Financial Economics*, vol. 76 (1), pp. 135-65.

28 Véase BCE (2007), «Corporate finance in the euro area», mayo.

29 C. Hadlock, J. Houston y M. Ryngaert (1999), «The role of managerial incentives in bank acquisitions», *Journal of Banking and Finance* 23, pp. 221-49, confirman que los bancos en que la participación de los directivos en el capital es más significativa tienen menos probabilidades de ser adquiridos, mientras que Y. Brook, R. Hendershott, y D. Lee (2000) consideran, en «Corporate governance and recent consolidation in the banking industry», *Journal of Corporate Finance* 6, pp. 141-64, que la participación en el capital de accionistas externos con grandes paquetes accionariales y un consejo de administración más independiente aumentan las posibilidades de adquisición de un banco.

también atraen casi exclusivamente inversores institucionales nacionales, lo que es reflejo de su importancia y de su tamaño en el sistema financiero estadounidense.

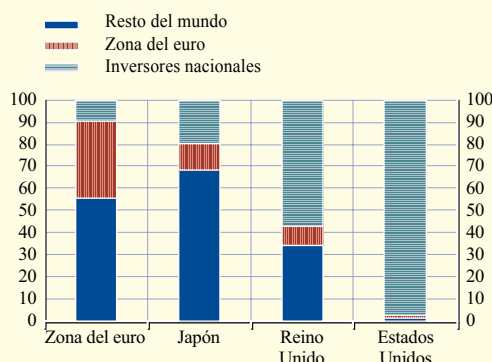
Las nacionalidades de los inversores también influyen en las tareas de control de las actividades de los bancos. Los inversores extranjeros (i) puede que no se beneficien tanto de las políticas públicas (nacionales) (por ejemplo, un rescate cuando se ha asumido un riesgo bancario excesivo), o (ii) puede que tengan una relación más distante con las empresas locales, lo que hace que sea más probable que los gestores de fondos nacionales tengan relaciones de negocio con las empresas locales y sean más comprensivos con su gestión que los gestores de fondos extranjeros³⁰. Además, cuando los inversores institucionales poseen un capital significativo en los bancos asociados, no actúan con independencia de los gestores del banco, debilitando así el gobierno de la entidad. Por el contrario, es probable que los inversores institucionales extranjeros actúen con más independencia y pueden, por lo tanto, fortalecer el gobierno corporativo.

PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y FUSIONES Y ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS

La participación de los inversores institucionales extranjeros en el capital de las entidades y las fusiones y adquisiciones transfronterizas son importantes mecanismos de integración financiera. Una manera importante de mejorar la distribución de riesgos y, por lo tanto, el bienestar, es invertir una proporción de la riqueza en el extranjero, en activos con características de riesgo diferentes. Habitualmente, los consumidores logran esto a través de inversores institucionales (es decir, mediante las participaciones de inversores institucionales en el capital de empresas extranjeras). Como se ha explicado anteriormente, la reducción del sesgo a invertir en activos nacionales y la creciente importancia de los inversores institucionales van de la mano³¹. El proceso de reducir el sesgo nacional y el aumento de la inversión de cartera en el extranjero mejora la integración financiera.

Gráfico 8 Inversores nacionales frente a inversores institucionales como accionistas de los grandes bancos

(en porcentaje)



Fuente: Reuters.

Notas: Información recopilada en el 2008. Los datos corresponden a los tres bancos más grandes en términos de capitalización bursátil. Los derechos de participación son la suma acumulada de los principales inversores de cada banco. Para cada área geográfica, el indicador se calcula como la media de la residencia nacional frente a la residencia extranjera de los 20 accionistas más importantes del sector bancario y del sector de empresas de seguros, y de los 30 accionistas principales del sector de fondos de inversión.

La participación accionarial de los inversores institucionales extranjeros y las fusiones y adquisiciones transfronterizas pueden, en principio, complementarse o sustituirse entre sí como mecanismos fundamentales para la integración financiera. La presencia de inversores extranjeros como accionistas de las empresas podría, por una parte, hacer menos necesario que éstas efectúen compras en el exterior, dado que una empresa puede acceder a la financiación internacional incluso en los mercados nacionales. Este argumento sugeriría que la diversificación internacional de las carteras por parte de los inversores podría sustituir a la internacionalización de las empresas. Por otra parte, una

30 Véanse L. S. Gillan y L. T. Starks (2000), «Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors», *Journal of Financial Economics* 57, pp. 275-305; G. F. Davis y E. H. Kim (2007), «Business ties and proxy voting by mutual funds», *Journal of Financial Economics*, pp. 552-70; y M. Ferreira y P. Matos (2008), «The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world», *Journal of Financial Economics* 88, pp. 499-533.

31 La literatura sobre el sesgo nacional sugiere que restricciones informativas o asimetrías de información hacen que los inversores mantengan en sus carteras demasiadas acciones nacionales y pocos valores internacionales. Véase, por ejemplo, R. Stulz, M. Dahlquist, L. Pinkowitz y R. Williamson (2003), «Corporate governance, investor protection, and the home bias», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38(1), pp. 87-110.

mayor presencia de inversores extranjeros con un mejor conocimiento de los mercados exteriores puede aumentar las operaciones de consolidación internacional al reducir las barreras a la información entre las empresas de los distintos países y mercados.

Los inversores institucionales —especialmente si son activos en el ámbito internacional— pueden promover fusiones y adquisiciones bancarias transfronterizas tendiendo puentes entre entidades, debido a su conocimiento de los mercados exteriores. Los inversores institucionales extranjeros suelen ser, por lo general, muy activos internacionalmente y, por lo tanto, tienen un mayor conocimiento de los distintos mercados bancarios. Como se ha comentado anteriormente, las barreras a la información en los mercados bancarios son elevadas, dado la mayor opacidad de las entidades de crédito en comparación con otros sectores. Por ello, las fusiones y adquisiciones bancarias transfronterizas pueden ser más difíciles, lo que podría explicar por qué se ha producido un menor número de operaciones de consolidación empresarial internacional en el sector bancario que en los sectores no financieros. Los inversores institucionales que operan en los mercados internacionales pueden contribuir a reducir estas barreras a la información gracias a su capacidad para ejercer tareas de control y a su conocimiento como inversores a escala mundial.

Otro motivo por el que los inversores institucionales extranjeros pueden ser importantes para influir en las operaciones transfronterizas es que es posible que los inversores nacionales sean más reacios a apoyar fusiones y adquisiciones internacionales. Por ejemplo, en caso de que este tipo de operaciones pudiera dar lugar a un aumento de la competencia en el sector bancario, los inversores institucionales nacionales vinculados con entidades de crédito también nacionales podrían tratar de oponerse a dichas operaciones, debido a que sus beneficios podrían reducirse por la mayor competencia. Del mismo modo, grandes accionistas nacionales de sectores no financieros podrían tratar de bloquear estas operaciones para evitar la posible pérdida de relación con el banco.

Cuadro 2 Fusiones y adquisiciones bancarias transfronterizas y participación accionarial de los inversores institucionales

Tamaño de la entidad adquirida	-0,210
Tamaño de la entidad compradora	-0,010
% de inversores institucionales nacionales en la entidad adquirida	-0,240
% de inversores institucionales extranjeros en la entidad adquirida	0,130**
% de inversores institucionales nacionales en la entidad compradora	0,039
% de inversores institucionales extranjeros en la entidad compradora	0,100***
R cuadrado ajustado	0,320
Número de observaciones	22

Fuentes: Zephyr, Osiris y Bankscope, de Bureau van Dijk; cálculos del BCE.

Notas: En este cuadro se presentan los resultados de un análisis econométrico, en el que se analiza la decisión de llevar a cabo una fusión y adquisición bancaria transfronteriza frente a la alternativa de realizar una operación de consolidación empresarial de carácter nacional. Concretamente, se utiliza un modelo Probit, en el que la variable dependiente toma el valor 1 si la operación es internacional y 0 si es nacional. Esta variable dependiente se explica con una medida de la participación accionarial de los inversores institucionales y con indicadores de tamaño de los bancos involucrados en la fusión. La medida de la participación accionarial es el porcentaje total de participación de los inversores institucionales en la entidad adquirida o en la entidad compradora, desagregada entre participación accionarial de inversores institucionales nacionales o extranjeros. La muestra incluye fusiones y adquisiciones realizadas en el sector bancario entre los años 2002 y 2006, en las que tanto la entidad adquirida como la compradora pertenecen a la zona del euro. Las operaciones se han elegido conforme a los siguientes criterios: (i) la operación afecta a la mayoría de las acciones de la entidad adquirida (el porcentaje de participación accionarial que se desea alcanzar una vez concluida la operación es superior al 50%), y (ii) la operación se concluye a más tardar al final del periodo muestral. Se excluyen del análisis las compras apalancadas, las escisiones, las recapitalizaciones, las ofertas públicas de recompra de acciones, las ofertas de intercambio de acciones, las recompras, las compras de participaciones minoritarias y las privatizaciones. En el cuadro, un coeficiente positivo representa una mayor probabilidad de que la fusión y adquisición sea transfronteriza, mientras que, si el coeficiente es negativo, lo más probable es que la operación sea nacional. Los asteriscos *** y ** representan una significancia estadística del 1% y del 5%, respectivamente.

De hecho, un sencillo análisis econométrico de las fusiones y adquisiciones bancarias entre entidades de la zona del euro en el período 2002-2006 sugiere que el grado de participación de los inversores institucionales extranjeros en el capital de las entidades de crédito influye en la probabilidad de que se produzcan operaciones de consolidación empresarial internacional en el sector bancario (véase cuadro 2). En concreto, tanto la entidad compradora como la entidad adquirida tienen una probabilidad más elevada de participar en una fusión y adquisición bancaria transfronteriza que en una nacional si cuentan con una mayor participación de inversores institucionales extranjeros en su capital. Por el contrario, la participación de inversores institucionales nacionales no parece afectar a la decisión sobre el carácter

ter nacional o transfronterizo de la operación de fusión y adquisición³².

Estos resultados tienen algunas implicaciones para la integración y la regulación financieras. Un entorno que favorece la participación de inversores institucionales extranjeros en el capital de las entidades (tanto en términos de tenencia de acciones como en el de desarrollar una participación activa) puede promover la integración mediante fusiones y adquisiciones transfronterizas. Esto es aún más importante, pues las barreras legales entre los países de la zona del euro se han reducido en gran medida y, fundamentalmente, sólo siguen existiendo barreras a la información. Además, un sector bancario más internacional y una mayor participación accionarial de los inversores institucionales extranjeros en los bancos aumenta el alcance del contagio y del riesgo sistémico internacional e intersectorial. Así pues, es importante que la cooperación entre las autoridades responsables de la supervisión y la regulación bancarias en Europa sigan un conjunto de principios comunes sobre las medidas prácticas y los procedimientos para gestionar las crisis, lo que garantizaría una respuesta pronta y eficaz³³.

5 CONCLUSIONES

En los últimos años se ha registrado una significativa actividad de fusiones y adquisiciones transfronterizas en el sector bancario de la zona del euro. Al mismo tiempo, los inversores institucionales —fondos de inversión, empresas de seguros y fondos de pensiones— se han convertido en los principales receptores de los fondos de los hogares y en accionistas importantes de empresas y bancos. Estos dos fenómenos parecen estar relacionados, dado que la participación de los inversores institucionales en el capital de las entidades afecta a la existencia de fusiones y adquisiciones. Los resultados del análisis empírico que se presentan en la última parte del artículo sugieren que la participación accionarial de los inversores institucionales es importante y que la presencia de inversores institucionales extranjeros como accionistas de los bancos facilitan las operaciones de consolidación transfronteriza.

La integración financiera es un proceso muy dinámico, en el que la evolución del mercado y las medidas de política económica están estrechamente relacionadas. Mientras que las fuerzas de mercado desempeñan el papel fundamental de conformar el mercado único de servicios financieros, los responsables de la política económica pueden seguir apoyando estos esfuerzos, proporcionando el marco adecuado para la expansión transfronteriza de las instituciones y las actividades financieras.

En este artículo se han analizado las barreras a las fusiones y adquisiciones bancarias transfronterizas. En los últimos años, las barreras relacionadas con los entornos legal y regulatorio se han reducido significativamente en la zona del euro. No obstante, otros tipos de barreras, vinculadas a los costes de información, siguen siendo significativas y afectan a la probabilidad de que se produzcan fusiones y adquisiciones. La presencia de inversores institucionales, especialmente los que operan en el ámbito internacional, puede tener un efecto benefi-

32 Estos resultados no se ven afectados por la inclusión de distintos tipos de variables de control, como las características del banco (es decir, tamaño, capital, liquidez, riesgo, rentabilidad o presencia en mercados exteriores), de bancos especializados como los bancos comerciales, los bancos de inversión y los bancos hipotecarios, de variables que miden la dispersión de la propiedad, de efectos temporales y de país, así como de variables nacionales relacionadas con el ordenamiento jurídico y la regulación bancaria. Únicamente se presenta evidencia de operaciones de fusión y adquisición en las que todos los bancos involucrados pertenecen a países de la zona del euro. No obstante, los resultados son muy similares cuando la muestra se refiere a países de la OCDE. En otros trabajos de investigación se proporciona evidencia de que la participación accionarial de los inversores institucionales extranjeros puede dar lugar a un aumento de las fusiones y adquisiciones transfronterizas de sociedades no financieras, mientras que otras variables, como el entorno jurídico en el que operan las empresas, desempeñan un papel importante, aunque menor, en el mercado de fusiones y adquisiciones (M. Ferreira, M. Massa y P. Matos (2007), «Shareholders at the gate? Cross-country evidence on the role of institutional investors in mergers and acquisitions», Documento de trabajo de INSEAD). Sin embargo, también se dispone de evidencia que indica que las empresas adquiridas suelen estar radicadas en países con un nivel de protección de los inversores más deficiente que en los de las empresas compradoras, lo que apunta a un proceso de convergencia de las normas sobre gobierno corporativo (véanse S. Rossi y P. Volpin (2004), «Cross-country determinants of mergers and acquisitions», *Journal of Financial Economics* 74, pp. 277-304, y A. Bris y C. Cabolis (2008), «The value of investor protection: Firm evidence from cross border mergers», *Review of Financial Studies*, pp. 605-48).

33 Véase el Acuerdo de Cooperación entre autoridades supervisoras, bancos centrales y Ministerios de Finanzas de la Unión Europea sobre estabilidad financiera transfronteriza, junio 2008.

cioso, ya que pueden reducir las barreras a la información y actuar de puente entre países y empresas. En este contexto, las políticas públicas pueden desempeñar un papel activo y ayudar a eliminar los obstáculos a la propiedad internacional de los bancos, que, actualmente, están relacionados sobre

todo con la presencia de barreras a la información. La actividad de fusiones y adquisiciones transfronterizas en el sector bancario sigue siendo elevada, lo que requerirá, a su vez, el fortalecimiento de la cooperación entre las autoridades de supervisión financiera en Europa.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro **S5**

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO EL 1 DE ENERO DE 2008 CON LA INCORPORACIÓN DE CHIPRE Y MALTA

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2008 se refieren a la Euro-15 (la zona del euro, que incluye Chipre y Malta) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas de la zona del euro comprenden los Estados miembros de la UE que hubieran adoptado el euro en el momento al que hacen referencia las estadísticas, lo que, cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el 2001, el 2007 y el 2008, calculadas tomando como base los años 2000, 2006 y 2007, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de Grecia, Eslovenia y Chipre y Malta, respectivamente, a la zona del euro. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Chipre y Malta pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>).

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Tipo al contado a 10 años ³⁾ (porcentaje, fin de período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,2	3,08	3,91
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2007 IV	5,9	10,7	12,0	-	11,1	19,5	4,72	4,38
2008 I	3,8	10,3	11,2	-	11,1	20,4	4,48	4,13
II	2,3	10,0	10,0	-	10,5	17,7	4,86	4,73
III	.	.	.	-	.	.	4,98	4,34
2008 Abr	2,4	10,3	10,3	10,1	10,7	18,4	4,78	4,32
May	2,3	10,1	10,0	10,0	10,5	17,4	4,86	4,52
Jun	1,5	9,5	9,5	9,6	9,9	17,6	4,94	4,73
Jul	0,2	9,1	9,1	9,2	9,4	16,7	4,96	4,53
Ago	0,2	8,9	8,8	.	8,8	.	4,97	4,34
Sep	.	.	.	.	.	.	5,02	4,34

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	2,2	5,1	2,5	2,8	4,0	83,2	1,6	8,3
2007	2,1	2,8	2,6	2,6	3,4	84,2	1,8	7,4
2008 I	3,4	5,4	3,5	2,1	2,5	83,9	1,6	7,2
II	3,6	7,1	2,7	1,4	0,9	83,3	1,2	7,3
III	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 Abr	3,3	6,2	-	-	4,0	83,8	-	7,3
May	3,7	7,1	-	-	-0,4	-	-	7,3
Jun	4,0	8,1	-	-	-0,7	-	-	7,3
Jul	4,0	9,2	-	-	-1,8	82,7	-	7,3
Ago	3,8	.	-	-	.	.	-	.
Sep	3,6	.	-	-	.	.	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-24 ⁴⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6		7
1	2	3	4	5	6	7	8	
2006	7,9	19,2	-144,7	266,3	325,8	103,6	104,6	1,2556
2007	40,5	55,6	-117,3	235,7	347,4	107,7	108,3	1,3705
2007 IV	16,7	9,7	-4,3	-62,3	347,4	110,5	111,2	1,4486
2008 I	-9,6	-2,9	-104,8	73,4	356,3	112,7	113,1	1,4976
II	-23,8	4,1	-54,3	70,5	353,9	115,7	115,7	1,5622
III	.	.	.	.	.	113,7	113,3	1,5050
2008 Abr	-6,8	4,2	-22,4	-3,7	348,7	116,0	116,1	1,5751
May	-17,8	-3,3	-8,8	22,2	349,2	115,5	115,5	1,5557
Jun	0,9	3,1	-23,1	51,9	353,9	115,4	115,4	1,5553
Jul	-0,2	0,9	-14,5	-4,6	355,6	115,8	115,5	1,5770
Ago	.	.	.	.	350,8	113,5	113,2	1,4975
Sep	.	.	.	.	.	111,6	111,3	1,4370

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.

- Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las Notas Técnicas para más detalles.
- M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- Basado en las curvas de rendimientos de la deuda pública de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA.
- Véanse las Notas Generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

1. Activo

	2008 5 septiembre	2008 12 septiembre	2008 19 septiembre	2008 26 septiembre
Oro y derechos en oro	208.221	208.180	208.125	208.111
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	135.220	134.731	131.150	134.408
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	55.545	55.552	85.500	103.153
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	15.043	15.500	16.078	15.042
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	460.002	476.501	450.269	487.311
Operaciones principales de financiación	160.000	176.501	150.001	180.001
Operaciones de financiación a plazo más largo	300.000	299.998	299.005	300.516
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	1	0	1.260	6.788
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	2	3	6
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	37.582	40.638	43.475	46.408
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	109.728	110.010	110.310	111.284
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	37.457	37.457	37.474	37.474
Otros activos	382.221	379.157	378.204	375.357
Total activo	1.441.019	1.457.726	1.460.585	1.518.548

2. Pasivo

	2008 5 septiembre	2008 12 septiembre	2008 19 septiembre	2008 26 septiembre
Billetes en circulación	684.637	682.677	681.310	681.659
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	210.822	229.770	215.097	243.461
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	210.738	229.709	213.293	215.393
Facilidad de depósito	81	55	1.801	28.059
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	3	6	3	9
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	140	141	142	318
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	68.458	67.450	54.424	62.326
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	78.980	78.334	108.386	127.464
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	1.335	1.037	1.528	2.136
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	17.329	17.237	15.261	16.068
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.120	5.120	5.120	5.120
Otros pasivos	150.158	151.918	155.271	155.952
Cuentas de revalorización	152.364	152.364	152.364	152.364
Capital y reservas	71.676	71.678	71.682	71.680
Total pasivo	1.441.019	1.457.726	1.460.585	1.518.548

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde ¹⁾	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable		
			Tipo fijo	Tipo mínimo de puja			
	Nivel	Variación	Nivel	Nivel	Variación	Nivel	Variación
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Ene	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

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.

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2008 4 Jun	210.100	336	153.000	4,00	4,17	4,22	7
11	202.780	343	191.000	4,00	4,03	4,18	7
18	224.290	425	188.000	4,00	4,03	4,13	7
25	243.286	439	208.000	4,00	4,07	4,25	7
2 Jul	254.664	433	154.500	4,00	4,10	4,15	7
9	263.642	400	175.000	4,25	4,32	4,37	7
16	265.931	440	155.000	4,25	4,34	4,36	7
23	268.193	461	175.500	4,25	4,35	4,38	7
30	247.409	430	166.000	4,25	4,38	4,42	7
6 Ago	241.886	424	160.000	4,25	4,38	4,41	7
13	233.394	430	176.000	4,25	4,37	4,40	7
20	228.735	454	151.000	4,25	4,38	4,40	7
27	226.453	424	167.000	4,25	4,39	4,42	7
3 Sep	226.254	411	160.000	4,25	4,39	4,41	7
10	223.273	422	176.500	4,25	4,39	4,41	7
17	328.662	533	150.000	4,25	4,53	4,58	7
24	334.044	506	180.000	4,25	4,73	4,78	7
1 Oct	228.012	419	190.000	4,25	4,65	4,96	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2008 3 Abr	103.109	177	25.000	-	4,55	4,61	189
2 May	101.175	177	50.000	-	4,67	4,75	90
22	86.628	138	50.000	-	4,50	4,68	84
29	97.744	171	50.000	-	4,51	4,62	91
12 Jun	99.781	128	50.000	-	4,60	4,72	91
26	89.836	174	50.000	-	4,50	4,67	91
10 Jul	74.579	141	25.000	-	4,93	5,03	182
31	107.684	189	50.000	-	4,70	4,76	91
14 Ago	78.920	124	50.000	-	4,61	4,74	91
28	77.216	191	50.000	-	4,60	4,74	91
11 Sep	69.500	114	50.000	-	4,45	4,66	91
25	154.577	246	50.000	-	4,98	5,11	84
30	141.683	210	120.000	-	4,36	4,88	38

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 marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 15 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	45.712	28	20.000	4,00	-	-	-	1
12 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	29.155	22	16.000	4,00	-	-	-	1
11 Mar	Operaciones temporales	45.085	32	9.000	-	4,00	4,13	4,14	1
20	Operaciones temporales	65.810	44	15.000	-	4,00	4,13	4,20	5
31	Operaciones temporales	30.720	25	15.000	-	4,00	4,06	4,13	1
15 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	14.880	7	14.880	4,00	-	-	-	1
13 May	Captación de depósitos a plazo fijo	32.465	29	23.500	4,00	-	-	-	1
10 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	18.505	15	14.000	4,00	-	-	-	1
8 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	14.585	12	14.585	4,00	-	-	-	1
12 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	22.630	10	21.000	4,25	-	-	-	1
9 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	20.145	17	20.145	4,25	-	-	-	1
15	Operaciones temporales	90.270	51	30.000	-	4,25	4,30	4,39	1
16	Operaciones temporales	102.480	56	70.000	-	4,25	4,32	4,40	1
18	Operaciones temporales	49.330	43	25.000	-	4,25	4,30	4,39	1
24	Operaciones temporales	50.335	36	40.000	-	4,25	4,25	4,35	1

Fuente: BCE.

- 1) Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.
- 2) 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.
- 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.
- 4) En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1	
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	
2008 I	17.703,3	9.551,7	840,2	2.126,0	1.558,4	3.627,1	
2008 Abr	17.956,0	9.762,0	856,2	2.135,6	1.562,3	3.640,0	
May	18.092,7	9.817,8	910,6	2.156,1	1.548,9	3.659,3	
Jun	17.971,8	9.775,4	916,3	2.172,4	1.439,4	3.668,1	
Jul	18.037,4	9.827,2	938,2	2.175,7	1.407,4	3.688,9	

2. Reservas mantenidas

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

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ²⁾	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2008 15 Ene	343,8	255,7	268,8	0,3	0,0	1,1	68,4	668,2	46,4	-116,4	200,9	870,2
12 Feb	353,6	173,8	268,5	0,2	0,0	0,4	0,6	651,7	51,7	-110,7	202,4	854,5
11 Mar	343,3	181,3	268,5	0,1	0,3	0,3	0,0	653,2	59,7	-125,0	205,3	858,7
15 Abr	349,4	181,5	278,6	0,1	2,6	0,6	0,4	662,1	66,4	-124,8	207,5	870,3
13 May	364,5	174,4	295,0	0,1	0,0	0,3	0,8	667,6	68,8	-112,2	208,6	876,6
10 Jun	375,0	172,8	287,9	0,3	0,0	0,2	0,5	671,4	67,3	-111,5	208,1	879,7
8 Jul	376,4	185,4	275,4	0,1	0,0	0,4	0,5	677,2	64,9	-118,3	212,7	890,3
12 Ago	374,5	166,3	299,3	0,1	0,0	0,3	0,6	686,1	61,3	-123,0	214,8	901,2
9 Sep	376,6	163,5	300,0	0,1	0,0	0,6	0,7	685,0	61,1	-121,2	214,0	899,5

Fuente: BCE.

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



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM						
Eurosistema															
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	645,9	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	949,8	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 I	2.017,8	965,9	19,4	0,7	945,9	278,5	235,9	1.004,0	2,3	40,3	-	16,2	383,3	15,2	358,6
2008 Abr	2.012,4	951,4	18,8	0,7	931,9	278,9	235,1	1.032,0	2,5	41,3	-	16,6	375,3	16,0	374,3
2008 May	2.009,4	934,9	18,8	0,7	915,4	280,0	236,3	1.075,2	2,4	41,3	-	16,5	376,6	16,0	385,4
2008 Jun	2.098,6	1.010,6	18,5	0,7	991,5	277,5	234,7	1.098,5	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	1.126,6	2,5	39,8	-	15,4	385,6	16,1	400,1
2008 Ago ^(p)	2.147,1	1.048,3	18,4	0,7	1.029,2	279,0	236,8	1.126,6	2,4	39,8	-	15,5	456,5	16,1	331,8
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	16.904,9	956,1	10.159,8	5.789,0	3.880,9	1.194,1	949,8	1.737,0	93,5	1.296,2	4.872,9	206,0	2.192,4	
2008 I	30.229,2	17.251,6	958,0	10.456,3	5.837,3	4.035,2	1.215,7	1.004,0	1.815,4	100,5	1.312,3	4.974,2	198,4	2.357,0	
2008 Abr	30.533,1	17.439,2	971,0	10.533,1	5.935,2	4.096,1	1.224,2	1.032,0	1.839,9	99,8	1.371,9	5.075,5	199,1	2.251,4	
2008 May	30.897,6	17.618,7	963,3	10.598,0	6.057,4	4.172,7	1.227,4	1.056,2	1.889,1	98,7	1.384,2	5.059,8	199,7	2.363,7	
2008 Jun	30.739,7	17.633,5	975,7	10.659,0	5.998,7	4.181,5	1.217,4	1.075,2	1.888,9	98,3	1.308,3	4.894,0	201,4	2.422,8	
2008 Jul	30.754,7	17.691,1	972,2	10.718,9	6.000,0	4.239,0	1.222,0	1.098,5	1.918,5	97,8	1.328,9	4.931,3	201,6	2.265,0	
2008 Ago ^(p)	31.009,7	17.734,6	970,3	10.720,3	6.044,1	4.284,4	1.227,3	1.126,6	1.930,6	98,3	1.325,1	5.038,1	202,0	2.327,1	

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
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 I	2.017,8	681,9	703,2	60,4	20,8	622,0	-	0,1	246,5	70,3	315,9
2008 Abr	2.012,4	690,5	682,9	66,9	23,1	592,9	-	0,1	237,9	81,4	319,7
2008 May	2.009,4	692,8	656,3	44,4	25,0	586,9	-	0,1	239,1	95,6	325,5
2008 Jun	2.098,6	699,7	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
2008 Ago ^(p)	2.147,1	704,8	766,9	67,5	14,8	684,7	-	0,1	243,8	178,8	252,7
IFM, excluido el Eurosistema											
2006	25.950,2	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	698,3	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.306,2
2007	29.446,8	-	15.082,4	127,1	8.865,9	6.089,4	754,1	4.645,2	1.678,9	4.533,2	2.753,0
2008 I	30.229,2	-	15.299,2	139,6	9.010,7	6.148,8	843,0	4.683,6	1.713,7	4.763,7	2.926,1
2008 Abr	30.533,1	-	15.479,2	130,8	9.100,4	6.248,0	852,1	4.711,9	1.721,5	4.929,4	2.839,0
2008 May	30.897,6	-	15.653,5	129,7	9.171,8	6.352,1	854,8	4.793,6	1.727,8	4.967,2	2.900,6
2008 Jun	30.739,7	-	15.654,3	155,9	9.216,2	6.282,2	831,7	4.806,0	1.727,1	4.790,3	2.930,4
2008 Jul	30.754,7	-	15.644,6	119,6	9.232,4	6.292,6	840,7	4.852,5	1.748,5	4.829,8	2.838,5
2008 Ago ^(p)	31.009,7	-	15.724,3	119,3	9.255,5	6.349,6	855,5	4.877,1	1.753,2	4.935,7	2.863,9

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total 1	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 8	Activos frente a no residentes en la zona del euro 9	Activo fijo 10	Resto de activos 11
		Total 2	AAPP 3	Otros residentes en la zona del euro 4	Total 5	AAPP 6	Otros residentes en la zona del euro 7				
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	22.330,8	11.134,3	973,9	10.160,4	2.371,0	1.419,2	951,8	884,3	5.246,5	221,1	2.473,5
2008 I	23.000,9	11.434,3	977,4	10.457,0	2.457,9	1.451,7	1.006,3	870,8	5.357,5	213,6	2.666,7
2008 Abr	23.185,5	11.523,5	989,8	10.533,7	2.493,8	1.459,3	1.034,5	925,7	5.450,8	215,1	2.576,6
May	23.375,8	11.580,7	982,1	10.598,6	2.522,3	1.463,6	1.058,7	918,7	5.436,4	215,7	2.702,0
Jun	23.310,0	11.653,9	994,2	10.659,7	2.529,8	1.452,1	1.077,7	861,0	5.275,4	217,3	2.772,6
Jul	23.297,6	11.710,2	990,7	10.719,5	2.557,9	1.456,9	1.101,0	878,9	5.316,9	217,7	2.616,0
Ago ^(p)	23.506,3	11.709,7	988,7	10.721,0	2.593,1	1.464,0	1.129,0	880,6	5.494,6	218,1	2.610,2
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	2.593,8	1.016,7	-9,7	1.026,4	229,5	-46,8	276,3	60,1	792,5	-0,5	495,4
2008 I	763,8	264,1	0,7	263,5	80,1	24,0	56,1	-9,3	261,3	-8,7	176,3
II	346,9	231,4	16,7	214,6	88,7	14,0	74,7	-3,0	-72,8	3,6	99,0
2008 Abr	179,6	93,1	12,2	80,9	40,0	11,3	28,7	53,9	82,6	1,5	-91,4
May	188,6	59,2	-7,7	66,9	32,4	8,6	23,8	-6,3	-21,0	0,6	123,8
Jun	-21,4	79,0	12,2	66,9	16,3	-5,9	22,2	-50,5	-134,4	1,6	66,6
Jul	-23,6	59,0	-3,5	62,6	23,5	1,0	22,5	19,2	31,8	0,4	-157,6
Ago ^(p)	106,4	-13,1	-2,2	-10,8	27,3	3,0	24,3	1,1	18,9	0,4	71,7

2. Pasivo

	Total 1	Efectivo en circulación 2	Depósitos de la Administración Central 3	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes 4	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾ 5	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾ 6	Capital y reservas 7	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro 8	Resto de pasivos 9	Discrepancias de pasivos entre IFM 10
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	22.330,8	638,5	151,0	8.885,0	660,4	2.866,8	1.487,6	4.599,2	3.083,3	-41,2
2008 I	23.000,9	632,9	200,0	9.031,5	742,2	2.828,0	1.502,5	4.834,0	3.242,0	-12,3
2008 Abr	23.185,5	641,3	197,7	9.123,5	752,0	2.830,9	1.496,6	5.010,7	3.158,7	-26,2
May	23.375,8	645,7	174,1	9.196,8	755,8	2.863,2	1.484,9	5.062,8	3.226,2	-33,9
Jun	23.310,0	652,1	211,1	9.240,8	733,1	2.876,8	1.504,8	4.889,0	3.256,6	-54,7
Jul	23.297,6	658,7	180,9	9.249,9	742,6	2.894,3	1.525,6	4.931,9	3.164,0	-50,7
Ago ^(p)	23.506,3	656,1	186,8	9.270,3	756,9	2.906,8	1.537,1	5.114,5	3.116,6	-39,0
Operaciones										
2006	1.997,5	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,4	601,6	252,2	45,3
2007	2.593,8	45,8	-13,3	835,1	54,5	270,2	163,1	778,8	467,6	-8,1
2008 I	763,8	-6,7	46,6	116,8	53,3	-12,2	22,3	344,6	137,6	61,5
II	346,9	19,2	10,8	208,0	-8,7	53,3	22,3	56,0	23,2	-37,4
2008 Abr	179,6	8,5	-2,3	88,7	10,4	1,7	6,1	155,9	-73,7	-15,8
May	188,6	4,4	-24,0	71,3	3,9	31,7	-7,6	48,8	66,0	-5,9
Jun	-21,4	6,4	37,1	48,0	-23,1	19,9	23,8	-148,8	30,9	-15,7
Jul	-23,6	6,6	-30,2	3,8	8,1	17,8	20,9	35,3	-90,8	4,8
Ago ^(p)	106,4	-2,7	5,8	7,8	14,2	-6,8	11,0	23,0	62,4	-8,5

Fuente: BCE.

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

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

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

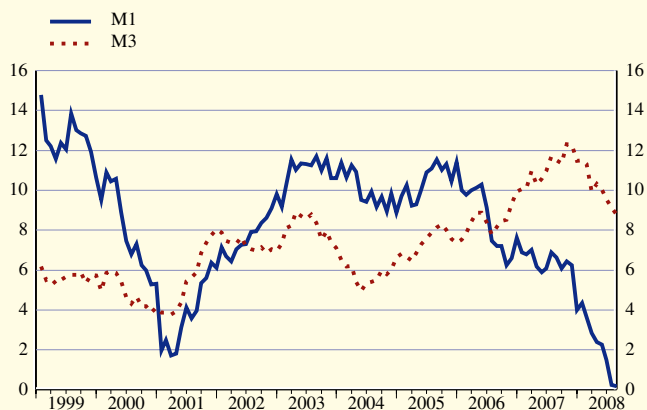
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios²⁾ y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Préstamos		10
										10		
Saldos vivos												
2006	3.686,1	2.953,0	6.639,1	1.101,5	7.740,6	-	5.434,1	2.321,3	10.644,4	9.171,5	634,3	
2007	3.835,4	3.504,0	7.339,4	1.310,2	8.649,6	-	5.977,8	2.417,2	12.027,2	10.176,4	627,1	
2008 I	3.853,1	3.666,1	7.519,2	1.337,7	8.856,9	-	5.972,2	2.420,6	12.335,5	10.460,4	541,5	
2008 Abr	3.839,1	3.767,9	7.607,0	1.335,7	8.942,8	-	6.002,6	2.434,6	12.424,5	10.524,0	473,2	
May	3.856,2	3.793,1	7.649,3	1.346,5	8.995,8	-	6.011,4	2.434,5	12.521,3	10.596,6	413,0	
Jun	3.841,6	3.828,7	7.670,4	1.356,8	9.027,1	-	6.024,2	2.430,3	12.558,6	10.630,6	377,8	
Jul	3.817,0	3.913,1	7.730,1	1.361,2	9.091,3	-	6.061,9	2.441,0	12.666,4	10.685,2	370,7	
Ago ^(p)	3.831,3	3.956,2	7.787,5	1.361,2	9.148,7	-	6.114,6	2.465,6	12.792,6	10.751,9	386,6	
Operaciones												
2006	261,2	309,8	571,0	130,9	701,9	-	427,7	-114,7	1.105,8	898,6	200,6	
2007	147,4	523,4	670,8	219,9	890,7	-	489,5	-60,1	1.369,9	1.031,7	13,1	
2008 I	12,1	137,1	149,2	0,5	149,8	-	26,7	-7,9	281,0	251,0	-45,0	
II	-12,7	164,0	151,3	21,7	173,0	-	72,8	22,9	245,0	182,0	-155,4	
2008 Abr	-14,7	101,0	86,3	-1,4	84,9	-	39,4	17,4	92,5	67,7	-58,2	
May	15,4	25,0	40,4	10,0	50,5	-	13,0	4,3	99,0	74,6	-63,5	
Jun	-13,4	38,0	24,5	13,0	37,5	-	20,3	1,2	53,4	39,7	-33,7	
Jul	-26,3	81,2	54,8	4,5	59,3	-	36,3	7,0	111,1	57,3	-9,3	
Ago ^(p)	10,2	37,1	47,3	0,8	48,1	-	29,8	20,2	109,5	54,4	16,7	
Tasas de crecimiento												
2006 Dic	7,6	11,7	9,4	13,3	9,9	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,6	
2007 Dic	4,0	17,7	10,1	20,0	11,5	11,8	9,0	-2,6	12,8	11,2	13,1	
2008 Mar	2,8	18,1	9,7	11,0	9,9	10,5	6,4	-1,9	12,3	10,9	-157,4	
2008 Abr	2,4	19,8	10,3	10,5	10,3	10,1	6,4	-0,3	12,1	10,7	-186,1	
May	2,3	19,4	10,1	9,8	10,0	10,0	6,4	-1,9	12,0	10,5	-244,6	
Jun	1,5	19,0	9,5	9,8	9,5	9,6	5,7	-0,9	11,1	9,9	-288,1	
Jul	0,2	19,5	9,1	9,3	9,1	9,2	5,4	-0,1	11,0	9,4	-301,2	
Ago ^(p)	0,2	19,0	8,9	8,3	8,8	.	5,5	1,5	10,8	8,8	-250,0	

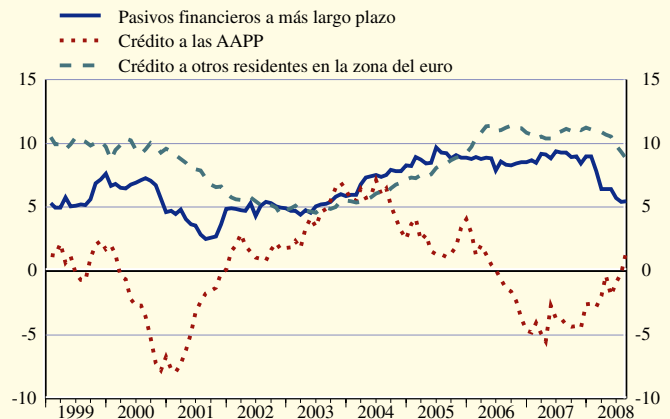
C1 Agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central (M1, M2, M3: véase el Glosario).
- En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

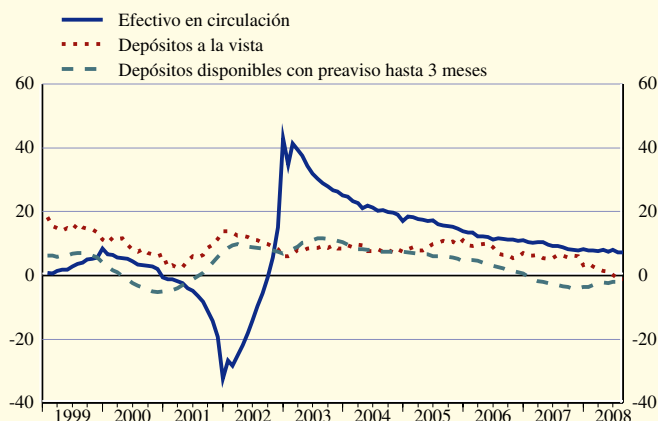
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2006	578,4	3.107,7	1.401,0	1.552,0	266,1	636,9	198,5	2.399,6	102,2	1.655,0	1.277,3
2007	625,8	3.209,6	1.968,7	1.535,3	307,4	686,6	316,2	2.561,0	119,6	1.813,5	1.483,7
2008 I	638,0	3.215,0	2.124,6	1.541,5	308,7	746,6	282,4	2.545,9	119,4	1.813,7	1.493,1
2008 Abr	644,8	3.194,4	2.224,8	1.543,1	323,7	743,8	268,2	2.562,8	118,7	1.817,9	1.503,1
May	643,7	3.212,5	2.256,5	1.536,6	316,8	739,5	290,2	2.566,7	117,6	1.829,7	1.497,4
Jun	649,7	3.191,9	2.292,0	1.536,7	340,6	728,1	288,1	2.572,3	116,9	1.832,7	1.502,1
Jul	649,7	3.167,3	2.383,0	1.530,1	346,4	726,8	288,0	2.593,3	116,4	1.833,5	1.518,7
Ago ^(p)	653,8	3.177,5	2.428,3	1.527,9	336,5	744,7	280,1	2.620,5	115,4	1.841,2	1.537,5
Operaciones											
2006	57,3	203,9	300,5	9,3	30,9	30,0	70,0	217,2	15,4	138,1	57,0
2007	46,9	100,4	579,4	-55,9	43,3	58,6	118,0	152,3	9,9	164,5	162,8
2008 I	11,2	1,0	136,4	0,7	1,3	31,2	-31,9	9,7	-1,5	1,8	16,7
II	11,7	-24,3	168,8	-4,8	31,9	-18,1	7,9	28,6	-2,5	17,6	29,0
2008 Abr	6,8	-21,4	99,5	1,5	15,0	-2,2	-14,1	15,7	-0,7	2,5	22,0
May	-1,0	16,5	31,5	-6,5	-6,9	-4,2	21,1	4,1	-1,2	11,6	-1,6
Jun	6,0	-19,4	37,8	0,1	23,8	-11,7	0,9	8,9	-0,7	3,5	8,6
Jul	0,0	-26,3	88,3	-7,2	5,7	-2,7	1,5	19,7	-0,5	0,3	16,7
Ago ^(p)	4,1	6,1	39,4	-2,4	-10,0	17,8	-7,0	7,1	-1,1	5,5	18,3
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	41,3	-3,6	16,3	9,2	59,4	6,3	9,6	9,9	12,5
2008 Mar	7,7	1,9	39,2	-2,5	11,4	8,1	18,0	3,9	3,5	7,1	10,5
2008 Abr	8,0	1,3	41,6	-2,2	17,8	6,8	11,8	3,8	1,9	6,5	11,5
May	7,5	1,3	40,5	-2,4	17,1	4,8	15,1	3,3	0,5	6,2	12,9
Jun	8,0	0,3	38,7	-2,0	18,4	2,1	21,6	2,8	-0,8	5,5	12,0
Jul	7,1	-1,1	39,0	-2,1	17,2	1,0	23,7	3,1	-2,2	4,6	11,5
Ago ^(p)	7,2	-1,2	37,2	-1,8	16,7	4,1	9,6	2,8	-3,4	4,6	12,3

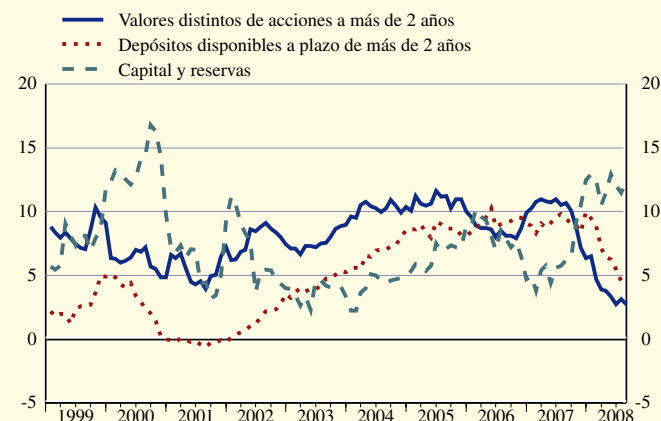
C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

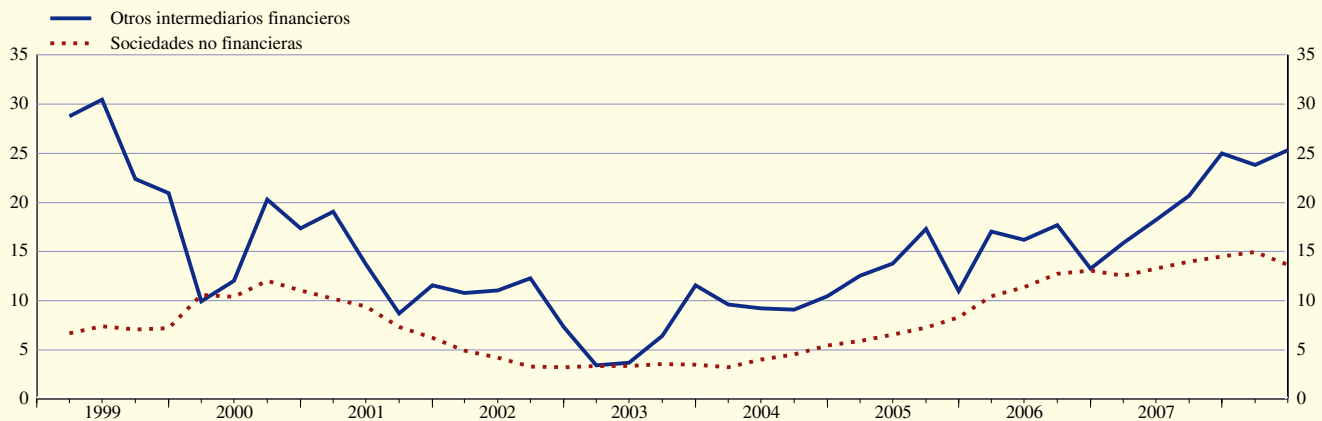
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras³⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ⁴⁾		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	Hasta 1 año 2	3	Hasta 1 año 4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007	95,1	70,6	867,9	526,3	4.388,7	1.276,5	858,9	2.253,3
2008 I	102,8	79,0	943,3	595,0	4.547,6	1.328,9	898,3	2.320,4
2008 Abr	101,0	76,4	968,7	618,2	4.590,8	1.337,8	904,2	2.348,8
May	104,4	80,2	988,9	632,7	4.618,6	1.338,3	910,9	2.369,5
Jun	103,5	79,3	995,8	623,7	4.670,1	1.365,3	925,5	2.379,3
Jul	101,4	78,0	998,6	611,2	4.713,7	1.376,8	935,1	2.401,9
Ago ^(p)	100,2	76,0	984,8	594,1	4.721,3	1.360,4	941,8	2.419,1
Operaciones								
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007	14,0	15,8	175,4	113,5	556,3	144,9	155,7	255,7
2008 I	7,9	8,6	77,7	69,8	139,1	50,0	36,2	52,9
II	0,7	0,3	51,4	27,3	130,5	39,1	30,9	60,5
2008 Abr	-1,9	-2,7	23,0	21,0	47,6	10,6	8,5	28,6
May	3,4	3,8	20,1	14,4	28,6	0,8	7,0	20,9
Jun	-0,8	-0,9	8,3	-8,1	54,2	27,8	15,4	11,1
Jul	-2,2	-1,3	1,2	-13,2	46,8	11,8	10,2	24,8
Ago ^(p)	-1,6	-2,3	-17,1	-19,7	0,2	-18,6	5,6	13,2
Tasas de crecimiento								
2006 Dic	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 Dic	16,8	28,5	25,0	27,0	14,5	12,7	22,0	12,8
2008 Mar	6,3	10,8	23,8	24,0	15,0	14,0	22,3	12,9
2008 Abr	-2,7	-3,4	23,1	24,5	14,9	13,1	21,8	13,4
May	-2,5	-2,2	26,6	30,0	14,2	12,5	19,9	13,1
Jun	-4,6	-4,6	25,3	25,6	13,6	12,0	19,9	12,3
Jul	-7,5	-7,4	23,8	22,0	13,1	11,2	19,0	11,9
Ago ^(p)	-8,2	-10,9	20,4	17,8	12,6	10,7	18,0	11,7

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

4) Esta categoría incluye fondos de inversión.

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

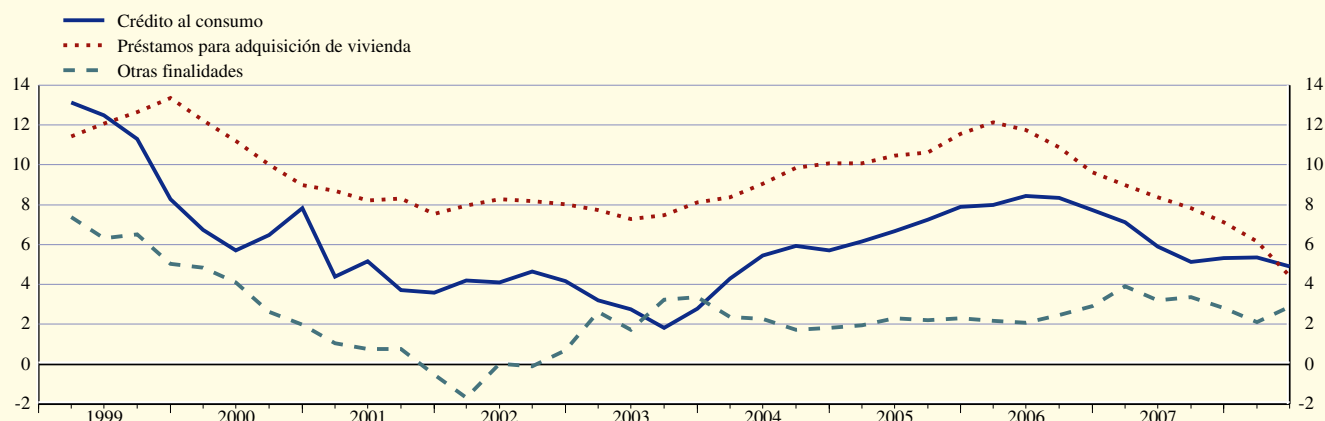
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares³⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2006	4.537,0	586,5	135,3	202,7	248,5	3.212,1	15,6	72,1	3.124,5	738,4	146,2	101,5	490,7
2007	4.808,1	617,9	137,6	203,7	276,6	3.436,9	15,9	73,8	3.347,2	753,4	147,5	104,0	501,8
2008 I	4.862,7	623,9	136,5	203,0	284,4	3.478,0	16,1	73,3	3.388,7	760,7	147,0	105,3	508,5
2008 Abr	4.872,6	627,9	136,1	204,6	287,2	3.486,3	16,1	73,1	3.397,1	758,4	145,6	102,6	510,3
May	4.886,0	628,5	136,3	204,0	288,2	3.498,8	15,8	73,1	3.409,9	758,6	144,3	102,1	512,2
Jun	4.889,5	635,4	139,3	205,4	290,7	3.484,8	16,0	73,4	3.395,4	769,3	152,9	102,5	513,9
Jul	4.905,1	636,0	138,7	204,6	292,7	3.503,8	16,0	73,5	3.414,3	765,3	147,0	102,3	516,1
Ago ^(p)	4.914,1	633,1	136,9	203,7	292,6	3.515,8	16,1	73,3	3.426,5	765,1	147,0	100,8	517,3
Operaciones													
2006	345,3	42,6	8,2	4,8	29,5	281,8	1,5	4,6	275,8	20,9	1,4	3,8	15,7
2007	280,6	31,3	3,6	1,1	26,7	228,5	0,9	2,3	225,3	20,8	1,7	4,4	14,7
2008 I	38,7	2,3	-1,7	-1,9	5,9	33,1	0,0	-0,7	33,7	3,3	-1,4	0,6	4,0
II	31,9	11,6	2,9	2,7	6,0	8,7	-0,1	0,2	8,6	11,7	6,3	-1,8	7,1
2008 Abr	12,1	4,3	-0,3	1,7	3,0	8,9	0,0	-0,2	9,1	-1,1	-1,3	-2,1	2,3
May	14,7	0,4	0,3	-0,6	0,7	13,1	-0,2	0,0	13,3	1,1	-1,2	-0,2	2,5
Jun	5,1	6,8	3,0	1,5	2,4	-13,4	0,2	0,3	-13,9	11,7	8,8	0,6	2,3
Jul	16,8	0,9	-0,5	-0,6	2,1	19,5	0,0	0,1	19,4	-3,7	-5,8	-0,3	2,4
Ago ^(p)	7,6	-2,8	-1,9	-0,9	-0,1	10,9	0,1	-0,2	11,0	-0,5	-0,1	-1,5	1,2
Tasas de crecimiento													
2006 Dic	8,2	7,7	6,5	2,4	13,2	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 Dic	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,8	1,2	4,4	3,0
2008 Mar	5,4	5,4	3,9	-0,1	10,4	6,2	2,5	2,0	6,3	2,1	-0,2	4,3	2,3
2008 Abr	5,2	5,4	2,6	0,8	10,3	6,0	4,9	1,7	6,1	2,1	-0,2	1,9	2,8
May	4,9	5,0	2,9	-0,1	10,1	5,6	2,3	1,4	5,7	2,0	-0,4	1,3	2,9
Jun	4,2	4,9	3,7	0,0	9,3	4,4	0,1	1,2	4,5	2,9	2,1	0,8	3,5
Jul	4,0	4,3	2,4	-0,5	9,1	4,3	1,1	0,8	4,4	2,6	0,7	-0,1	3,7
Ago ^(p)	3,9	3,9	1,7	-0,6	8,5	4,1	1,4	0,4	4,2	2,6	2,3	-1,7	3,5

C6 Préstamos a hogares²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

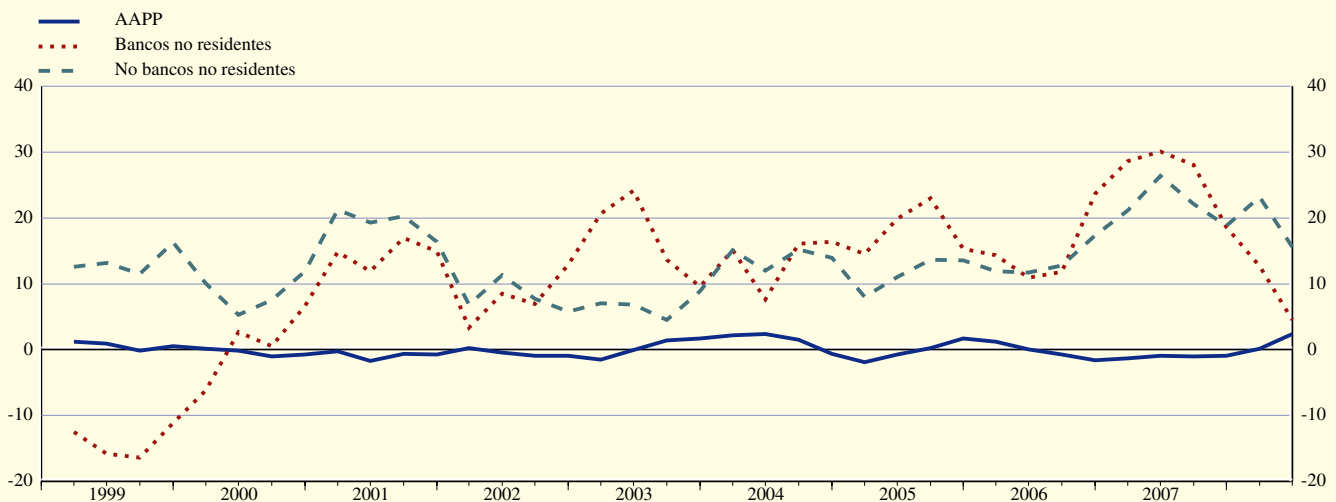
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 III	794,0	92,7	213,9	446,0	41,4	3.302,8	2.354,1	948,7	61,3	887,4
IV	956,1	213,4	217,6	495,7	29,4	3.295,2	2.337,8	957,4	59,8	897,5
2008 I	958,0	210,6	212,8	497,3	37,2	3.413,5	2.394,8	1.018,7	61,6	957,1
II ^(p)	975,7	218,9	215,2	501,9	39,7	3.310,3	2.296,8	1.013,5	60,3	953,2
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	542,0	382,0	160,1	0,3	159,8
2007 III	-4,2	-2,8	-5,0	-0,2	3,8	77,5	57,5	20,0	1,2	18,7
IV	8,0	7,1	3,8	9,2	-12,0	56,8	23,2	33,7	-0,1	33,8
2008 I	0,7	-3,3	-4,8	1,0	7,8	215,4	121,6	93,6	3,0	90,6
II ^(p)	17,7	8,2	2,1	4,8	2,5	-100,3	-96,6	-3,6	-1,3	-2,3
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 Sep	-1,0	-7,8	-6,3	1,9	16,0	26,3	28,0	22,1	-2,0	24,2
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	15,6	12,7	23,2	10,2	24,1
Jun ^(p)	2,4	6,8	-1,8	3,2	5,6	7,7	4,5	15,7	4,7	16,4

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

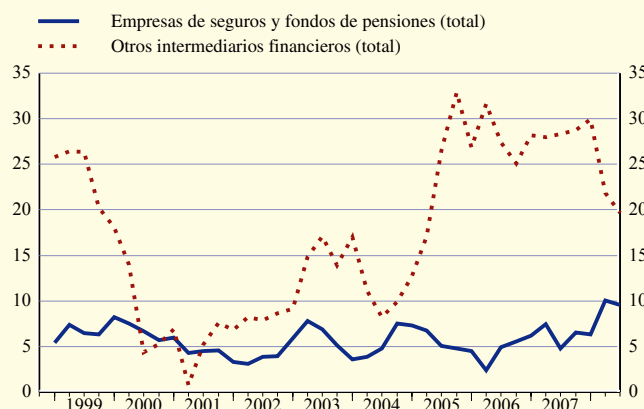
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007	687,8	71,1	68,9	525,1	0,8	1,1	20,9	1.472,7	312,3	348,0	652,8	12,2	0,3	147,1
2008 I	723,3	81,8	83,9	532,6	1,6	1,6	21,9	1.526,2	333,2	361,1	648,8	13,2	0,2	169,6
2008 Abr	722,4	74,9	87,7	534,2	1,4	1,6	22,6	1.560,4	312,4	395,6	656,3	14,1	0,2	181,8
May	718,7	69,6	88,8	535,6	1,3	1,6	21,7	1.580,1	321,4	391,2	672,0	12,7	0,2	182,6
Jun	717,4	73,6	83,6	537,5	1,4	1,6	19,8	1.599,5	335,2	386,5	682,4	12,0	0,2	183,2
Jul	716,7	69,6	86,0	538,3	1,3	1,6	20,1	1.604,3	299,7	428,8	683,1	14,1	0,2	178,4
Ago ⁴⁾	713,1	66,6	85,5	538,7	1,2	1,6	19,5	1.616,3	288,8	448,2	681,9	12,9	0,1	184,3
Operaciones														
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007	41,4	0,8	11,7	33,4	-0,2	-0,3	-4,1	341,1	32,7	98,9	183,7	1,7	0,1	24,1
2008 I	33,2	10,5	13,9	7,4	0,2	0,2	1,0	59,9	23,0	14,6	-0,7	1,0	-0,1	22,1
II	-5,8	-8,2	-0,2	4,9	-0,2	0,0	-2,1	70,3	0,2	25,2	32,5	-1,2	0,0	13,6
2008 Abr	-1,0	-6,9	3,8	1,6	-0,2	0,0	0,7	31,8	-21,1	34,1	5,8	0,8	0,0	12,2
May	-3,7	-5,3	1,1	1,5	-0,1	0,0	-0,9	17,5	7,1	-4,4	15,5	-1,4	0,0	0,8
Jun	-1,1	4,0	-5,1	1,9	0,1	0,0	-1,9	21,0	14,3	-4,5	11,2	-0,6	0,0	0,7
Jul	-0,8	-4,0	2,3	0,8	-0,1	0,0	0,3	2,7	-36,1	41,3	0,3	2,1	0,0	-4,8
Ago ⁴⁾	-4,1	-3,1	-0,8	0,4	-0,1	0,0	-0,6	6,2	-12,6	17,5	-3,2	-1,3	0,0	5,8
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 Mar	10,0	12,6	41,8	6,6	-17,7	-	-4,3	21,9	6,3	36,5	26,5	17,6	-	13,4
2008 Abr	8,7	6,6	37,5	6,3	-20,6	-	-7,3	22,9	2,6	44,4	23,9	24,2	-	20,8
May	9,3	6,5	45,5	6,0	-17,9	-	-5,3	21,9	2,6	44,0	22,2	11,5	-	21,5
Jun	9,6	13,4	42,2	5,7	-10,2	-	3,4	19,7	5,3	35,4	19,7	5,6	-	20,8
Jul	7,1	-4,1	38,3	5,5	-20,6	-	-3,2	17,9	-6,4	48,4	16,1	5,8	-	18,4
Ago ⁴⁾	7,3	8,4	23,4	5,6	-15,4	-	-5,9	18,8	-4,3	48,2	15,7	8,7	-	18,4

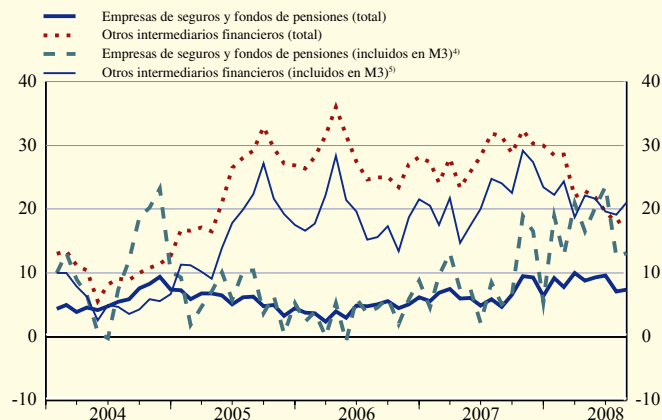
C8 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

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

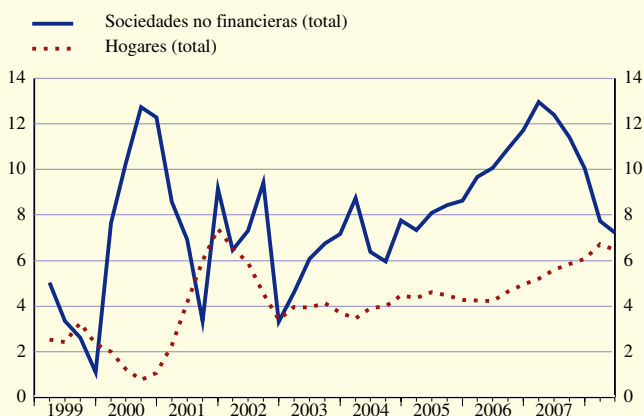
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 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 I	1.448,4	847,0	488,4	59,8	28,9	1,5	22,9	5.076,5	1.757,2	1.100,4	548,4	1.465,9	109,1	95,6
2008 Abr	1.458,7	837,9	510,2	60,4	27,8	1,4	21,0	5.119,4	1.771,5	1.133,9	543,9	1.464,9	107,8	97,5
May	1.477,1	853,3	512,5	61,2	27,5	1,4	21,3	5.148,2	1.777,9	1.159,3	539,8	1.463,0	106,4	101,8
Jun	1.481,7	866,1	502,3	61,7	27,3	1,4	22,9	5.162,8	1.783,7	1.179,5	534,9	1.460,4	105,7	98,6
Jul	1.469,3	842,8	512,2	63,2	26,2	1,4	23,4	5.186,8	1.768,9	1.224,6	531,3	1.449,7	105,2	107,2
Ago ^(p)	1.471,9	838,2	519,1	63,6	25,9	1,4	23,6	5.194,3	1.744,6	1.255,6	530,0	1.449,4	104,1	110,7
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 I	-27,5	-35,5	10,6	0,1	-1,9	-0,1	-0,8	59,2	-26,5	89,2	-14,2	5,1	-2,9	8,5
II	34,0	19,4	14,6	1,6	-1,5	-0,1	0,1	87,0	26,4	79,9	-13,4	-5,5	-3,3	3,0
2008 Abr	9,9	-9,2	21,5	0,6	-1,0	-0,1	-1,9	42,6	13,9	33,5	-4,5	-1,0	-1,3	1,9
May	18,3	15,4	2,2	0,8	-0,3	0,0	0,3	28,7	6,4	25,4	-4,1	-1,8	-1,4	4,2
Jun	5,8	13,2	-9,1	0,2	-0,2	0,0	1,7	15,6	6,0	21,0	-4,8	-2,6	-0,6	-3,2
Jul	-15,5	-24,3	8,4	1,5	-1,5	0,0	0,5	24,0	-14,9	45,1	-3,7	-10,7	-0,5	8,6
Ago ^(p)	-1,1	-6,2	5,0	0,1	-0,3	0,0	0,2	4,9	-24,8	29,0	-1,3	-0,4	-1,1	3,5
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 Mar	7,7	2,0	29,3	-10,8	-29,0	-1,3	-15,3	6,7	1,4	45,5	-7,6	-2,1	2,7	25,2
2008 Abr	8,6	0,6	34,7	-9,9	-28,5	-5,9	-14,2	7,0	1,1	45,9	-7,4	-1,8	1,2	28,4
May	8,0	1,3	30,9	-8,4	-29,2	-6,9	-21,0	7,2	1,3	45,7	-7,1	-1,7	0,1	29,3
Jun	7,2	0,8	28,5	-7,6	-26,5	-7,2	-13,0	6,5	-0,4	44,8	-7,3	-1,6	-1,1	26,8
Jul	6,1	0,4	23,3	-4,9	-28,0	-16,5	-8,4	6,9	-0,2	44,8	-7,2	-1,5	-2,2	29,8
Ago ^(p)	5,8	1,4	18,9	-4,9	-22,3	-17,4	-11,1	7,1	-0,1	43,5	-6,8	-1,3	-3,6	27,2

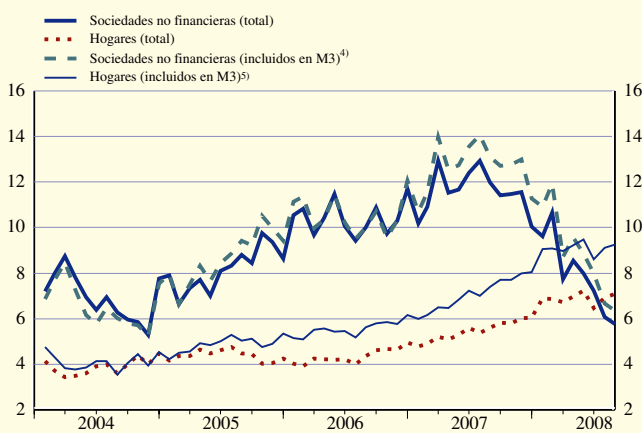
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

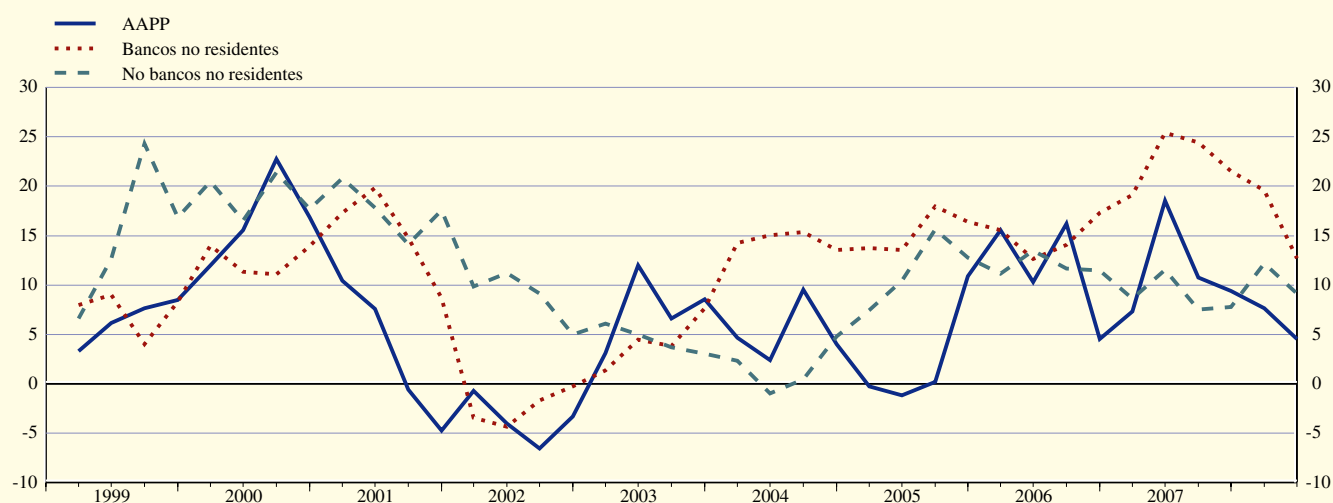
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	90,8	68,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 III	373,5	144,3	60,0	97,2	72,0	3.877,0	2.963,4	913,6	145,9	767,7
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	4.039,8	3.075,7	964,2	131,1	833,0
II ^(p)	410,7	155,9	56,5	112,4	85,9	4.019,8	3.038,6	981,2	132,0	849,2
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 III	-7,3	-26,1	16,1	2,0	0,6	130,2	120,7	9,4	10,8	-1,4
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	0,6	-1,0	279,1	220,4	58,7	-8,4	67,1
II ^(p)	34,8	16,0	6,8	4,8	7,1	-17,8	-35,1	17,4	0,9	16,5
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 Sep	10,7	-3,5	44,0	13,3	19,4	20,0	24,5	7,5	13,2	6,5
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	13,3	16,5	17,8	19,6	12,2	5,5	13,3
Jun ^(p)	4,5	-12,2	29,0	10,5	20,8	11,8	12,7	9,1	1,8	10,3

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

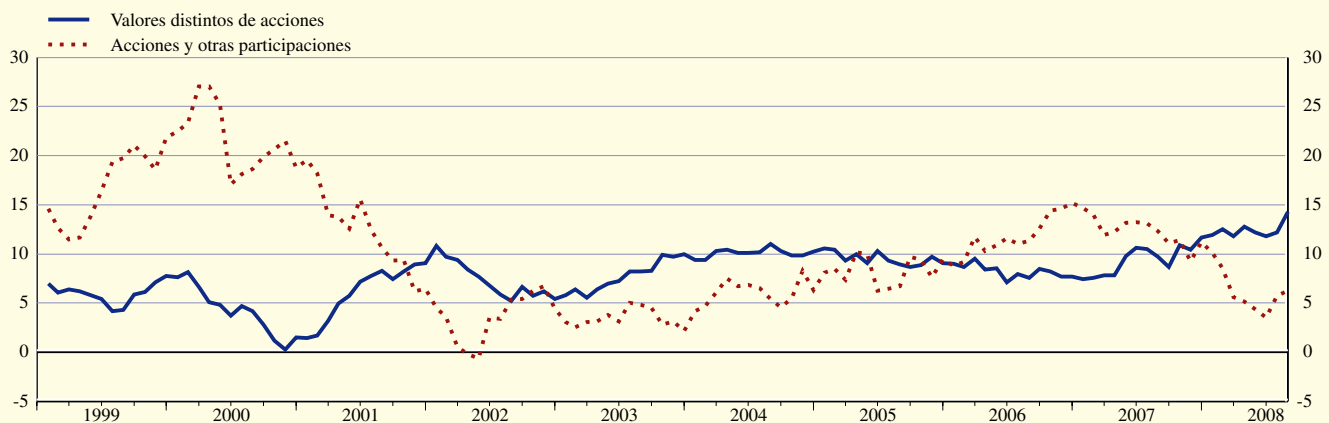
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2006	4.664,3	1.560,6	72,3	1.260,4	16,2	615,8	30,1	1.108,9	1.465,9	373,0	798,5	294,4
2007	5.113,7	1.652,9	84,0	1.177,5	16,6	916,5	33,4	1.232,8	1.639,9	424,8	871,4	343,7
2008 I	5.300,0	1.728,0	87,5	1.200,4	15,4	958,2	45,8	1.264,8	1.606,3	453,2	859,1	294,0
2008 Abr	5.382,3	1.748,0	91,9	1.208,1	16,0	983,0	49,0	1.286,2	1.670,7	458,3	913,7	298,7
May	5.477,8	1.790,0	99,1	1.212,7	14,7	1.007,1	49,1	1.305,1	1.682,9	477,5	906,7	298,7
Jun	5.471,4	1.790,5	98,4	1.202,3	15,2	1.027,2	48,0	1.289,8	1.600,1	458,4	849,9	291,8
Jul	5.544,8	1.815,4	103,1	1.206,9	15,0	1.049,9	48,6	1.305,7	1.622,6	460,8	868,0	293,8
Ago ^(p)	5.632,5	1.825,1	105,5	1.212,5	14,7	1.075,6	51,0	1.348,1	1.618,7	455,4	869,6	293,6
Operaciones												
2006	337,4	122,8	10,6	-122,7	0,5	100,6	6,5	219,0	193,3	58,6	96,2	38,5
2007	541,2	136,6	18,2	-86,7	1,5	267,3	9,5	194,7	164,5	52,0	60,0	52,5
2008 I	214,6	58,8	5,5	19,4	-0,6	41,0	14,8	75,8	-19,3	25,4	-9,5	-35,2
II	190,7	64,0	11,3	10,8	0,0	71,7	2,8	30,1	7,2	13,8	-3,0	-3,7
2008 Abr	80,1	19,5	3,8	10,5	0,6	25,3	3,2	17,2	62,8	6,0	53,8	3,0
May	97,3	42,3	7,1	7,3	-1,3	23,8	0,0	18,0	14,1	21,0	-6,2	-0,6
Jun	13,3	2,2	0,4	-7,0	0,7	22,6	-0,4	-5,2	-69,7	-13,1	-50,5	-6,1
Jul	66,7	25,1	4,2	2,3	-0,2	22,1	0,4	12,7	24,8	3,6	19,2	2,0
Ago ^(p)	52,4	9,5	-0,6	2,9	-1,0	24,4	-0,1	17,2	-3,8	-5,1	1,1	0,1
Tasas de crecimiento												
2006 Dic	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,6	13,6	15,2
2007 Dic	11,7	8,8	25,6	-6,9	10,5	42,9	33,4	17,7	11,2	13,9	7,5	17,8
2008 Mar	11,8	8,7	24,7	-5,5	12,2	40,7	52,7	16,3	5,6	15,0	4,2	-2,8
2008 Abr	12,8	9,0	28,5	-2,8	16,1	40,1	59,4	16,0	5,2	13,8	3,9	-2,8
May	12,2	10,6	36,8	-4,8	4,3	38,7	59,6	14,0	4,3	12,7	4,1	-6,3
Jun	11,8	10,9	36,4	-4,7	9,9	35,7	61,3	12,4	3,5	17,0	2,5	-10,3
Jul	12,2	11,6	26,1	-2,7	9,7	35,9	53,4	11,2	5,7	18,3	6,0	-10,0
Ago ^(p)	14,3	12,4	33,2	0,1	4,3	37,9	62,2	13,6	6,3	16,0	7,2	-8,1

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

(mm de euros)

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

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

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008 I	-3,0	-1,2	-0,8	-1,0	-2,4	-1,8	-0,6
II	-5,4	-0,9	-3,4	-1,1	0,0	-0,1	0,0
2008 Abr	-3,3	-0,5	-2,7	-0,2	0,0	0,0	0,1
May	-0,8	-0,2	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	0,0
Jun	-1,3	-0,3	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
Jul	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	-0,4	-0,1
Ago ^(p)	-0,7	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	-0,1

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 I	-22,1	-4,7	-0,2	0,4	-0,2	-4,8	-0,6	-11,9	-20,6	-1,1	-11,6	-7,9
II	-18,3	-1,4	-0,1	-8,7	-0,1	-2,5	-0,5	-5,0	-8,0	-2,9	-6,6	1,5
2008 Abr	-4,7	0,9	0,0	-2,6	0,0	-0,4	-0,4	-2,0	2,5	0,4	0,4	1,7
May	-3,5	-0,2	0,0	-2,8	0,0	0,4	0,0	-0,8	-1,9	-1,7	-0,7	0,6
Jun	-10,1	-2,1	-0,1	-3,3	0,0	-2,4	-0,1	-2,2	-8,7	-1,6	-6,3	-0,8
Jul	2,3	0,1	0,1	2,4	0,0	0,6	0,0	-0,9	-1,6	-0,5	-1,0	0,0
Ago ^(p)	5,6	0,6	0,2	2,7	0,1	0,9	0,3	0,8	-0,1	-0,3	0,5	-0,3

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	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 III	5.700,7	91,2	8,8	5,3	0,4	1,3	1,0	8.554,3	96,1	3,9	2,4	0,3	0,1	0,6
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	6.148,8	91,8	8,2	4,7	0,5	1,3	1,0	9.150,3	96,4	3,6	2,1	0,4	0,1	0,6
II ^(p)	6.282,2	91,6	8,4	5,0	0,4	1,3	1,0	9.372,1	96,4	3,6	2,1	0,5	0,1	0,5
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 III	2.963,4	46,2	53,8	33,6	2,6	2,3	11,9	913,6	49,5	50,5	33,8	1,1	1,9	9,6
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	33,1	3,0	2,6	10,3	964,2	52,3	47,7	32,0	1,4	1,7	8,7
II ^(p)	3.038,6	46,6	53,4	33,7	3,1	2,7	10,6	981,2	51,4	48,6	32,2	1,2	1,8	9,3

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 III	4.862,4	80,8	19,2	9,7	1,7	1,8	3,6
IV	4.948,0	81,4	18,6	9,3	1,7	1,9	3,4
2008 I	4.993,3	82,1	17,9	8,8	1,8	1,9	3,2
II ^(p)	5.144,7	82,0	18,0	8,9	1,7	1,8	3,4

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006	4.933,5	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007 III	5.433,3	-	-	-	-	-	10.742,0	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5	
IV	5.789,0	-	-	-	-	-	11.115,9	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008 I	5.837,3	-	-	-	-	-	11.414,3	96,1	3,9	1,8	0,2	1,0	0,5	
II ^(p)	5.998,7	-	-	-	-	-	11.634,8	96,0	4,0	1,9	0,2	1,0	0,6	
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 III	2.354,1	48,8	51,2	28,3	2,1	2,5	12,9	948,7	39,2	60,8	43,3	1,1	3,9	8,2
IV	2.337,8	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	2.394,8	48,2	51,8	28,1	2,9	2,8	12,2	1.018,7	43,0	57,0	39,3	1,3	4,2	7,5
II ^(p)	2.296,8	46,3	53,7	28,9	2,7	3,0	12,8	1.013,5	43,2	56,8	38,6	1,2	3,9	8,4

4. Valores distintos de acciones

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006	1.632,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,5	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 III	1.727,6	95,2	4,8	2,4	0,3	0,2	1,5	2.020,7	97,5	2,5	1,4	0,3	0,1	0,7
IV	1.737,0	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	1.815,4	95,2	4,8	2,5	0,3	0,3	1,4	2.219,7	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
II ^(p)	1.888,9	94,8	5,2	2,6	0,3	0,3	1,7	2.292,6	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
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 III	573,8	53,9	46,1	26,7	0,7	0,4	15,0	650,7	35,3	64,7	38,9	4,1	0,7	14,5
IV	580,5	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	635,8	50,8	49,2	30,3	0,8	0,5	14,4	629,0	38,1	61,9	36,8	5,8	0,8	11,4
II ^(p)	659,8	50,2	49,8	30,7	0,7	0,5	14,7	630,0	38,4	61,6	36,9	5,9	0,9	10,5

Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 3) 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 1	Depósitos 2	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones 6	Participaciones en fondos de inversión 7	Activo fijo 8	Otros activos 9
			Total 3	Hasta 1 año 4	Más de 1 año 5				
2006 IV	5.552,3	320,9	2.005,6	170,7	1.834,9	2.024,9	670,9	185,8	344,3
2007 I	5.714,1	332,6	2.031,4	181,0	1.850,4	2.071,8	719,1	186,6	372,7
II	5.989,4	346,5	2.043,5	192,9	1.850,7	2.219,0	784,4	179,7	416,4
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 ^(p)	5.150,8	367,0	1.855,5	164,5	1.690,9	1.664,1	716,2	197,1	350,8

2. Pasivo

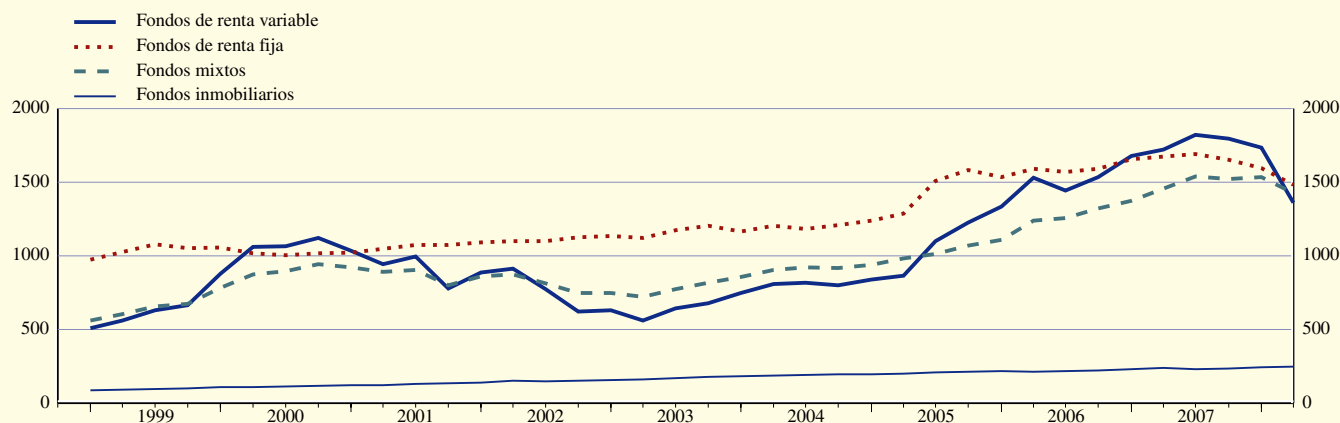
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2007 I	5.714,1	80,9	5.350,8	282,5
II	5.989,4	84,3	5.587,7	317,4
III	5.892,8	78,5	5.496,8	317,5
IV	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 I ^(p)	5.150,8	76,2	4.835,6	238,9

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

	Total 1	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor	
		Fondos de renta variable 2	Fondos de renta fija 3	Fondos mixtos 4	Fondos inmobiliarios 5	Otros fondos 6	Fondos abiertos al público 7	Fondos de inversores especiales 8
2006 IV	5.552,3	1.681,6	1.656,3	1.376,5	231,8	606,2	4.252,7	1.299,6
2007 I	5.714,1	1.724,1	1.674,1	1.459,8	238,5	617,7	4.373,2	1.341,0
II	5.989,4	1.825,7	1.692,2	1.539,7	230,8	701,0	4.577,1	1.412,4
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 ^(p)	5.150,8	1.361,3	1.483,5	1.427,7	249,6	628,7	3.779,1	1.371,6

CI4 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
2006 IV	1.681,6	56,2	66,0	22,7	43,3	1.429,9	74,5	-	54,9
2007 I	1.724,1	59,4	65,8	25,7	40,0	1.461,7	78,6	-	58,6
II	1.825,7	61,1	67,9	27,4	40,5	1.546,6	84,2	-	65,9
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 ^(p)	1.361,3	51,0	63,0	21,3	41,7	1.129,9	65,7	-	51,6
Fondos de renta fija									
2006 IV	1.656,3	108,3	1.342,9	91,1	1.251,8	45,4	49,8	-	109,9
2007 I	1.674,1	112,3	1.355,7	95,1	1.260,6	44,5	52,5	-	109,0
II	1.692,2	114,9	1.345,5	99,5	1.246,0	62,8	55,8	-	113,2
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 ^(p)	1.483,5	124,8	1.167,8	80,2	1.087,6	56,8	45,4	-	88,6
Fondos mixtos									
2006 IV	1.376,5	71,0	519,8	43,5	476,3	364,3	292,9	0,4	128,2
2007 I	1.459,8	73,8	530,9	45,5	485,4	380,9	322,3	0,3	151,5
II	1.539,7	84,0	529,5	50,2	479,3	399,0	346,5	0,9	179,8
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 ^(p)	1.427,7	97,8	527,8	46,5	481,3	338,8	313,9	1,2	148,1
Fondos inmobiliarios									
2006 IV	231,8	17,6	6,1	1,7	4,4	4,3	7,0	184,9	11,9
2007 I	238,5	18,9	6,7	1,9	4,8	4,6	9,6	186,1	12,6
II	230,8	18,8	6,6	1,9	4,7	4,3	10,0	178,1	12,9
III	236,1	20,7	6,4	1,6	4,8	3,9	13,1	179,2	12,8
IV	244,2	19,7	6,0	1,5	4,5	3,4	12,5	187,9	14,7
2008 I ^(p)	249,6	19,9	5,3	1,1	4,2	3,1	11,3	195,4	14,6

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
Fondos abiertos al público							
2006 IV	4.252,7	265,6	1.402,2	1.653,0	498,4	153,1	280,6
2007 I	4.373,2	274,4	1.420,5	1.696,3	529,1	153,3	299,5
II	4.577,1	281,1	1.431,2	1.819,5	576,6	145,0	323,7
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 ^(p)	3.779,1	279,1	1.218,4	1.360,8	513,6	154,1	253,2
Fondos de inversores especiales							
2006 IV	1.299,6	55,3	603,4	371,9	172,6	32,7	63,7
2007 I	1.341,0	58,2	610,9	375,5	189,9	33,3	73,2
II	1.412,4	65,4	612,4	399,5	207,8	34,7	92,7
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 ^(p)	1.371,6	87,9	637,1	303,3	202,6	43,0	97,6

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 I						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						500,7
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-4,4
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.038,7	105,0	659,7	55,0	219,0	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	23,4	3,2	12,9	3,7	3,6	
Consumo de capital fijo	328,1	89,9	184,3	11,1	42,8	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	604,7	297,4	281,4	27,1	-1,2	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,5
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	800,5	52,8	280,4	401,4	65,9	144,1
Intereses	514,2	50,7	86,0	311,7	65,8	85,7
Otra renta de la propiedad	286,2	2,1	194,4	89,6	0,1	58,3
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.914,9	1.547,7	107,3	41,2	218,6	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	235,9	200,8	26,8	8,1	0,3	1,3
Cotizaciones sociales	393,7	393,7				0,7
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	395,6	1,4	16,0	26,5	351,7	0,7
Otras transferencias corrientes	192,9	70,1	25,6	47,0	50,2	9,7
Primas netas de seguros no vida	44,8	32,6	10,5	1,0	0,7	1,4
Indemnizaciones de seguros no vida	45,0			45,0		0,7
Otras	103,0	37,4	15,0	1,1	49,5	7,6
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.884,1	1.364,7	69,0	44,8	405,6	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.718,8	1.282,5			436,4	
Gasto en consumo individual	1.549,2	1.282,5			266,7	
Gasto en consumo colectivo	169,6				169,6	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	14,7	0,0	1,9	12,8	0,0	0,1
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	165,3	97,0	67,1	31,9	-30,7	22,9
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	516,3	162,4	296,4	12,0	45,5	
Formación bruta de capital fijo	483,0	160,0	265,9	12,0	45,0	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	33,3	2,4	30,4	0,0	0,4	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,0	-0,5	0,5	0,1	-0,1	0,0
Transferencias de capital	35,4	7,4	1,6	1,3	25,2	9,1
Impuestos sobre el capital	5,5	5,3	0,2	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	29,9	2,1	1,3	1,3	25,2	9,1
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-16,7	33,1	-31,0	30,5	-49,3	16,7
Discrepancia estadística	0,0	8,3	-8,3	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 I						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						496,3
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	1.995,0	495,6	1.138,3	96,9	264,2	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	244,5					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.239,5					
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	604,7	297,4	281,4	27,1	-1,2	
Remuneración de los asalariados	1.041,2	1.041,2				2,1
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	267,2				267,2	0,7
Renta de la propiedad	802,2	261,9	106,4	415,5	18,5	142,4
Intereses	499,0	78,2	46,7	367,1	7,1	100,9
Otra renta de la propiedad	303,2	183,7	59,6	48,4	11,4	41,4
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.914,9	1.547,7	107,3	41,2	218,6	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	236,7				236,7	0,5
Cotizaciones sociales	393,3	1,0	18,0	39,1	335,1	1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	393,2	393,2				3,2
Otras transferencias corrientes	164,2	88,8	12,0	46,1	17,4	38,4
Primas netas de seguros no vida	45,0			45,0		1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	44,2	35,1	8,2	0,7	0,3	1,5
Otras	74,9	53,7	3,8	0,4	17,1	35,7
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.884,1	1.364,7	69,0	44,8	405,6	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	14,8	14,8				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	165,3	97,0	67,1	31,9	-30,7	22,9
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	328,1	89,9	184,3	11,1	42,8	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	41,5	15,5	16,1	0,9	9,1	2,9
Impuestos sobre el capital	5,5				5,5	0,0
Otras transferencias de capital	36,0	15,5	16,1	0,9	3,6	2,9
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Discrepancia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Activos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2008 I								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		17.664,5	14.877,4	22.398,3	10.217,1	6.229,4	2.911,7	15.161,4
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				205,6				
Efectivo y depósitos		5.695,7	1.767,4	2.478,4	1.533,3	799,4	534,2	4.008,9
Valores distintos de acciones, corto plazo		48,9	130,7	117,8	297,4	260,7	40,2	771,1
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.300,7	211,9	3.671,0	1.919,4	1.960,6	225,7	2.458,4
Préstamos		40,3	2.113,1	12.173,6	1.490,0	337,8	379,4	1.677,8
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		23,9	1.201,2	9.239,0	1.166,0	295,0	329,5	.
Acciones y otras participaciones		5.064,4	7.774,3	1.897,5	4.779,0	2.397,2	1.175,3	5.429,8
Acciones cotizadas		1.137,1	1.939,6	725,1	2.509,0	846,2	441,7	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.320,2	5.474,7	909,5	1.562,4	467,3	585,0	.
Participaciones en fondos de inversión		1.607,0	360,0	262,8	707,6	1.083,6	148,6	.
Reservas técnicas de seguro		5.212,4	134,2	2,0	0,0	148,0	3,3	230,9
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		302,2	2.745,7	1.852,5	198,0	325,7	553,6	584,6
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		114,8	144,6	759,1	-10,0	107,6	15,1	489,3
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-0,9				0,9
Efectivo y depósitos		53,5	-29,3	119,7	74,8	29,0	31,3	286,3
Valores distintos de acciones, corto plazo		12,5	23,8	12,3	52,4	4,4	-11,9	6,4
Valores distintos de acciones, largo plazo		32,1	-34,3	157,1	-100,3	25,6	-4,1	67,8
Préstamos		-0,3	18,2	354,4	24,3	24,6	-13,1	33,9
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-0,4	18,3	159,7	14,9	2,3	-0,3	.
Acciones y otras participaciones		-61,9	127,5	-22,9	-69,5	23,1	6,9	81,2
Acciones cotizadas		-22,8	51,2	-16,8	-76,5	8,3	-0,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-4,3	74,5	7,0	13,7	2,9	0,1	.
Participaciones en fondos de inversión		-34,8	1,9	-13,0	-6,8	11,9	6,9	.
Reservas técnicas de seguro		57,2	3,0	0,0	0,0	-1,4	0,0	5,7
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		21,8	35,6	139,5	8,3	2,3	6,0	7,2
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		-551,1	-712,3	-399,7	-494,8	-143,8	-98,6	-615,3
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				8,0				
Efectivo y depósitos		1,6	-2,2	-89,7	-23,4	1,4	-5,2	-116,3
Valores distintos de acciones, corto plazo		-3,6	-12,0	0,3	-8,9	3,1	0,0	-12,4
Valores distintos de acciones, largo plazo		-1,4	24,8	-67,3	-20,2	3,6	1,2	-16,8
Préstamos		0,6	-4,1	-73,0	19,9	-5,1	0,2	-9,3
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		0,4	-1,6	-43,6	22,3	0,9	0,1	.
Acciones y otras participaciones		-506,4	-737,0	-74,3	-455,2	-147,7	-89,1	-431,1
Acciones cotizadas		-191,7	-224,1	-71,4	-323,1	-75,6	-81,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-228,9	-498,2	1,4	-77,2	-30,4	2,8	.
Participaciones en fondos de inversión		-85,8	-14,8	-4,4	-54,9	-41,8	-10,8	.
Reservas técnicas de seguro		-44,8	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		3,0	18,2	-103,7	-7,1	1,1	-5,7	-29,9
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		17.228,2	14.309,7	22.757,7	9.712,3	6.193,2	2.828,3	15.034,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				212,8				
Efectivo y depósitos		5.750,8	1.735,9	2.508,4	1.584,7	829,8	560,4	4.178,9
Valores distintos de acciones, corto plazo		57,8	142,5	130,3	340,9	268,1	28,2	765,1
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.331,4	202,4	3.760,8	1.799,0	1.989,8	222,9	2.509,4
Préstamos		40,5	2.127,3	12.454,9	1.534,3	357,3	366,5	1.702,4
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		23,9	1.217,9	9.355,1	1.203,2	298,2	329,3	.
Acciones y otras participaciones		4.496,0	7.164,8	1.800,2	4.254,3	2.272,5	1.093,1	5.079,9
Acciones cotizadas		922,6	1.766,7	636,9	2.109,5	779,0	360,6	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.087,0	5.051,0	918,0	1.498,9	439,9	587,9	.
Participaciones en fondos de inversión		1.486,5	347,1	245,4	645,9	1.053,7	144,7	.
Reservas técnicas de seguro		5.224,8	137,2	2,0	0,0	146,5	3,3	236,9
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		326,9	2.799,5	1.888,3	199,1	329,2	553,8	561,9
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

Pasivos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2008 I								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		5.919,1	24.006,2	22.379,7	10.119,9	6.431,2	6.798,0	13.600,0
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			24,9	13.780,5	88,7	4,5	253,0	2.665,6
Valores distintos de acciones, corto plazo			277,4	448,9	87,4	0,6	611,3	241,1
Valores distintos de acciones, largo plazo			451,8	2.729,3	1.624,2	26,8	4.344,7	2.571,1
Préstamos		5.345,7	7.175,1		1.570,2	166,1	1.180,3	2.774,6
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		5.028,5	4.930,2		782,9	65,8	1.039,9	.
Acciones y otras participaciones			13.261,9	3.141,4	6.564,7	666,4	3,6	4.879,4
Acciones cotizadas			4.972,8	1.009,5	263,6	277,3	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			8.289,1	1.097,1	975,9	388,4	3,6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.034,9	5.325,2			.
Reservas técnicas de seguro		33,1	334,8	53,7	0,6	5.308,2	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			540,3	2.226,0	184,1	258,6	404,5	468,3
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-1.355,8	11.745,4	-9.128,8	18,6	97,1	-201,9	-3.886,3	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		73,5	183,8	735,6	-4,9	95,5	64,4	472,7
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	443,9	1,9	-0,1	-15,3	134,9
Valores distintos de acciones, corto plazo			12,3	-19,5	-1,7	0,0	47,5	61,5
Valores distintos de acciones, largo plazo			-0,2	28,8	34,8	-0,1	47,3	33,4
Préstamos		38,8	136,0		73,7	12,6	5,9	175,0
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		41,4	87,3		14,6	0,2	-17,1	.
Acciones y otras participaciones			41,3	96,8	-99,5	3,3	0,0	42,4
Acciones cotizadas			-1,8	6,6	-1,3	0,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			43,2	-2,8	-9,2	3,2	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				93,0	-89,0			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	2,1	0,5	0,0	61,9	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			34,7	-7,7	185,2	-14,1	18,0	-21,0
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-16,7	41,4	-39,3	23,5	-5,1	12,1	-49,3	16,7
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		8,1	-1.332,5	-525,3	-513,5	-102,9	32,5	-590,0
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,1	-175,2	-3,5	0,0	0,0	-55,0
Valores distintos de acciones, corto plazo			-0,6	-18,6	10,1	0,0	-0,5	-24,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			-1,2	-31,2	-15,8	-0,8	50,8	-77,9
Préstamos		0,6	15,7		-22,3	0,0	0,0	-64,8
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		1,7	19,5		-14,7	0,3	0,0	.
Acciones y otras participaciones			-1.363,4	-208,4	-477,6	-58,4	-0,6	-332,5
Acciones cotizadas			-772,7	-159,2	-33,6	-33,2	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			-590,7	-77,9	-21,2	-25,2	-0,6	.
Participaciones en fondos de inversión				28,7	-422,8			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,6	0,4	0,0	-45,6	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			7,4	16,3	-92,4	1,9	-17,2	-35,8
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	33,4	-559,1	620,3	125,6	18,7	-40,9	-131,1	-25,4
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		6.000,6	22.857,5	22.590,0	9.601,6	6.423,9	6.894,9	13.482,7
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			25,0	14.049,2	87,1	4,4	237,7	2.745,5
Valores distintos de acciones, corto plazo			289,1	410,7	95,9	0,6	658,2	278,5
Valores distintos de acciones, largo plazo			450,4	2.727,0	1.643,2	25,9	4.442,8	2.526,6
Préstamos		5.385,1	7.326,7		1.621,6	178,7	1.186,3	2.884,8
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		5.071,5	5.037,0		782,7	66,3	1.022,9	.
Acciones y otras participaciones			11.939,9	3.029,8	5.987,6	611,3	3,0	4.589,3
Acciones cotizadas			4.198,3	856,9	228,6	244,2	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.741,5	1.016,3	945,6	366,4	3,0	.
Participaciones en fondos de inversión				1.156,6	4.813,4			.
Reservas técnicas de seguro		33,1	337,4	54,6	0,6	5.324,5	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			582,4	2.489,0	2.318,8	278,5	366,4	458,0
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-1.339,1	11.227,6	-8.547,9	167,7	110,7	-230,6	-4.066,6	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2004	2005	2005	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.779,8	3.889,7	4.046,4	4.089,8	4.132,2	4.172,5	4.222,4	4.267,7
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	121,4	129,5	128,8	131,2	133,4	134,1	135,5	135,2
Consumo de capital fijo	1.121,3	1.174,4	1.228,2	1.242,0	1.255,4	1.268,3	1.281,9	1.294,1
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta¹⁾</i>	1.996,7	2.068,8	2.172,1	2.207,1	2.243,1	2.284,5	2.311,2	2.332,1
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	2.343,5	2.565,1	2.958,2	3.058,1	3.186,4	3.274,8	3.364,5	3.432,6
Intereses	1.246,1	1.336,9	1.618,5	1.699,7	1.781,6	1.857,9	1.937,7	1.999,1
Otra renta de la propiedad	1.097,4	1.228,1	1.339,7	1.358,4	1.404,9	1.416,9	1.426,8	1.433,5
<i>Renta nacional neta¹⁾</i>	6.693,0	6.939,9	7.269,4	7.364,4	7.451,9	7.545,2	7.634,4	7.702,1
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	883,7	933,5	1.024,5	1.037,7	1.060,2	1.084,9	1.108,3	1.122,2
Cotizaciones sociales	1.429,6	1.472,1	1.536,6	1.549,5	1.563,2	1.575,2	1.590,8	1.606,9
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.455,9	1.499,3	1.548,4	1.556,6	1.565,4	1.575,3	1.591,4	1.602,7
Otras transferencias corrientes	685,2	707,7	714,1	718,8	725,6	729,2	737,0	744,8
Primas netas de seguros no vida	175,8	175,8	175,5	176,7	178,1	178,8	179,8	180,0
Derechos de seguros no vida	176,4	176,9	175,6	177,1	178,4	178,9	179,7	179,8
Otras	333,0	355,0	363,0	365,0	369,1	371,5	377,5	385,0
<i>Renta disponible neta¹⁾</i>	6.614,8	6.851,5	7.177,8	7.273,4	7.361,9	7.455,0	7.542,6	7.605,1
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.091,0	6.329,2	6.588,9	6.645,6	6.700,6	6.759,8	6.825,9	6.893,2
Gasto en consumo individual	5.440,7	5.661,1	5.906,1	5.957,3	6.008,1	6.061,1	6.120,6	6.181,9
Gasto en consumo colectivo	650,3	668,2	682,8	688,3	692,5	698,7	705,3	711,3
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	57,3	60,1	62,1	62,1	60,2	60,5	60,9	61,9
<i>Ahorro neto¹⁾</i>	524,0	522,5	589,3	628,2	661,6	695,5	717,0	712,1
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.611,4	1.707,9	1.849,7	1.891,9	1.923,1	1.952,9	1.986,0	2.006,8
Formación bruta de capital fijo	1.602,1	1.696,5	1.826,2	1.871,2	1.904,5	1.932,8	1.960,7	1.978,8
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	9,3	11,4	23,4	20,6	18,6	20,0	25,3	28,0
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-1,2	-0,1	0,5	0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,2
Transferencias de capital	172,9	180,6	174,3	173,2	170,7	169,6	160,3	159,6
Impuestos sobre el capital	29,9	24,4	22,3	22,9	23,4	24,1	24,0	23,7
Otras transferencias de capital	143,0	156,2	152,0	150,2	147,3	145,5	136,3	136,0
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)¹⁾</i>	51,8	2,8	-17,4	-3,8	11,2	27,6	29,9	17,0

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 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.019,3	7.262,4	7.575,5	7.670,1	7.764,2	7.859,3	7.951,0	8.029,2
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	799,8	842,5	910,1	926,4	937,0	947,1	953,7	955,9
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	7.819,1	8.104,9	8.485,6	8.596,5	8.701,2	8.806,4	8.904,7	8.985,1
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta	1.996,7	2.068,8	2.172,1	2.207,1	2.243,1	2.284,5	2.311,2	2.332,1
Remuneración de los asalariados	3.786,8	3.895,3	4.052,4	4.095,8	4.138,3	4.178,6	4.228,7	4.274,4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	934,9	983,7	1.050,2	1.067,2	1.079,9	1.090,0	1.098,0	1.098,9
Renta de la propiedad	2.318,0	2.557,2	2.952,9	3.052,4	3.176,9	3.266,9	3.361,0	3.429,4
Intereses	1.215,0	1.309,4	1.587,3	1.667,5	1.751,3	1.825,6	1.903,2	1.957,9
Otra renta de la propiedad	1.102,9	1.247,8	1.365,6	1.384,9	1.425,6	1.441,3	1.457,9	1.471,5
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.693,0	6.939,9	7.269,4	7.364,4	7.451,9	7.545,2	7.634,4	7.702,1
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	886,8	937,1	1.029,2	1.042,8	1.067,0	1.092,3	1.115,6	1.129,2
Cotizaciones sociales	1.428,8	1.471,5	1.536,0	1.549,0	1.562,5	1.574,5	1.590,2	1.606,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.448,4	1.491,7	1.540,5	1.548,4	1.557,0	1.566,6	1.582,7	1.593,7
Otras transferencias corrientes	612,4	623,9	626,4	631,5	637,9	641,2	647,2	650,7
Primas netas de seguros no vida	176,4	176,9	175,6	177,1	178,4	178,9	179,7	179,8
Derechos de seguros no vida	173,6	174,5	173,0	174,3	175,9	176,6	177,5	177,6
Otras	262,3	272,5	277,7	280,1	283,6	285,7	290,1	293,3
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.614,8	6.851,5	7.177,8	7.273,4	7.361,9	7.455,0	7.542,6	7.605,1
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	57,5	60,4	62,4	62,4	60,5	60,7	61,2	62,1
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	524,0	522,5	589,3	628,2	661,6	695,5	717,0	712,1
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.121,3	1.174,4	1.228,2	1.242,0	1.255,4	1.268,3	1.281,9	1.294,1
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	189,5	194,3	189,6	191,0	187,9	185,9	177,1	176,9
Impuestos sobre el capital	29,9	24,4	22,3	22,9	23,4	24,1	24,0	23,7
Otras transferencias de capital	159,6	169,9	167,3	168,1	164,5	161,9	153,1	153,3
<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 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.786,8	3.895,3	4.052,4	4.095,8	4.138,3	4.178,6	4.228,7	4.274,4
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.285,1	1.334,4	1.408,7	1.431,2	1.454,6	1.477,1	1.494,6	1.513,8
Intereses, recursos (+)	230,7	228,3	263,7	272,8	281,3	289,9	300,2	307,5
Intereses, empleos (-)	125,3	129,8	162,3	172,1	182,4	190,6	199,2	204,0
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	651,5	697,9	740,5	745,8	758,3	761,6	766,4	767,2
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,2	9,5	9,7	9,7	9,8	9,7	9,8	9,7
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	706,5	739,2	791,8	800,1	813,9	830,7	850,4	863,1
Cotizaciones sociales netas (-)	1.425,9	1.468,1	1.532,5	1.545,3	1.559,0	1.570,9	1.586,6	1.602,6
Prestaciones sociales netas (+)	1.443,5	1.486,5	1.535,0	1.542,9	1.551,4	1.560,9	1.577,0	1.588,1
Transferencias corrientes netas (+)	65,1	67,6	65,3	67,3	67,9	68,2	69,3	69,2
= Renta disponible bruta	5.195,7	5.363,3	5.569,2	5.628,6	5.686,8	5.734,4	5.790,1	5.840,7
Gasto en consumo final (-)	4.496,8	4.670,2	4.864,9	4.904,7	4.946,7	4.989,1	5.036,4	5.089,2
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	57,1	60,0	62,0	62,0	60,3	60,6	61,2	62,2
= Ahorro bruto	756,0	753,1	766,3	785,9	800,4	805,9	814,9	813,8
Consumo de capital fijo (-)	304,1	319,5	336,5	340,6	344,5	347,5	350,6	353,9
Transferencias de capital netas (+)	18,5	24,4	26,2	25,4	22,7	19,9	14,3	12,7
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	301,6	542,9	508,7	420,1	643,6	259,2	-38,2	-776,6
= Variaciones del patrimonio neto¹⁾	771,9	1.000,9	964,7	890,8	1.122,2	737,4	440,4	-304,1
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	525,7	559,3	614,6	630,5	641,5	648,1	652,7	654,4
Consumo de capital fijo (-)	304,1	319,5	336,5	340,6	344,5	347,5	350,6	353,9
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	214,8	207,4	306,3	347,8	379,8	394,5	420,3	447,0
Efectivo y depósitos	213,0	247,9	283,8	293,2	316,9	328,3	348,0	381,9
Participaciones en fondos del mercado monetario	-6,4	-20,2	0,7	25,7	44,7	44,4	43,5	41,3
Valores distintos de acciones ²⁾	8,2	-20,3	21,8	28,9	18,2	21,9	28,8	23,7
Activos a largo plazo	343,6	432,8	328,7	281,8	237,8	194,5	178,8	107,9
Depósitos	29,8	-8,4	5,1	-10,9	-22,7	-31,5	-34,6	-31,6
Valores distintos de acciones	64,0	7,8	71,6	54,9	41,9	14,2	32,7	49,9
Acciones y otras participaciones	-2,6	139,4	-39,0	-44,3	-63,2	-59,1	-75,0	-143,6
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	-10,5	67,3	-8,8	16,8	9,3	22,3	9,4	-26,9
Participaciones en fondos de inversión	7,9	72,2	-30,2	-61,1	-72,5	-81,4	-84,4	-116,7
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	252,5	294,0	291,0	282,1	281,8	270,8	255,8	233,2
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	309,1	393,1	391,2	384,8	366,0	361,9	343,8	303,8
de los cuales, de IFM de la zona del euro	280,8	372,8	348,3	340,1	317,4	303,2	283,1	249,7
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	255,9	478,0	475,2	383,2	599,7	232,9	-56,9	-723,9
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	49,2	102,9	56,8	39,2	65,9	32,1	14,8	-32,4
Otros flujos netos (+)	-4,2	-66,9	-89,3	-66,3	-92,0	-55,3	-74,9	-99,5
= Variaciones del patrimonio neto¹⁾	771,9	1.000,9	964,7	890,8	1.122,2	737,4	440,4	-304,1
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.275,6	4.493,6	4.754,1	4.831,2	4.970,9	5.017,6	5.206,7	5.363,6
Efectivo y depósitos	3.926,0	4.176,7	4.456,5	4.497,3	4.613,3	4.653,9	4.844,7	4.935,1
Participaciones en fondos del mercado monetario	313,9	300,5	261,7	281,0	305,0	304,3	303,7	359,3
Valores distintos de acciones ²⁾	35,6	16,4	35,8	52,9	52,6	59,4	58,2	69,1
Activos a largo plazo	9.775,0	10.800,9	11.690,6	11.903,1	12.016,4	11.842,3	11.771,6	11.148,2
Depósitos	865,9	910,7	918,4	893,1	882,9	880,3	851,0	815,7
Valores distintos de acciones	1.251,0	1.224,4	1.283,0	1.293,8	1.258,9	1.263,3	1.291,3	1.320,0
Acciones y otras participaciones	3.804,6	4.415,3	4.891,0	5.041,1	5.110,4	4.886,8	4.760,7	4.136,7
Acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones	2.644,4	3.105,4	3.520,7	3.673,7	3.733,5	3.547,9	3.457,3	3.009,6
Participaciones en fondos de inversión	1.160,3	1.309,9	1.370,3	1.367,4	1.377,0	1.338,9	1.303,3	1.127,1
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	3.853,5	4.250,4	4.598,1	4.675,0	4.764,2	4.811,9	4.868,7	4.875,8
Otros activos netos (+)	249,1	187,0	142,0	153,1	158,1	155,8	112,8	100,9
Pasivos (-)								
Préstamos	4.245,8	4.651,9	5.037,4	5.100,4	5.190,8	5.265,5	5.345,7	5.385,1
de los cuales, de IFM de la zona del euro	3.812,5	4.210,4	4.559,5	4.629,0	4.708,9	4.769,8	4.827,8	4.861,6
= Riqueza financiera neta	10.053,9	10.829,6	11.549,3	11.787,0	11.954,6	11.750,2	11.745,4	11.227,6

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.4 Sociedades no financieras

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

	2004	2005	2006	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	3.996,0	4.136,2	4.318,5	4.377,4	4.436,7	4.494,3	4.546,8	4.589,4
Remuneración de los asalariados (-)	2.386,2	2.456,3	2.558,6	2.587,0	2.617,9	2.646,2	2.678,6	2.710,1
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	64,5	72,4	74,8	77,3	79,5	80,4	80,7	80,8
= Excedente bruto de explotación (+)	1.545,3	1.607,6	1.685,1	1.713,0	1.739,3	1.767,7	1.787,5	1.798,4
Consumo de capital fijo (-)	632,3	661,9	689,6	697,1	704,4	712,0	720,1	727,3
= Excedente neto de explotación (+)	913,0	945,7	995,5	1.015,9	1.034,9	1.055,7	1.067,4	1.071,1
Renta de la propiedad, recursos (+)	363,8	430,4	482,4	491,3	513,3	522,4	534,6	546,5
Intereses, recursos	122,7	134,2	158,4	164,4	170,7	176,2	181,2	185,1
Otra renta de la propiedad, recursos	241,1	296,2	324,0	326,9	342,6	346,2	353,4	361,4
Intereses y otras rentas, empleos (-)	227,6	235,4	281,1	295,5	309,3	320,7	333,0	342,2
= Renta empresarial neta (+)	1.049,2	1.140,7	1.196,8	1.211,7	1.238,9	1.257,4	1.269,0	1.275,5
Renta distribuida (-)	753,2	843,5	913,8	918,4	938,8	943,4	945,2	952,6
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	136,1	148,8	183,5	187,4	194,1	201,5	205,3	206,3
Cotizaciones sociales, recursos (+)	73,6	72,6	77,3	77,0	73,8	72,1	71,3	70,5
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,5	60,5	62,7	63,0	62,9	63,2	63,3	63,6
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	63,3	63,9	63,3	63,1	60,9	59,5	60,1	59,8
= Ahorro neto	109,7	96,6	50,8	56,8	55,9	61,9	66,4	63,7
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	215,9	246,6	290,6	304,4	315,3	326,6	344,1	352,2
Formación bruta de capital fijo (+)	842,8	896,9	959,7	984,7	1.005,5	1.023,3	1.043,0	1.054,3
Consumo de capital fijo (-)	632,3	661,9	689,6	697,1	704,4	712,0	720,1	727,3
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	5,3	11,6	20,6	16,7	14,2	15,3	21,2	25,2
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	103,1	127,1	153,8	186,1	202,9	176,4	174,3	161,6
Efectivo y depósitos	88,9	112,9	144,5	163,1	163,4	157,6	148,3	116,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	16,5	8,6	3,7	19,7	23,5	-9,2	-18,8	-10,8
Valores distintos de acciones ¹⁾	-2,3	5,6	5,6	3,4	16,0	28,0	44,9	56,1
Activos a largo plazo	210,6	382,9	383,1	388,7	417,8	450,0	442,5	424,0
Depósitos	3,1	35,5	23,2	28,0	38,8	24,0	21,2	-5,7
Valores distintos de acciones	-52,9	-32,1	-22,1	-29,2	-44,0	-46,1	-70,7	-85,7
Acciones y otras participaciones	179,7	239,0	201,5	195,1	210,4	242,7	290,0	347,3
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	80,6	140,6	180,5	194,8	212,5	229,4	202,2	168,0
Otros activos netos (+)	75,7	89,4	207,3	176,2	162,8	207,6	205,2	185,4
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	230,2	422,6	688,7	677,0	709,9	764,1	792,0	787,6
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	172,4	278,0	449,8	444,8	484,2	522,4	559,5	591,3
de la cual, valores distintos de acciones	7,1	11,5	39,2	38,7	54,1	37,9	48,4	51,6
Acciones y otras participaciones	201,4	266,7	225,5	248,1	257,3	258,3	235,3	197,4
Acciones cotizadas	11,7	100,6	39,6	58,9	77,0	82,7	45,0	23,7
Acciones no cotizadas y otras participaciones	189,7	166,1	185,9	189,2	180,3	175,6	190,3	173,7
Transferencias netas de capital, recursos (-)	64,1	60,1	69,9	73,4	73,4	74,0	73,3	75,4
= Ahorro neto	109,7	96,6	50,8	56,8	55,9	61,9	66,4	63,7
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.376,1	1.508,2	1.651,1	1.689,5	1.741,6	1.756,8	1.823,8	1.839,5
Efectivo y depósitos	1.102,6	1.220,7	1.356,8	1.364,7	1.405,0	1.429,0	1.499,7	1.478,9
Participaciones en fondos del mercado monetario	163,7	176,3	185,9	204,2	205,2	185,8	162,3	183,7
Valores distintos de acciones ¹⁾	109,8	111,3	108,4	120,7	131,4	142,0	161,8	177,0
Activos a largo plazo	7.219,6	8.214,4	9.430,4	9.791,3	10.165,3	10.087,0	10.173,7	9.533,4
Depósitos	141,0	191,1	216,5	268,1	277,5	268,2	267,7	257,0
Valores distintos de acciones	330,7	282,9	260,2	237,6	228,4	197,1	180,9	168,0
Acciones y otras participaciones	5.209,7	6.061,2	7.078,4	7.325,4	7.641,7	7.557,5	7.612,0	6.981,2
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	1.538,1	1.679,1	1.875,3	1.960,1	2.017,6	2.064,2	2.113,1	2.127,3
Otros activos netos (+)	209,7	256,6	353,4	423,0	405,3	413,7	424,5	472,7
Pasivos								
Deuda	6.340,0	6.809,0	7.472,3	7.634,4	7.890,6	8.047,1	8.239,0	8.403,7
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	3.160,8	3.433,0	3.872,5	3.971,7	4.122,6	4.247,9	4.407,7	4.545,8
de la cual, valores distintos de acciones	650,5	669,3	690,2	695,8	731,9	719,5	729,2	739,5
Acciones y otras participaciones	9.249,0	10.586,4	12.273,8	12.728,8	13.359,1	13.191,7	13.261,9	11.939,9
Acciones cotizadas	2.988,6	3.682,9	4.454,4	4.689,0	5.065,4	4.982,9	4.972,8	4.198,3
Acciones no cotizadas y otras participaciones	6.260,4	6.903,5	7.819,4	8.039,8	8.293,8	8.208,8	8.289,1	7.741,5

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 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	39,8	26,1	51,5	69,8	56,6	49,6	41,8	61,4
Efectivo y depósitos	13,2	7,2	12,4	18,0	2,4	8,9	7,8	32,5
Participaciones en fondos del mercado monetario	2,7	0,4	3,7	7,1	3,6	0,3	0,0	9,8
Valores distintos de acciones ¹⁾	23,8	18,5	35,4	44,7	50,6	40,4	34,1	19,1
Activos a largo plazo	220,6	285,5	321,4	289,0	282,8	264,1	240,5	231,0
Depósitos	37,5	17,4	66,0	71,7	68,5	67,1	53,5	30,9
Valores distintos de acciones	131,6	131,0	121,4	141,4	154,8	156,8	137,4	113,1
Préstamos	6,3	-2,5	-1,0	-18,1	-16,6	-22,5	-16,9	17,5
Acciones cotizadas	12,8	32,2	22,0	15,7	7,0	5,7	6,7	16,8
Acciones no cotizadas y otras participaciones	2,0	21,2	29,0	18,3	18,3	21,6	20,9	30,5
Participaciones en fondos de inversión	30,5	86,2	83,9	60,0	50,7	35,2	38,8	22,3
Otros activos netos (+)	9,0	15,1	21,4	28,2	27,5	33,1	1,2	-29,1
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	-1,7	-0,4	5,2	5,0	3,9	3,3	1,4	1,2
Préstamos	4,7	19,2	31,1	18,0	23,3	20,7	8,0	12,6
Acciones y otras participaciones	13,6	9,4	8,1	10,8	12,4	10,5	11,7	11,5
Reservas técnicas de seguro	262,6	336,5	337,6	334,8	338,6	323,7	302,6	273,2
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	231,0	293,6	288,2	279,8	282,9	277,6	266,1	243,7
Reservas para primas y para siniestros	31,6	42,9	49,4	55,0	55,7	46,1	36,5	29,4
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-9,8	-38,0	12,3	18,3	-11,3	-11,4	-40,3	-35,3
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	110,0	179,7	164,4	119,1	238,0	129,6	14,0	-166,2
Otros activos netos	141,8	72,0	-40,0	-50,3	-71,0	-107,9	-51,7	-15,8
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	21,2	122,0	45,9	32,9	96,7	14,8	-22,5	-93,0
Reservas técnicas de seguro	84,3	135,7	57,4	44,2	71,6	35,6	27,5	-24,5
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	64,4	144,1	58,2	42,8	69,3	35,1	13,4	-36,8
Reservas para primas y para siniestros	19,9	-8,4	-0,8	1,4	2,2	0,5	14,1	12,3
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	146,3	-6,1	21,1	-8,3	-1,3	-28,6	-42,7	-64,6
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	401,8	432,6	485,1	508,5	514,6	519,1	523,0	569,1
Efectivo y depósitos	133,6	142,7	154,6	155,9	144,4	154,0	163,2	190,9
Participaciones en fondos del mercado monetario	72,2	74,3	80,4	82,8	84,3	81,0	78,2	87,2
Valores distintos de acciones ¹⁾	195,9	215,6	250,1	269,9	285,9	284,1	281,6	291,0
Activos a largo plazo	4.106,9	4.604,8	5.030,2	5.115,3	5.211,9	5.236,3	5.232,7	5.148,4
Depósitos	499,6	520,3	586,8	612,1	626,4	638,4	636,2	639,0
Valores distintos de acciones	1.622,0	1.778,7	1.846,3	1.881,6	1.889,4	1.929,5	1.939,7	1.966,9
Préstamos	363,6	366,5	360,8	344,9	346,6	342,9	337,8	357,3
Acciones cotizadas	595,4	727,8	831,3	850,5	877,0	864,2	846,2	779,0
Acciones no cotizadas y otras participaciones	334,9	375,9	443,3	443,7	461,8	454,3	467,3	439,9
Participaciones en fondos de inversión	691,4	835,7	961,8	982,4	1.010,9	1.007,0	1.005,4	966,5
Otros activos netos (+)	128,2	170,7	208,6	208,4	206,0	204,1	210,6	192,8
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	22,3	21,3	26,7	27,3	26,6	26,4	27,4	26,5
Préstamos	120,2	132,9	160,7	167,0	177,8	183,3	166,1	178,7
Acciones y otras participaciones	491,7	623,1	677,2	692,9	720,1	685,9	666,4	611,3
Reservas técnicas de seguro	4.110,9	4.583,1	4.978,1	5.075,9	5.175,5	5.234,4	5.308,2	5.324,5
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.478,5	3.916,1	4.262,5	4.342,0	4.434,0	4.487,3	4.542,0	4.548,9
Reservas para primas y para siniestros	632,5	667,0	715,7	733,8	741,5	747,1	766,2	775,6
= Riqueza financiera neta	-108,2	-152,3	-118,9	-130,8	-167,5	-170,6	-201,9	-230,6

Fuente: BCE.

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

MERCADOS FINANCIEROS

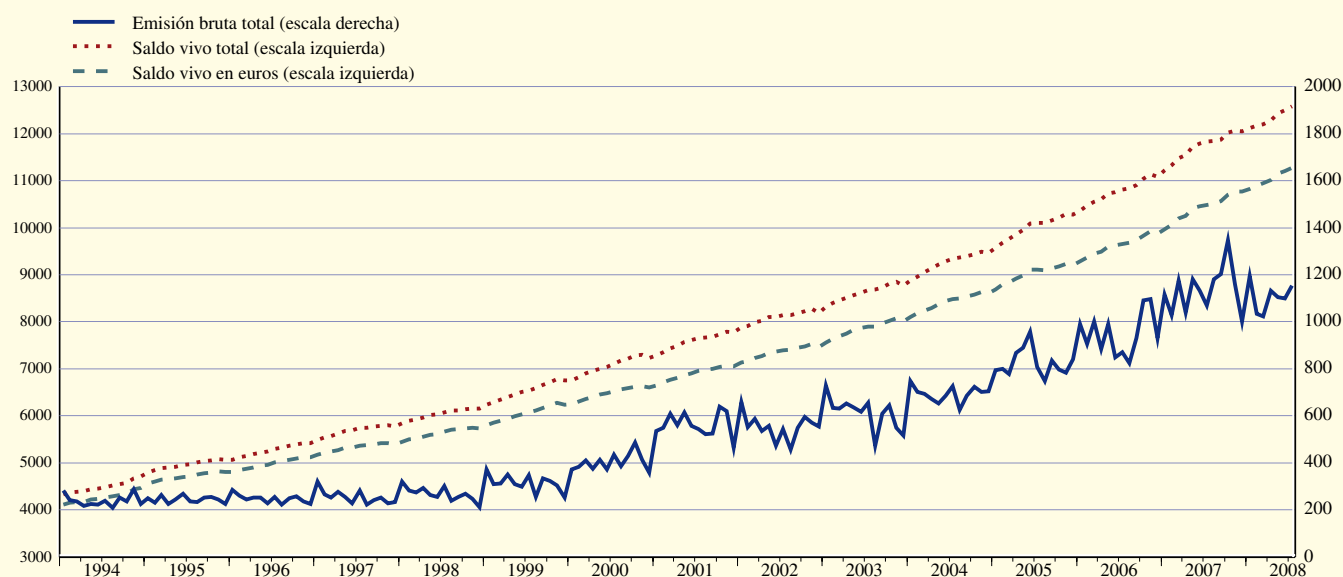
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
Total												
2007 Jul	12.538,8	1.076,7	1,5	10.488,3	1.004,8	26,7	11.828,4	1.068,8	44,5	9,1	65,0	9,5
Ago	12.566,8	1.184,1	28,2	10.514,1	1.131,9	26,1	11.848,6	1.181,8	26,1	9,1	76,6	9,0
Sep	12.657,1	1.243,6	88,6	10.569,4	1.154,0	53,6	11.876,0	1.201,8	43,9	9,0	64,1	8,0
Oct	12.767,0	1.350,4	108,7	10.700,2	1.278,9	129,8	12.022,6	1.348,0	147,3	9,1	115,4	9,0
Nov	12.856,3	1.176,4	87,4	10.771,7	1.108,1	69,6	12.067,9	1.160,3	64,4	8,6	52,4	7,6
Dic	12.882,0	1.039,6	28,7	10.768,5	958,1	-0,2	12.048,8	1.001,1	-17,6	9,0	97,9	8,2
2008 Ene	12.916,1	1.199,6	38,0	10.823,2	1.130,0	58,8	12.117,2	1.195,5	68,2	8,5	27,8	7,5
Feb	12.998,6	1.024,7	82,6	10.895,8	966,2	72,7	12.178,1	1.034,1	75,8	8,0	45,1	6,9
Mar	13.104,3	1.070,6	105,7	10.942,8	966,4	46,9	12.195,2	1.021,7	44,5	7,0	20,0	6,1
Abr	13.155,2	1.158,9	51,1	11.009,1	1.067,3	66,4	12.274,4	1.132,2	78,4	7,1	59,3	5,1
May	13.329,2	1.120,4	174,0	11.143,7	1.030,6	134,6	12.432,5	1.104,4	149,3	6,7	93,6	5,8
Jun	13.455,1	1.140,3	124,2	11.208,1	1.025,1	62,8	12.493,0	1.098,1	68,8	6,8	76,4	5,4
Jul	.	.	.	11.272,4	1.068,6	55,7	12.575,6	1.154,3	74,3	7,0	96,5	6,5
A largo plazo												
2007 Jul	11.395,5	199,1	24,7	9.483,5	162,9	9,7	10.636,7	189,0	23,8	8,8	47,1	8,3
Ago	11.389,5	103,2	-6,6	9.476,5	87,3	-7,6	10.634,5	104,5	-2,7	8,5	48,8	7,5
Sep	11.412,5	157,5	21,7	9.491,6	132,2	13,8	10.622,9	146,6	12,6	7,9	20,8	6,1
Oct	11.489,8	236,9	78,4	9.555,9	200,7	65,6	10.685,7	225,1	72,6	7,7	69,9	6,6
Nov	11.570,8	175,4	79,4	9.616,6	141,8	59,0	10.728,3	156,7	55,9	7,1	38,7	5,4
Dic	11.627,3	197,9	57,1	9.664,2	164,0	48,2	10.762,8	175,2	36,9	7,3	72,8	5,7
2008 Ene	11.626,5	194,4	2,6	9.657,4	166,1	-3,5	10.760,1	189,7	1,6	6,7	16,0	5,1
Feb	11.673,6	181,7	47,0	9.706,6	162,4	49,2	10.802,3	186,5	51,3	6,1	28,9	4,7
Mar	11.709,2	178,6	35,8	9.732,0	144,0	25,5	10.800,6	158,9	22,1	5,3	12,5	4,5
Abr	11.796,4	258,2	87,4	9.795,6	207,0	63,7	10.874,1	224,8	69,0	5,5	64,7	4,4
May	11.945,6	286,1	149,4	9.905,0	230,4	109,7	10.991,4	251,9	116,3	5,1	62,7	4,9
Jun	12.049,6	270,2	104,2	9.982,0	216,8	77,3	11.069,3	240,6	86,7	5,2	59,9	4,6
Jul	.	.	.	10.020,2	174,9	30,5	11.117,2	192,9	35,9	5,3	60,8	5,4

C15 Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro

(mm de euros)



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

- 1) Emisión total de valores distintos de acciones denominados en euros realizadas por residentes y no residentes en la zona del euro.
- 2) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo de las tasas de crecimiento. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

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

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

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2006	11.088	4.573	1.166	625	4.419	304	947	700	36	93	112	7
2007	12.049	5.054	1.475	674	4.531	315	1.136	841	46	121	121	7
2007 III	11.876	4.960	1.345	664	4.597	310	1.151	868	30	131	115	6
IV	12.049	5.054	1.475	674	4.531	315	1.170	888	65	109	101	7
2008 I	12.195	5.095	1.493	678	4.616	313	1.084	786	24	105	159	9
II	12.493	5.231	1.588	692	4.666	317	1.112	785	47	119	153	7
2008 Abr	12.274	5.126	1.519	681	4.636	313	1.132	782	43	121	181	6
May	12.432	5.227	1.544	695	4.650	317	1.104	800	39	120	135	9
Jun	12.493	5.231	1.588	692	4.666	317	1.098	772	60	117	143	7
Jul	12.576	5.288	1.606	693	4.671	318	1.154	812	31	113	189	9
A corto plazo												
2006	1.014	575	16	89	330	4	766	616	5	85	57	3
2007	1.286	787	19	117	357	6	946	754	5	113	69	3
2007 III	1.253	715	10	112	410	6	1.004	802	4	126	69	4
IV	1.286	787	19	117	357	6	984	809	7	101	64	3
2008 I	1.395	817	32	128	411	6	905	700	7	102	93	4
II	1.424	833	36	129	418	8	872	665	4	109	89	5
2008 Abr	1.400	817	32	128	417	7	907	680	3	113	107	4
May	1.441	856	32	130	414	8	852	667	4	103	74	6
Jun	1.424	833	36	129	418	8	858	650	7	109	88	4
Jul	1.458	845	43	131	432	7	961	719	11	109	119	3
Total a largo plazo²⁾												
2006	10.074	3.998	1.150	536	4.089	301	181	84	30	8	54	5
2007	10.763	4.267	1.456	557	4.174	309	190	86	41	8	52	3
2007 III	10.623	4.245	1.335	552	4.188	304	147	66	27	5	46	3
IV	10.763	4.267	1.456	557	4.174	309	186	79	58	9	37	4
2008 I	10.801	4.278	1.462	550	4.205	306	178	86	17	4	67	5
II	11.069	4.398	1.552	563	4.247	309	239	119	43	11	64	3
2008 Abr	10.874	4.309	1.488	553	4.219	306	225	102	39	8	74	2
May	10.991	4.370	1.512	564	4.236	308	252	134	36	17	62	4
Jun	11.069	4.398	1.552	563	4.247	309	241	122	53	7	55	3
Jul	11.117	4.442	1.562	562	4.239	311	193	92	20	4	71	5
Del cual: a tipo fijo												
2006	7.058	2.136	545	410	3.731	237	108	40	12	5	48	3
2007	7.323	2.274	589	422	3.788	250	107	44	10	5	45	3
2007 III	7.313	2.254	591	416	3.806	246	88	33	8	3	41	2
IV	7.323	2.274	589	422	3.788	250	93	43	8	6	33	3
2008 I	7.301	2.271	583	413	3.789	246	110	43	4	3	56	3
II	7.465	2.355	599	427	3.836	248	143	65	10	9	56	2
2008 Abr	7.345	2.290	588	416	3.805	245	143	58	10	7	67	1
May	7.418	2.321	591	427	3.832	247	143	63	8	15	54	3
Jun	7.465	2.355	599	427	3.836	248	145	76	13	6	48	2
Jul	7.480	2.385	597	426	3.822	249	124	52	2	3	64	3
Del cual: a tipo variable												
2006	2.595	1.512	595	113	312	64	60	34	18	3	4	1
2007	2.984	1.615	848	125	338	58	69	31	30	3	4	0
2007 III	2.855	1.610	727	125	336	57	46	24	17	2	3	0
IV	2.984	1.615	848	125	338	58	80	25	49	2	3	1
2008 I	3.027	1.627	857	126	357	60	53	32	11	1	7	2
II	3.148	1.674	928	126	359	60	83	46	31	1	4	1
2008 Abr	3.057	1.642	878	126	350	60	70	37	28	1	3	1
May	3.109	1.671	897	127	355	60	95	62	26	1	5	1
Jun	3.148	1.674	928	126	359	60	84	39	39	2	5	0
Jul	3.170	1.680	939	127	363	61	51	26	17	2	4	2

Fuente: BCE.

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

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

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

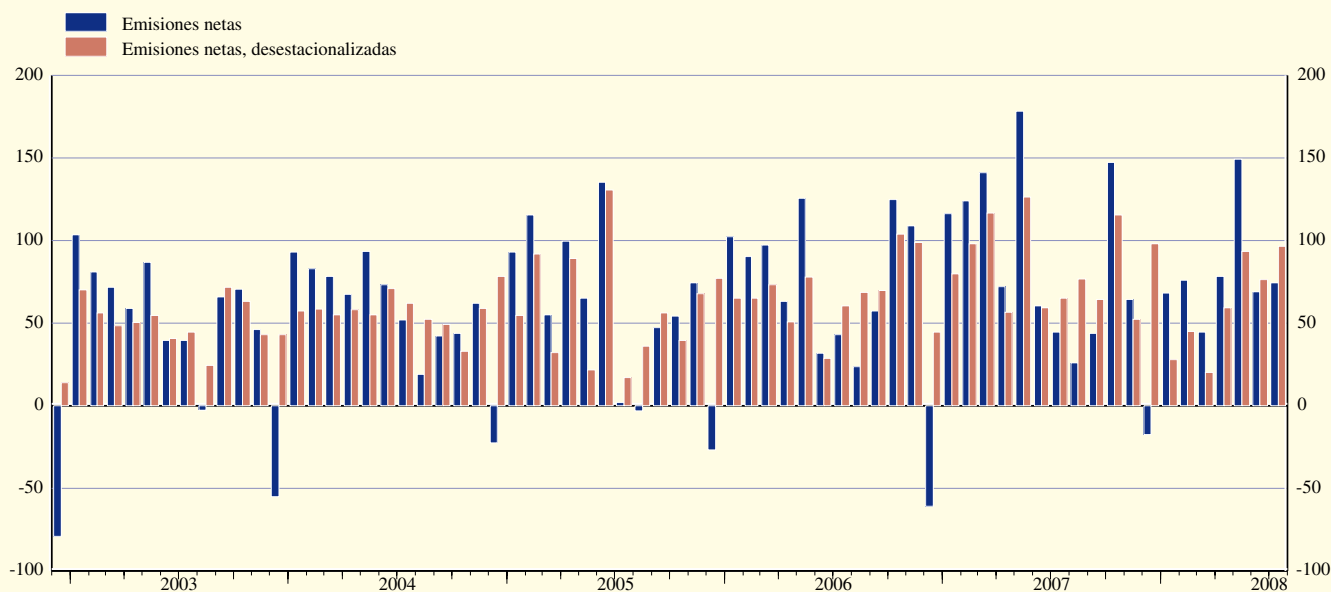
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar ¹⁾						Desestacionalizadas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2006	67,3	35,2	20,3	2,4	7,5	1,9	67,2	35,5	19,9	2,5	7,5	1,9
2007	83,4	40,4	27,5	4,6	10,0	0,9	84,0	41,0	27,0	4,7	10,4	0,9
2007 III	38,1	31,7	12,0	-2,6	-3,8	0,7	68,6	39,7	22,3	0,5	4,1	1,9
IV	64,7	31,9	48,0	4,2	-21,0	1,6	88,6	42,5	31,8	6,2	7,1	0,9
2008 I	62,8	23,0	8,3	2,5	29,6	-0,6	31,0	3,8	17,8	1,4	8,7	-0,8
II	98,8	44,9	31,4	4,8	16,4	1,3	76,4	46,8	27,4	0,5	0,7	1,0
2008 Abr	78,4	32,3	24,9	2,4	18,9	-0,2	59,3	18,3	27,1	-1,5	15,1	0,2
May	149,3	92,8	24,5	13,8	14,3	3,8	93,6	76,8	19,8	6,0	-12,8	3,9
Jun	68,8	9,6	44,9	-2,0	16,1	0,2	76,4	45,2	35,3	-2,8	-0,3	-0,9
Jul	74,3	48,9	17,4	1,4	4,9	1,7	96,5	47,4	18,9	1,2	26,3	2,7
A largo plazo												
2006	63,0	28,9	19,7	2,2	10,1	1,9	62,9	29,1	19,4	2,2	10,2	1,9
2007	61,6	23,8	27,2	2,3	7,7	0,7	61,3	23,9	26,7	2,3	7,7	0,7
2007 III	11,2	4,7	12,6	-1,5	-4,7	0,1	38,9	11,6	22,8	0,0	3,3	1,2
IV	55,2	9,5	45,0	2,7	-3,7	1,6	60,4	17,6	29,1	2,2	10,7	0,8
2008 I	25,0	11,5	4,1	-1,3	11,4	-0,7	19,1	2,4	13,5	1,1	2,9	-0,8
II	90,7	41,3	30,1	4,5	14,0	0,8	62,4	34,9	26,1	0,9	-0,2	0,7
2008 Abr	69,0	28,6	25,1	2,8	13,0	-0,5	64,7	23,9	27,8	2,4	10,4	0,2
May	116,3	61,1	24,1	11,3	17,4	2,4	62,7	42,9	18,5	6,2	-7,6	2,6
Jun	86,7	34,0	41,2	-0,8	11,7	0,6	59,9	37,9	32,1	-5,9	-3,4	-0,7
Jul	35,9	32,5	9,8	-0,2	-8,2	2,1	60,8	33,0	10,8	-0,3	13,7	3,6

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

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



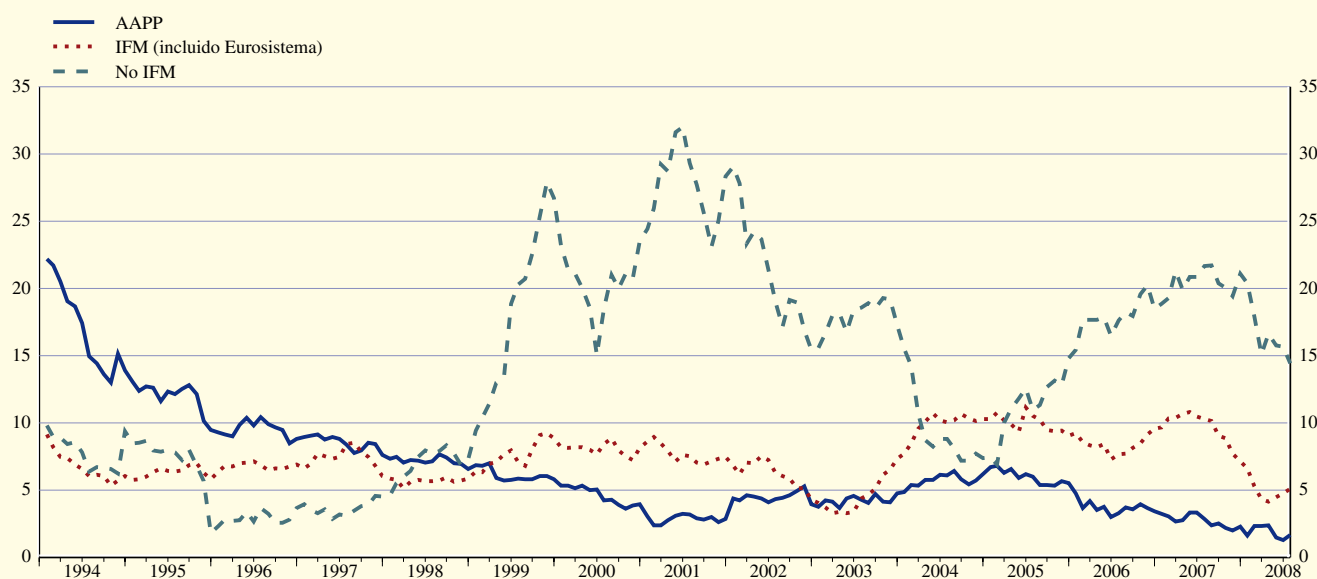
Fuente: BCE.

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

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

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el 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 Jul	9,1	10,8	28,4	10,0	3,3	2,5	9,5	10,0	30,0	15,4	3,6	1,3
Ago	9,1	11,0	28,5	9,5	3,1	2,5	9,0	9,7	26,4	11,5	3,8	3,1
Sep	9,0	10,9	27,0	8,0	3,2	4,2	8,0	9,7	18,6	8,5	3,5	3,2
Oct	9,1	11,0	26,8	8,8	3,0	5,4	9,0	10,4	25,9	9,0	3,4	4,5
Nov	8,6	10,4	25,6	8,9	2,7	4,2	7,6	9,3	22,8	9,0	1,6	5,2
Dic	9,0	10,6	28,4	8,8	2,7	3,6	8,2	10,4	26,6	6,1	1,5	5,5
2008 Ene	8,5	10,0	27,0	10,6	2,2	3,1	7,5	9,8	24,1	6,2	0,9	4,8
Feb	8,0	8,7	24,4	9,9	2,9	2,8	6,9	7,5	22,3	8,2	2,1	2,4
Mar	7,0	7,7	20,9	7,8	2,8	1,7	6,1	5,7	23,1	7,0	2,1	0,2
Abr	7,1	7,2	23,1	6,6	2,9	1,1	5,1	4,1	20,3	4,1	2,4	-2,2
May	6,7	7,8	21,7	6,6	1,6	3,0	5,8	6,3	20,4	4,0	1,6	0,8
Jun	6,8	8,1	23,0	4,0	1,4	2,9	5,4	6,1	19,6	1,7	1,2	0,5
Jul	7,0	8,4	21,9	2,9	2,0	3,8	6,5	7,2	19,8	-0,3	3,0	2,8
A largo plazo												
2007 Jul	8,8	10,3	29,2	7,0	2,9	2,7	8,3	9,1	31,3	7,6	2,1	1,2
Ago	8,5	10,1	29,3	6,6	2,4	2,7	7,5	7,6	27,5	6,8	2,3	2,9
Sep	7,9	9,0	27,8	5,6	2,4	3,5	6,1	5,8	19,6	4,8	2,9	1,7
Oct	7,7	8,8	27,0	5,6	2,0	4,6	6,6	5,6	25,6	4,7	2,7	2,8
Nov	7,1	7,7	25,8	6,0	1,9	3,1	5,4	4,6	22,0	5,7	1,4	3,2
Dic	7,3	7,1	28,5	5,1	2,3	2,7	5,7	4,2	25,7	2,4	2,0	4,0
2008 Ene	6,7	6,6	27,1	5,8	1,6	2,2	5,1	4,1	23,1	4,1	1,0	3,1
Feb	6,1	5,3	23,3	5,7	2,3	1,9	4,7	2,9	19,3	4,6	2,3	0,9
Mar	5,3	4,3	19,8	4,2	2,4	0,9	4,5	2,8	19,9	3,7	2,0	0,0
Abr	5,5	4,1	22,0	4,3	2,5	0,4	4,4	2,7	18,4	3,9	2,3	-1,9
May	5,1	4,5	20,3	5,1	1,4	1,8	4,9	4,3	18,4	4,5	1,4	0,5
Jun	5,2	4,8	21,4	2,4	1,2	1,9	4,6	5,3	17,4	2,2	0,4	-0,1
Jul	5,3	5,1	19,6	2,1	1,5	3,0	5,4	6,1	16,3	0,3	2,1	2,9

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



Fuente: BCE.

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

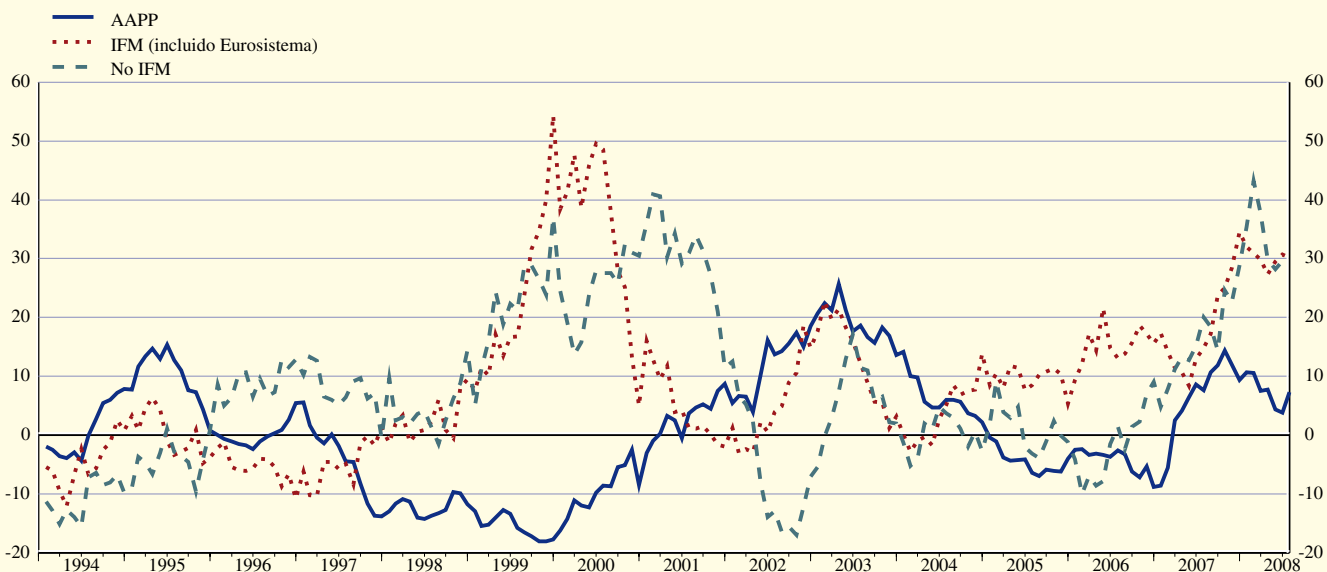
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2006	4,5	4,7	14,0	0,4	3,2	13,5	16,1	11,9	40,1	25,7	5,0	4,3
2007	5,1	7,1	17,4	3,5	2,4	6,6	15,7	11,1	37,8	18,5	3,8	-1,8
2007 III	5,3	8,0	17,1	4,3	2,3	5,0	16,2	11,1	39,8	19,8	4,4	-4,8
2007 IV	4,5	6,7	13,1	4,4	1,8	6,3	15,1	9,0	39,4	14,5	4,8	-6,5
2008 I	3,3	5,3	8,4	4,2	1,3	3,3	14,3	6,0	38,7	12,6	11,4	-3,2
2008 II	2,6	4,2	5,0	3,8	1,3	1,4	12,2	4,9	33,4	8,2	7,6	0,4
2008 Feb	3,1	4,8	6,7	4,4	1,5	2,4	13,8	5,3	37,4	12,9	12,2	-0,1
2008 Mar	2,5	3,5	5,6	2,8	1,5	1,4	12,2	4,8	30,9	12,3	12,3	-1,1
2008 Abr	2,7	3,7	5,0	3,6	1,7	0,8	12,4	4,6	35,9	9,4	7,2	-1,0
2008 May	2,6	4,6	4,3	5,1	1,0	1,7	12,2	5,4	32,5	8,1	6,9	2,0
2008 Jun	2,8	5,2	5,9	2,9	0,9	1,9	11,7	4,9	32,9	2,3	5,4	1,6
2008 Jul	3,0	5,6	4,5	3,1	1,2	2,0	11,4	5,1	30,5	1,4	5,7	6,6
En euros												
2006	3,8	3,1	11,5	-0,4	3,2	13,7	14,9	10,1	36,6	28,0	5,2	3,5
2007	4,5	6,4	14,1	1,9	2,7	6,7	15,0	10,2	35,5	18,3	3,9	-2,4
2007 III	4,6	7,1	14,0	2,9	2,5	5,1	15,7	10,3	38,0	19,0	4,5	-5,7
2007 IV	4,0	6,2	10,9	3,0	2,1	6,6	14,9	8,7	37,9	13,3	4,9	-7,1
2008 I	2,9	4,9	7,1	2,9	1,5	3,5	14,9	5,8	39,1	11,7	11,7	-4,0
2008 II	2,4	3,9	4,4	2,0	1,5	1,4	13,4	5,5	34,7	7,9	8,0	-1,2
2008 Feb	2,8	4,5	5,8	3,2	1,7	2,5	14,5	5,2	38,1	12,0	12,5	-1,3
2008 Mar	2,3	3,1	4,5	1,0	1,7	1,4	12,8	4,4	32,0	11,8	12,9	-2,7
2008 Abr	2,4	3,4	4,0	1,8	1,9	0,8	13,5	4,9	37,6	8,8	7,6	-2,6
2008 May	2,3	4,3	3,8	3,5	1,1	1,8	13,6	6,4	33,8	7,8	7,3	0,5
2008 Jun	2,5	4,9	6,2	0,6	1,1	1,9	13,2	6,2	34,0	2,7	5,8	0,1
2008 Jul	2,8	5,4	4,9	1,0	1,5	2,0	13,2	6,5	32,4	2,0	6,1	5,2

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

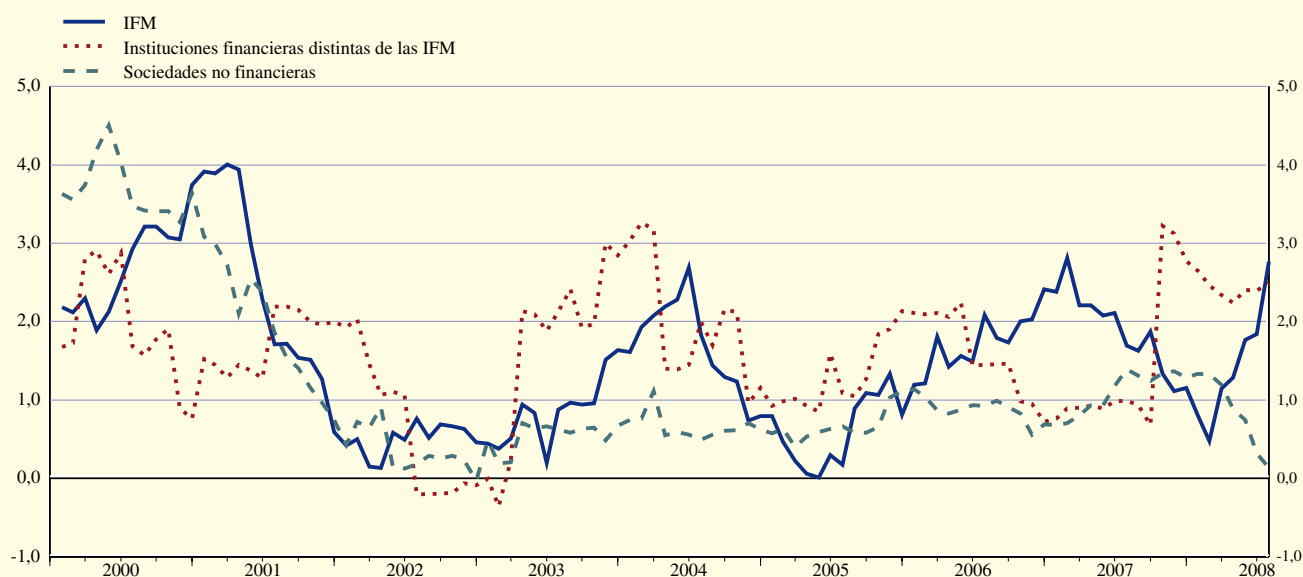
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 Jul	5.405,1	103,5	1,2	923,0	2,1	553,7	1,4	3.928,3	0,9
Ago	5.586,9	103,5	1,2	963,8	1,8	604,6	1,5	4.018,5	1,0
Sep	5.728,5	103,6	1,1	991,8	1,7	616,7	1,5	4.120,0	0,9
Oct	5.917,6	103,6	1,1	1.022,4	2,0	623,8	1,0	4.271,4	0,8
Nov	5.972,2	103,7	0,9	1.031,8	2,0	613,6	0,9	4.326,8	0,6
Dic	6.190,9	103,9	1,0	1.063,9	2,4	633,2	0,7	4.493,7	0,7
2007 Ene	6.369,9	104,0	1,0	1.123,5	2,4	646,2	0,8	4.600,2	0,7
Feb	6.283,9	104,1	1,1	1.092,8	2,8	637,8	0,9	4.553,3	0,7
Mar	6.510,1	104,1	1,1	1.111,4	2,2	649,3	0,9	4.749,4	0,8
Abr	6.760,5	104,3	1,2	1.168,6	2,2	675,5	0,9	4.916,3	0,9
May	7.040,4	104,4	1,1	1.174,5	2,1	688,8	0,9	5.177,0	0,9
Jun	6.961,9	104,7	1,3	1.128,6	2,1	677,1	1,0	5.156,1	1,2
Jul	6.731,4	104,9	1,4	1.099,8	1,7	608,8	1,0	5.022,7	1,4
Ago	6.618,1	104,9	1,3	1.060,2	1,6	583,8	0,9	4.974,1	1,3
Sep	6.682,2	104,9	1,3	1.048,8	1,9	597,2	0,7	5.036,1	1,2
Oct	6.936,7	105,2	1,5	1.072,8	1,3	629,2	3,2	5.234,7	1,3
Nov	6.622,4	105,3	1,5	1.032,7	1,1	579,2	3,1	5.010,5	1,4
Dic	6.578,8	105,4	1,4	1.017,2	1,2	579,0	2,8	4.982,7	1,3
2008 Ene	5.756,8	105,4	1,4	887,9	0,8	497,3	2,6	4.371,5	1,3
Feb	5.811,0	105,5	1,3	858,2	0,5	492,4	2,5	4.460,5	1,3
Mar	5.557,5	105,5	1,3	858,5	1,1	501,3	2,3	4.197,7	1,2
Abr	5.738,4	105,5	1,1	835,2	1,3	519,4	2,2	4.383,7	0,9
May	5.712,3	105,5	1,0	768,9	1,8	497,1	2,4	4.446,3	0,7
Jun	5.069,5	105,5	0,7	663,2	1,8	435,8	2,4	3.970,6	0,3
Jul	4.962,2	105,7	0,7	689,5	2,8	428,2	2,5	3.844,5	0,1

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

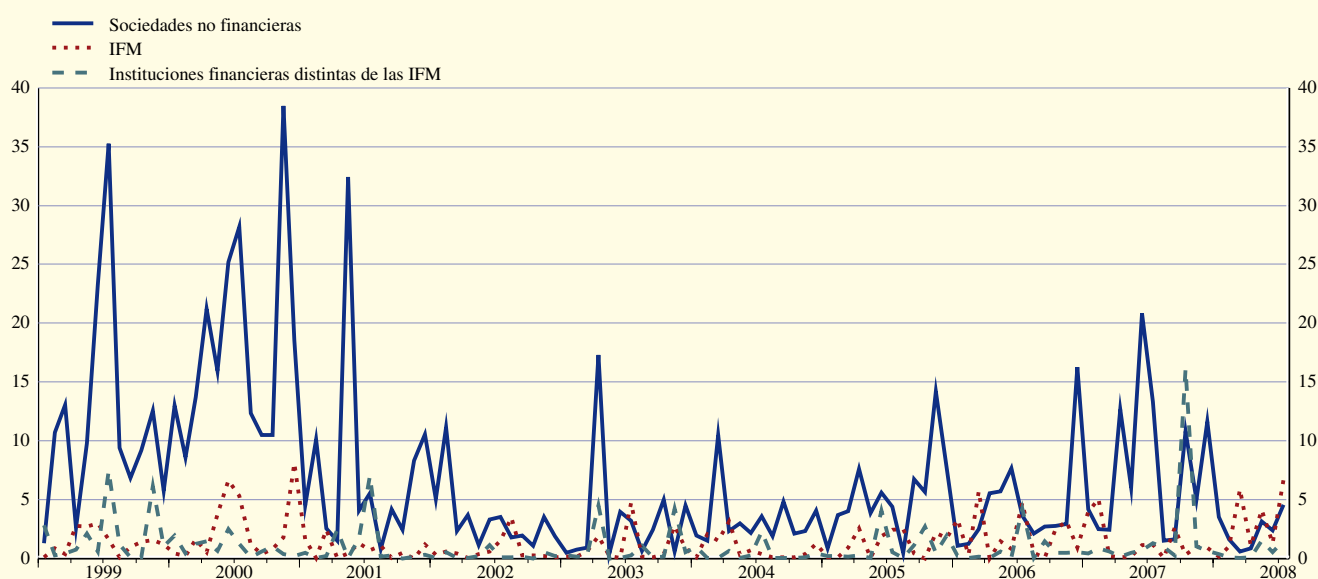
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

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

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras						Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo					
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2007 Ago	1,14	3,93	3,93	3,01	2,53	3,46	1,89	4,08	4,33	4,20	3,93		
Sep	1,16	4,07	3,98	2,92	2,58	3,50	1,91	4,14	4,34	4,41	3,97		
Oct	1,17	4,11	4,16	3,31	2,53	3,57	1,97	4,07	4,37	4,63	3,93		
Nov	1,18	4,08	4,22	3,20	2,54	3,64	2,01	4,10	4,41	4,04	3,98		
Dic	1,18	4,28	4,14	3,18	2,57	3,68	1,95	4,26	4,40	4,03	3,95		
2008 Ene	1,20	4,19	4,32	3,43	2,57	3,75	2,01	4,13	4,38	4,68	3,95		
Feb	1,21	4,10	4,18	3,22	2,65	3,77	2,01	4,07	4,18	4,36	3,93		
Mar	1,22	4,14	3,97	3,08	2,69	3,78	2,03	4,20	4,23	4,07	3,96		
Abr	1,22	4,28	4,16	3,14	2,72	3,81	2,05	4,27	4,56	4,62	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	4,84	3,35	2,80	3,94	2,13	4,46	5,08	4,57	4,26		

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 Ago	10,55	8,44	6,85	8,31	8,49	5,15	4,98	5,08	4,90	5,24	5,36	5,93	5,47
Sep	10,53	8,49	6,83	8,39	8,54	5,23	5,04	5,09	5,02	5,31	5,46	5,87	5,51
Oct	10,64	8,10	6,88	8,40	8,38	5,29	5,07	5,08	5,11	5,38	5,63	6,05	5,59
Nov	10,50	8,39	6,90	8,36	8,47	5,28	5,03	5,10	5,11	5,38	5,60	5,95	5,49
Dic	10,46	8,05	6,93	8,17	8,26	5,32	5,03	5,07	5,18	5,40	5,67	5,83	5,43
2008 Ene	10,46	8,12	7,00	8,47	8,48	5,32	5,02	5,07	5,14	5,37	5,59	5,93	5,49
Feb	10,45	8,55	7,24	8,44	8,70	5,26	4,97	5,02	5,11	5,35	5,55	5,87	5,55
Mar	10,52	8,43	7,05	8,42	8,56	5,20	4,89	4,96	5,11	5,28	5,65	5,79	5,46
Abr	10,53	8,33	7,02	8,46	8,55	5,23	4,91	4,95	5,12	5,29	5,83	5,80	5,45
May	10,57	8,70	7,01	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	10,64	8,77	7,15	8,57	8,81	5,66	5,25	5,21	5,31	5,67	6,08	6,20	5,77

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
2007 Ago		6,35	5,77	5,86	5,17	5,01	5,29
Sep		6,49	5,93	5,90	5,23	5,20	5,41
Oct		6,53	5,96	6,00	5,26	5,11	5,31
Nov		6,50	5,96	5,90	5,29	5,08	5,36
Dic		6,62	6,08	5,96	5,30	5,35	5,48
2008 Ene		6,62	5,93	5,92	5,27	5,12	5,23
Feb		6,56	5,84	5,86	5,24	5,04	5,14
Mar		6,56	5,91	5,77	5,23	5,19	5,34
Abr		6,54	6,03	5,77	5,20	5,30	5,39
May		6,57	6,10	5,93	5,25	5,27	5,38
Jun		6,67	6,16	6,09	5,43	5,35	5,52
Jul		6,74	6,26	6,27	5,49	5,44	5,51

Fuente: BCE.

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

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

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

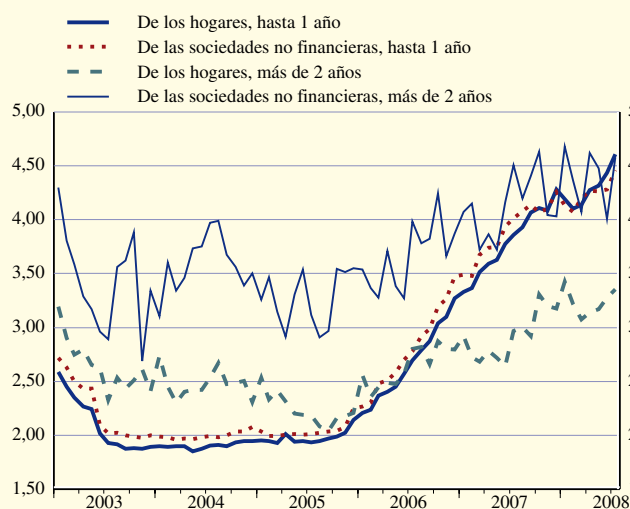
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 Ago	1,14	3,58	3,03	2,53	3,46	1,89	4,03	4,07	3,89
Sep	1,16	3,68	3,06	2,58	3,50	1,91	4,13	4,09	3,93
Oct	1,17	3,79	3,04	2,53	3,57	1,97	4,18	4,11	3,93
Nov	1,18	3,85	3,06	2,54	3,64	2,01	4,21	4,18	3,97
Dic	1,18	3,95	3,03	2,57	3,68	1,95	4,33	4,17	4,01
2008 Ene	1,20	3,98	3,06	2,57	3,75	2,01	4,27	4,21	4,01
Feb	1,21	3,99	3,11	2,65	3,77	2,01	4,23	4,24	3,97
Mar	1,22	4,01	3,07	2,69	3,78	2,03	4,29	4,24	3,96
Abr	1,22	4,07	3,07	2,72	3,81	2,05	4,37	4,29	3,91
May	1,23	4,13	3,06	2,73	3,84	2,07	4,43	4,26	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	3,06	2,80	3,94	2,13	4,58	4,36	4,24

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 Ago	5,35	4,58	4,90	8,85	6,97	6,08	5,76	5,24	5,05
Sep	5,44	4,64	4,94	8,99	7,00	6,13	5,91	5,35	5,14
Oct	5,49	4,68	4,98	9,02	7,10	6,16	5,96	5,44	5,22
Nov	5,48	4,72	4,99	8,86	7,12	6,21	5,96	5,49	5,22
Dic	5,54	4,75	5,00	8,97	7,13	6,22	6,08	5,57	5,28
2008 Ene	5,62	4,75	5,01	8,99	7,15	6,24	6,06	5,55	5,27
Feb	5,60	4,82	5,03	9,05	7,21	6,26	5,99	5,52	5,30
Mar	5,61	4,80	5,02	9,06	7,19	6,25	5,99	5,51	5,27
Abr	5,59	4,85	5,03	9,07	7,22	6,28	6,04	5,54	5,29
May	5,62	4,85	5,05	9,08	7,22	6,27	6,09	5,59	5,32
Jun	5,66	4,89	5,07	9,11	7,29	6,35	6,18	5,68	5,39
Jul	5,77	4,93	5,11	9,22	7,31	6,40	6,26	5,77	5,44

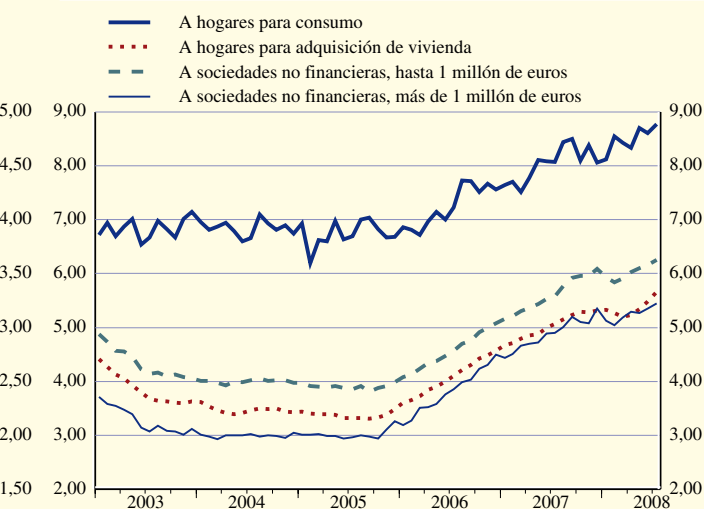
C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

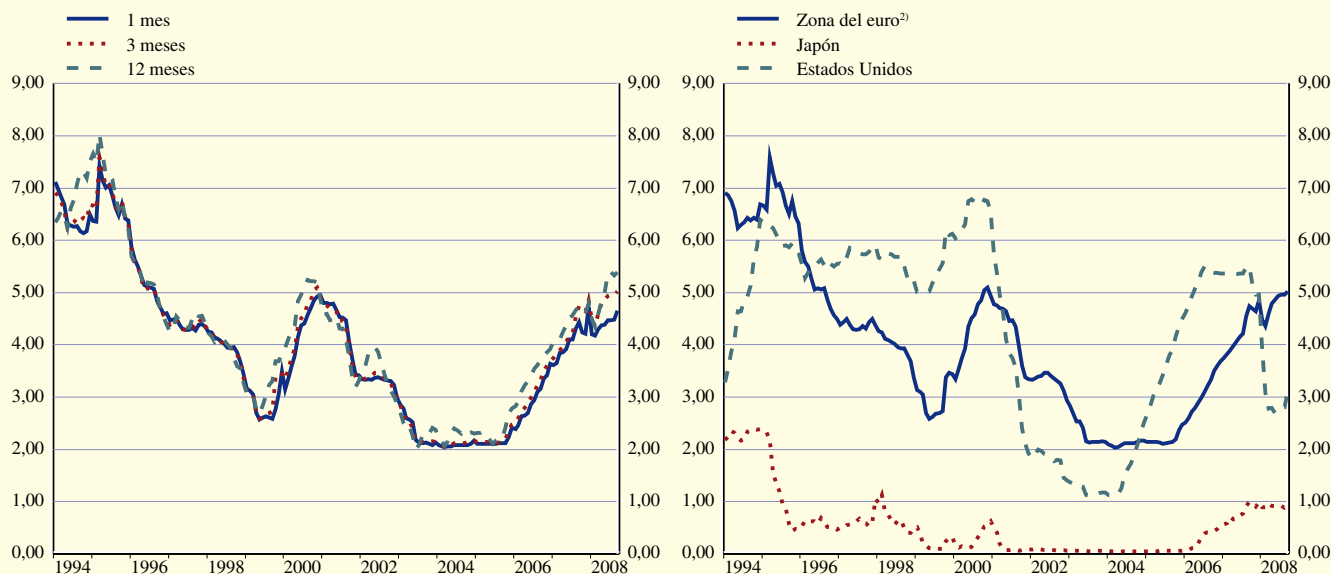
	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2007 III	4,05	4,28	4,49	4,56	4,65	5,45	0,89
IV	3,95	4,37	4,72	4,70	4,68	5,02	0,96
2008 I	4,05	4,23	4,48	4,48	4,48	3,26	0,92
II	4,00	4,41	4,86	4,93	5,05	2,75	0,92
III	4,25	4,54	4,98	5,18	5,37	2,91	0,90
2007 Sep	4,03	4,43	4,74	4,75	4,72	5,49	0,99
Oct	3,94	4,24	4,69	4,66	4,65	5,15	0,97
Nov	4,02	4,22	4,64	4,63	4,61	4,96	0,91
Dic	3,88	4,71	4,85	4,82	4,79	4,97	0,99
2008 Ene	4,02	4,20	4,48	4,50	4,50	3,92	0,89
Feb	4,03	4,18	4,36	4,36	4,35	3,09	0,90
Mar	4,09	4,30	4,60	4,59	4,59	2,78	0,97
Abr	3,99	4,37	4,78	4,80	4,82	2,79	0,92
May	4,01	4,39	4,86	4,90	4,99	2,69	0,92
Jun	4,01	4,47	4,94	5,09	5,36	2,77	0,92
Jul	4,19	4,47	4,96	5,15	5,39	2,79	0,92
Ago	4,30	4,49	4,97	5,16	5,32	2,81	0,89
Sep	4,27	4,66	5,02	5,22	5,38	3,12	0,91

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

(mensuales; en porcentaje)

C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

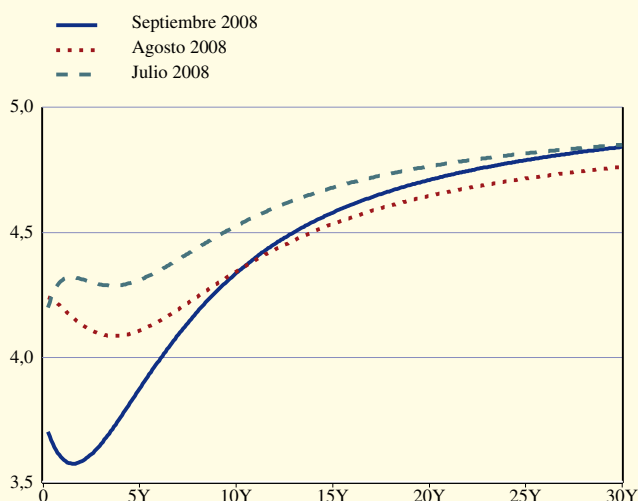
2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro¹⁾

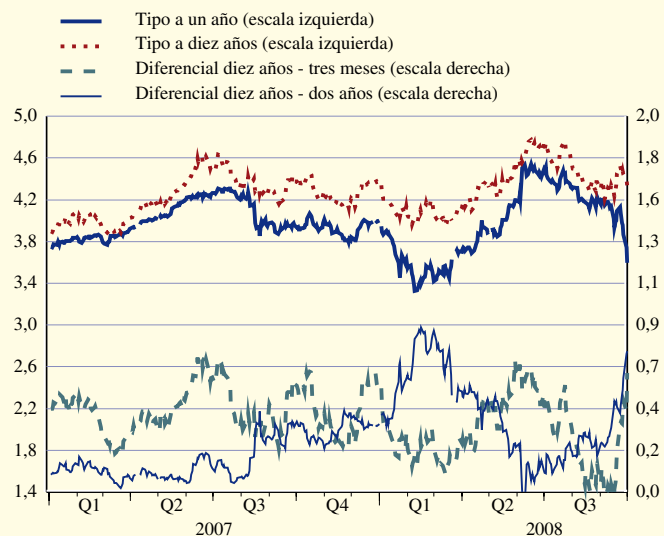
(deuda de las administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

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

C25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro (en porcentaje; fin de período)



C26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro (datos diarios; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)



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

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

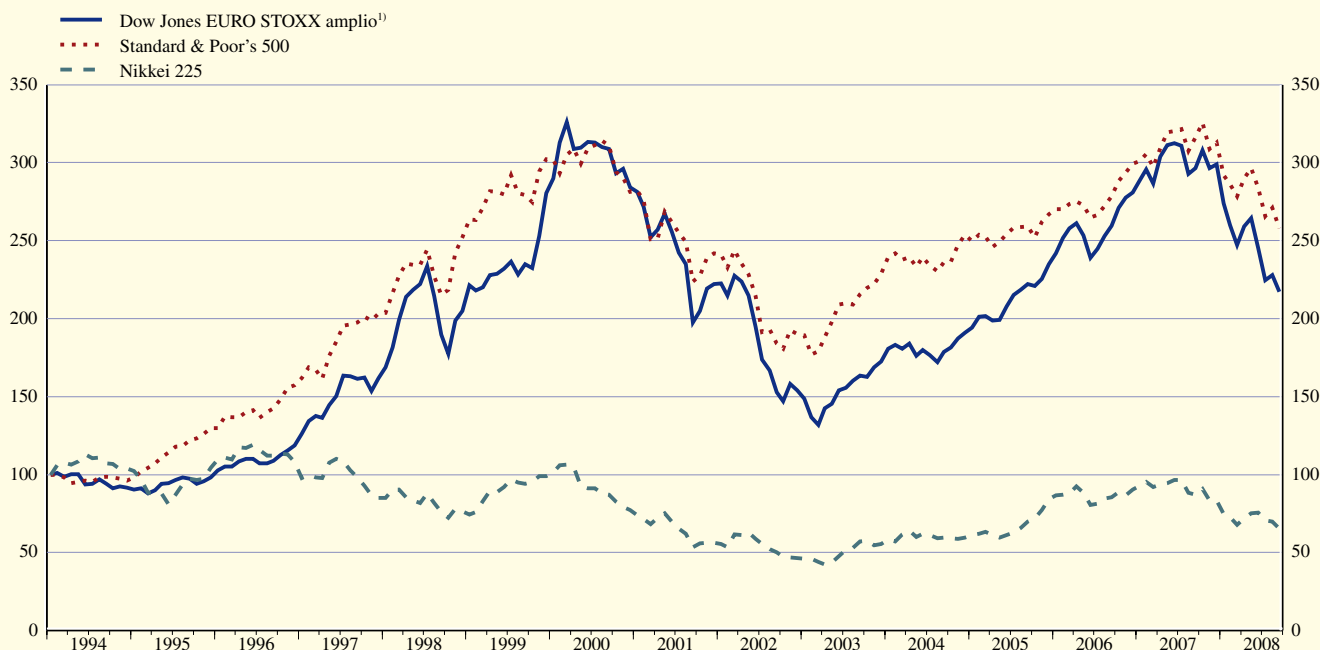
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos Standard & Poor's 500	Japón Nikkei 225
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2007 III	416,4	4.317,6	568,3	233,5	373,3	465,6	399,8	494,4	400,9	556,3	476,7	503,8	1.489,8	16.907,5
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	13.372,7
2008 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
2008 III	309,7	3.278,8	506,0	162,2	282,2	382,8	260,5	345,7	285,6	494,8	412,4	407,4	1.252,7	12.758,7
2007 Sep	411,3	4.284,4	569,1	230,1	373,2	461,5	386,3	473,8	414,7	562,7	495,9	503,2	1.496,0	16.233,9
2007 Oct	427,1	4.430,8	587,6	234,9	394,6	463,8	399,4	492,9	419,5	602,4	527,9	507,6	1.539,7	16.910,4
2007 Nov	411,4	4.314,9	549,1	225,3	380,2	450,3	369,1	477,1	400,8	624,1	555,0	501,9	1.461,3	15.514,0
2007 Dic	414,5	4.386,0	564,0	224,1	375,8	452,5	374,0	481,8	397,8	634,9	552,6	518,6	1.480,0	15.520,1
2008 Ene	380,2	4.042,1	529,7	202,3	338,7	431,4	339,7	426,3	351,2	602,9	528,4	492,9	1.380,3	13.953,4
2008 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
2008 Mar	342,9	3.587,3	511,4	184,7	317,6	395,2	300,8	394,7	308,9	540,2	444,9	414,1	1.317,5	12.586,6
2008 Abr	359,6	3.768,1	553,9	189,3	324,6	423,2	326,5	406,2	312,8	550,2	449,3	429,6	1.370,5	13.382,1
2008 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
2008 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
2008 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
2008 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
2008 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

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo¹⁾

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
% del total ³⁾	100,0	100,0	82,6	59,1	40,9	100,0	11,9	7,6	29,8	9,8	40,9	88,8	11,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	1,9	3,6
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,0
2007 II	104,4	1,9	1,9	1,5	2,6	0,8	0,5	0,8	0,2	3,3	0,7	1,8	2,1
2007 III	104,4	1,9	2,0	1,5	2,5	0,5	1,1	0,9	0,2	0,7	0,5	1,9	1,8
2007 IV	105,7	2,9	2,3	3,2	2,5	1,0	2,6	1,2	0,3	2,9	0,6	3,0	1,9
2008 I	106,4	3,4	2,5	3,9	2,6	1,0	2,0	0,5	0,2	3,4	0,7	3,5	2,5
2008 II	108,1	3,6	2,5	4,5	2,4	1,1	1,1	1,1	0,2	6,0	0,6	3,8	2,7
2008 Abr	107,6	3,3	2,4	4,0	2,3	0,1	0,4	0,2	0,0	1,0	-0,1	3,4	2,6
2008 May	108,2	3,7	2,5	4,5	2,5	0,6	0,2	0,6	0,0	3,6	0,3	3,8	2,8
2008 Jun	108,6	4,0	2,5	5,0	2,5	0,5	0,3	0,4	0,1	2,6	0,2	4,1	2,9
2008 Jul	108,5	4,0	2,5	5,1	2,6	0,3	0,3	0,7	-0,2	1,3	0,2	4,2	3,2
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
2008 Sep ⁴⁾	.	3,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total ³⁾	19,5	11,9	7,6	39,6	29,8	9,8	10,1	6,0	6,1	3,3	14,7	6,8
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2007 II	2,5	2,0	3,3	1,0	1,0	0,5	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,6
2007 III	2,5	2,5	2,4	0,9	1,0	0,7	2,7	2,0	2,4	-1,5	3,0	3,4
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
2008 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
2008 Mar	5,6	6,8	3,8	3,4	0,9	11,2	2,5	1,9	3,3	-1,5	3,7	3,1
2008 Abr	5,4	7,0	3,1	3,2	0,8	10,8	2,4	1,8	3,2	-1,6	2,7	2,1
2008 May	5,8	6,9	3,9	3,9	0,7	13,7	2,3	1,9	3,8	-1,7	3,1	2,2
2008 Jun	5,8	7,0	4,0	4,5	0,8	16,1	2,3	1,9	4,0	-1,9	3,2	2,2
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
2008 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

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, de los inmuebles residenciales y de las materias primas

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía													Energía
		Total	Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
% del total ⁵⁾	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
2004	105,8	2,3	2,6	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	4,0	4,1	7,1	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,9	2,9	1,4	1,1	1,3	1,1	13,6	2,8	7,6	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,6	1,6	1,7	13,3	4,1	6,4	19,7	24,8	52,9
2007	119,1	2,8	3,1	3,2	4,8	1,8	2,3	1,9	2,4	1,7	4,0	4,3	3,9	9,2	52,8
2007 III	119,3	2,1	2,7	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,7	3,7	-	2,0	6,7	54,2
2007 IV	121,2	4,0	4,5	3,2	3,7	1,5	3,6	1,9	3,9	7,0	3,3	3,9 ⁶⁾	23,5	1,6	61,0
2008 I	123,6	5,4	5,4	3,6	4,2	1,5	4,4	2,3	4,8	11,7	3,1	-	36,5	11,9	64,2
2008 II	127,0	7,1	6,3	3,8	4,5	1,8	4,4	2,3	4,8	18,1	3,8	-	44,0	7,1	78,5
2008 III	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	77,6
2008 Abr	125,5	6,2	5,5	3,7	4,3	1,7	4,5	2,4	4,9	14,4	-	-	32,7	5,8	69,8
2008 May	127,1	7,1	6,4	3,8	4,3	1,8	4,4	2,3	4,8	18,2	-	-	47,7	6,0	80,1
2008 Jun	128,3	8,1	6,9	4,0	4,9	2,0	4,5	2,3	4,8	21,6	-	-	51,2	9,6	85,9
2008 Jul	130,0	9,2	7,3	4,4	5,8	2,1	4,2	2,5	4,5	25,0	-	-	46,8	9,8	85,3
2008 Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40,5	10,5	77,0
2008 Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	70,0

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁸⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	113,7	2,6	2,4	3,2	2,9	2,7	2,3	2,1
2005	116,4	2,4	2,5	2,2	2,4	2,0	2,5	2,1
2006	119,2	2,5	2,6	2,1	3,4	1,6	2,0	2,3
2007	122,3	2,6	2,8	2,2	2,6	3,1	2,6	2,2
2007 II	121,9	2,6	2,7	2,3	2,9	2,9	2,4	2,3
2007 III	122,7	2,5	2,6	2,3	2,1	3,5	2,6	2,2
2007 IV	123,7	2,9	3,2	2,0	2,9	3,8	2,7	2,1
2008 I	124,7	3,5	3,7	2,7	4,3	4,1	2,9	2,9
2008 II	125,4	2,7	2,8	2,2	3,0	3,8	2,3	2,8

Fuentes: Eurostat, HWWI (columnas 13 y 14 del cuadro 2 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream (columna 15 del cuadro 2 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 6 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columna 7 del cuadro 3 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columna 8 del cuadro 3 de la sección 5.1).

- 1) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.
- 2) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).
- 3) Se refiere a precios expresados en euros.
- 4) Brent (para entrega en un mes).
- 5) En el año 2000.
- 6) Los datos trimestrales para el segundo (cuarto) trimestre se refieren a las medias 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.
- 7) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, las estimaciones de los datos de los componentes no concuerdan con el total.
- 8) Datos experimentales (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones			
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios ¹⁾									
2004	107,6	0,8	-12,2	-1,2	3,2	0,1	2,3	2,1	
2005	108,9	1,2	8,9	-0,9	3,5	0,9	2,1	2,0	
2006	110,1	1,1	2,4	-0,4	3,0	0,4	2,6	2,3	
2007	111,8	1,6	0,2	-0,3	3,3	1,3	3,0	1,9	
2007 II	111,6	1,4	0,7	0,2	4,0	0,8	3,2	0,9	
III	111,9	1,5	0,5	-0,9	4,4	1,8	2,8	1,8	
IV	113,0	2,5	0,5	0,3	3,7	2,5	3,6	2,6	
2008 I	113,7	2,6	2,5	1,3	1,9	2,3	4,1	2,7	
II	115,4	3,4	.	.	.	.	.	.
Remuneración por asalariado									
2004	110,0	2,1	1,3	2,9	2,9	1,5	1,7	2,4	
2005	112,2	2,0	2,3	1,9	2,3	1,9	2,5	1,8	
2006	114,8	2,3	3,3	3,6	3,5	1,6	2,3	1,7	
2007	117,6	2,5	2,8	2,8	2,9	2,1	2,2	2,5	
2007 II	117,3	2,3	3,6	3,1	2,3	2,1	2,1	1,8	
III	117,7	2,3	2,7	2,3	2,7	2,2	2,0	2,3	
IV	119,0	2,9	2,5	3,1	3,2	2,1	2,7	3,2	
2008 I	120,2	3,1	4,6	3,5	4,5	2,4	3,1	2,9	
II	121,5	3,6	.	.	.	.	.	.
Productividad del trabajo ²⁾									
2004	102,3	1,4	15,4	4,1	-0,3	1,4	-0,6	0,2	
2005	103,0	0,7	-6,0	2,8	-1,2	0,9	0,4	-0,2	
2006	104,3	1,2	0,8	4,1	0,5	1,2	-0,2	-0,6	
2007	105,2	0,9	2,6	3,1	-0,5	0,8	-0,8	0,6	
2007 II	105,1	0,9	2,9	2,9	-1,6	1,3	-1,1	0,9	
III	105,2	0,7	2,2	3,2	-1,6	0,4	-0,8	0,5	
IV	105,3	0,4	2,0	2,8	-0,5	-0,4	-0,9	0,5	
2008 I	105,7	0,5	2,0	2,2	2,6	0,1	-1,0	0,2	
II	105,3	0,2	.	.	.	.	.	.

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	109,4	1,9	2,1	2,0	2,0	2,5	1,0	1,5
2005	111,6	2,0	2,3	2,1	2,4	2,6	2,4	3,4
2006	113,7	1,9	2,3	2,2	2,0	2,8	2,7	3,9
2007	116,2	2,2	2,2	2,1	1,6	2,7	1,4	1,2
2007 II	116,0	2,2	1,9	1,9	0,9	2,9	1,6	0,7
III	116,6	2,3	2,2	2,0	1,5	2,5	1,2	1,0
IV	117,0	2,3	2,8	2,8	2,3	2,6	1,4	2,7
2008 I	117,8	2,2	2,8	3,1	1,8	2,3	2,2	3,8
II	118,7	2,3	2,9	3,3	1,4	2,3	2,9	4,3

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2004	7.806,4	7.655,3	4.470,9	1.594,8	1.580,7	8,9	151,1	2.861,7	2.710,6
2005	8.103,5	7.986,4	4.644,8	1.657,8	1.675,6	8,2	117,0	3.082,0	2.965,0
2006	8.503,0	8.404,1	4.840,7	1.723,8	1.824,4	15,2	98,9	3.422,5	3.323,7
2007	8.923,5	8.791,2	5.021,9	1.792,4	1.954,0	22,9	132,3	3.682,4	3.550,1
2007 II	2.220,6	2.183,7	1.249,0	445,6	484,3	4,8	36,8	913,4	876,6
III	2.244,0	2.212,4	1.262,8	449,9	490,5	9,3	31,6	932,3	900,8
IV	2.261,1	2.230,8	1.276,6	454,2	498,7	1,3	30,3	939,4	909,1
2008 I	2.291,7	2.264,2	1.286,7	456,8	509,7	11,0	27,5	965,8	938,3
II	2.304,3	2.276,2	1.295,7	459,1	507,0	14,4	28,1	973,7	945,6
	<i>en porcentaje del PIB</i>								
2007	100,0	98,5	56,3	20,1	21,9	0,3	1,5	-	-
	Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2007 II	0,5	0,3	0,7	0,2	0,1	-	-	1,3	0,8
III	0,6	0,7	0,4	0,5	0,9	-	-	1,8	2,2
IV	0,4	0,0	0,2	0,3	1,1	-	-	0,4	-0,4
2008 I	0,7	0,7	0,0	0,3	1,5	-	-	1,8	1,9
II	-0,2	-0,2	-0,2	0,5	-1,2	-	-	-0,4	-0,4
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2004	2,1	2,0	1,6	1,6	2,3	-	-	7,3	7,1
2005	1,7	1,9	1,7	1,6	3,2	-	-	4,9	5,6
2006	2,8	2,7	1,9	1,9	5,6	-	-	8,0	7,8
2007	2,6	2,4	1,6	2,4	4,3	-	-	6,1	5,5
2007 II	2,6	2,3	1,8	2,4	3,5	-	-	6,1	5,4
III	2,6	2,2	1,8	2,5	3,7	-	-	7,3	6,5
IV	2,1	2,1	1,2	2,1	3,2	-	-	4,1	4,0
2008 I	2,1	1,7	1,2	1,3	3,7	-	-	5,4	4,7
II	1,4	1,3	0,4	1,7	2,4	-	-	3,6	3,4
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>								
2007 II	0,5	0,3	0,4	0,0	0,0	-0,2	0,2	-	-
III	0,6	0,7	0,2	0,1	0,2	0,2	-0,2	-	-
IV	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,4	0,3	-	-
2008 I	0,7	0,7	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-	-
II	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	-0,3	0,0	0,0	-	-
	<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>								
2004	2,1	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,7	1,8	1,0	0,3	0,6	-0,1	-0,1	-	-
2006	2,8	2,7	1,1	0,4	1,2	0,0	0,2	-	-
2007	2,6	2,4	0,9	0,5	0,9	0,1	0,3	-	-
2007 II	2,6	2,2	1,0	0,5	0,8	0,0	0,3	-	-
III	2,6	2,2	1,0	0,5	0,8	-0,1	0,4	-	-
IV	2,1	2,0	0,7	0,4	0,7	0,2	0,1	-	-
2008 I	2,1	1,7	0,7	0,3	0,8	0,0	0,3	-	-
II	1,4	1,3	0,2	0,3	0,5	0,2	0,1	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no son totalmente homogéneos con el cuadro 7.1.2 y 7.3.1.
- 2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.
- 3) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2004	7.008,7	153,6	1.437,7	413,1	1.488,4	1.912,8	1.603,1	797,7
2005	7.262,6	141,5	1.478,4	439,1	1.528,1	2.010,1	1.665,4	840,8
2006	7.594,0	139,3	1.548,3	477,1	1.585,6	2.123,0	1.720,6	909,0
2007	7.966,6	150,2	1.625,5	516,9	1.652,7	2.234,3	1.787,0	956,9
2007 II	1.982,0	36,9	404,7	128,1	411,8	555,5	445,0	238,6
III	2.004,3	38,2	409,7	129,6	416,3	562,3	448,2	239,7
IV	2.023,1	38,8	411,8	132,4	418,3	568,2	453,6	238,0
2008 I	2.049,6	39,8	418,5	136,6	423,2	575,6	455,8	242,1
II	2.065,7	40,3	418,0	135,4	424,2	583,4	464,4	238,6
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2007	100,0	1,9	20,4	6,5	20,7	28,0	22,4	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior)¹⁾								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2007 II	0,6	-0,8	0,8	-0,7	1,0	0,8	0,5	-1,0
III	0,6	-1,1	0,9	-0,1	0,5	0,7	0,4	0,7
IV	0,5	1,0	0,5	1,0	0,2	0,6	0,4	-0,5
2008 I	0,6	1,2	0,4	2,5	0,7	0,5	0,2	1,3
II	-0,1	-0,1	-0,8	-2,2	-0,4	0,7	0,6	-1,4
<i>tasas de variación interanual</i>								
2004	2,3	12,1	2,7	1,0	2,6	1,7	1,5	1,0
2005	1,7	-6,9	1,7	1,5	1,7	2,8	1,3	1,7
2006	2,8	-1,1	3,6	3,2	2,9	3,6	1,2	3,1
2007	2,8	1,4	3,4	3,3	2,7	3,3	1,8	1,2
2007 II	2,8	1,2	3,3	2,8	2,9	3,2	1,9	0,9
III	2,7	0,8	3,5	2,1	2,7	3,2	1,8	1,8
IV	2,4	0,6	3,1	1,6	1,8	3,1	1,9	-0,3
2008 I	2,3	0,3	2,6	2,7	2,4	2,6	1,4	0,5
II	1,6	1,0	1,0	1,2	1,0	2,5	1,5	0,1
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2007 II	0,6	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	-
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	0,1	0,0	-
II	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2004	2,3	0,3	0,6	0,1	0,6	0,5	0,4	-
2005	1,7	-0,2	0,3	0,1	0,4	0,8	0,3	-
2006	2,8	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,3	-
2007	2,8	0,0	0,7	0,2	0,6	0,9	0,4	-
2007 II	2,8	0,0	0,7	0,2	0,6	0,9	0,4	-
III	2,7	0,0	0,7	0,1	0,6	0,9	0,4	-
IV	2,4	0,0	0,6	0,1	0,4	0,9	0,4	-
2008 I	2,3	0,0	0,5	0,2	0,5	0,7	0,3	-
II	1,6	0,0	0,2	0,1	0,2	0,7	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

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

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2005	109,1	3,9	110,8	3,6	2,3	106,8	1,4	0,8	1,8	2,5	1,4	939	0,9
2006	119,3	9,3	118,9	7,3	2,9	108,5	1,6	0,3	2,5	2,7	4,4	968	3,0
2007	128,9	8,3	126,1	6,3	2,4	109,6	0,9	-0,3	1,8	3,3	2,4	964	-0,4
2007 III	129,5	6,4	127,5	6,3	2,6	110,1	1,3	-0,8	2,8	5,6	3,0	970	2,3
IV	131,3	8,2	127,0	5,2	2,2	109,1	-0,3	-0,8	0,2	0,3	-0,9	977	0,3
2008 I	130,6	3,7	131,2	4,3	3,1	108,9	-0,2	-1,5	0,7	0,1	-1,4	945	-0,6
II	128,6	-0,3	132,1	6,2	1,9	108,0	-1,5	-2,3	-0,9	-2,3	-2,2	905	-5,0
2008 Mar	129,9	-4,0	129,8	-3,3	1,0	108,0	-2,9	-3,3	-2,7	-6,8	-4,2	913	-4,8
Abr	131,9	12,5	132,6	14,3	1,1	107,9	-1,7	-2,1	-1,1	-8,7	-1,2	937	2,2
May	127,2	-4,7	131,0	0,9	3,9	108,5	0,3	-0,8	0,8	5,4	-0,8	892	-9,9
Jun	126,6	-7,2	132,7	3,9	0,9	107,6	-3,2	-4,1	-2,5	-3,1	-4,7	887	-6,6
Jul	127,9	1,8	131,1	5,7	1,4	107,4	-2,3	-3,2	-1,6	0,1	-3,2	890	-8,7
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	907	-8,6
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2008 Mar	-	-0,8	-	-1,4	-0,9	-	-1,1	-0,5	-1,5	-6,3	-2,1	-	-6,0
Abr	-	1,5	-	2,2	0,4	-	-0,2	-0,4	0,1	-0,6	0,9	-	2,5
May	-	-3,5	-	-1,2	0,8	-	0,6	0,0	1,0	6,2	0,2	-	-4,8
June	-	-0,5	-	1,3	-0,6	-	-0,9	-0,7	-0,9	-2,7	-1,7	-	-0,5
Jul	-	1,0	-	-1,2	0,2	-	-0,1	-0,8	0,3	2,3	1,0	-	0,3
Ago	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	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) En el año 2000.

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ³⁾	Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial					Total ⁴⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004	98,7	-5	-15	8	10	81,4	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,3	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,4	4	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2007 III	108,7	4	5	6	13	84,0	-4	-2	-3	3	-7
IV	104,3	2	1	7	11	84,0	-8	-4	-10	7	-10
2008 I	100,5	0	-1	7	10	83,9	-12	-7	-17	11	-12
II	96,5	-3	-6	9	7	83,3	-15	-10	-22	13	-14
III	88,6	-10	-15	12	-2	.	-19	-12	-28	23	-15
2008 Abr	97,1	-2	-5	9	8	83,8	-12	-8	-19	11	-12
May	97,6	-2	-5	8	7	-	-15	-10	-21	13	-15
Jun	94,8	-5	-9	10	5	-	-17	-12	-25	14	-16
Jul	89,5	-8	-13	11	1	82,7	-20	-13	-30	20	-16
Ago	88,5	-9	-13	12	-3	-	-19	-12	-28	23	-14
Sep	87,7	-12	-20	13	-4	-	-19	-11	-26	24	-15

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

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

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

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	85,0	15,0	4,0	17,1	7,7	25,4	15,8	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	138,375	0,7	0,7	0,9	-2,9	-1,4	1,3	1,2	2,4	1,3
2005	139,700	1,0	1,1	0,4	-0,9	-1,1	2,7	0,8	2,4	1,5
2006	141,968	1,6	1,8	0,9	-1,9	-0,4	2,6	1,6	3,9	1,9
2007	144,479	1,8	1,9	0,8	-1,2	0,3	3,7	1,9	4,1	1,3
2007 II	144,281	1,7	1,8	0,8	-1,5	0,4	4,5	1,5	4,4	0,9
III	144,852	1,9	1,9	1,4	-1,4	0,2	3,5	2,3	4,0	1,4
IV	145,256	1,8	2,0	0,4	-1,5	0,2	2,2	2,3	3,9	1,4
2008 I	145,710	1,6	1,7	0,6	-1,5	0,5	0,4	2,3	3,7	1,2
II	145,993	1,2	1,4	0,1	.	.	.	.	.	.
<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>										
2007 II	0,754	0,5	0,5	0,4	-0,6	0,2	0,5	0,9	1,2	0,2
III	0,571	0,4	0,4	0,3	-1,0	0,0	-0,1	0,7	0,7	0,5
IV	0,404	0,3	0,5	-0,7	-0,3	0,1	-0,1	0,1	0,7	0,4
2008 I	0,454	0,3	0,3	0,6	0,3	0,2	-0,2	0,5	0,9	0,1
II	0,283	0,2	0,2	-0,1	.	.	.	.	.	.

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		78,1		21,9		49,7		50,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	13,100	8,8	10,159	7,7	2,941	17,1	6,557	7,9	6,543	10,0
2005	13,286	8,8	10,341	7,8	2,945	17,2	6,697	8,0	6,589	9,9
2006	12,514	8,3	9,774	7,3	2,740	16,2	6,215	7,4	6,299	9,3
2007	11,372	7,4	8,894	6,5	2,478	14,8	5,592	6,6	5,780	8,4
2007 II	11,406	7,5	8,932	6,6	2,474	14,8	5,583	6,6	5,823	8,5
III	11,273	7,3	8,825	6,5	2,448	14,6	5,561	6,6	5,712	8,3
IV	11,176	7,3	8,719	6,4	2,457	14,6	5,517	6,5	5,659	8,2
2008 I	11,123	7,2	8,687	6,3	2,436	14,5	5,503	6,5	5,620	8,1
II	11,293	7,3	8,804	6,4	2,489	14,8	5,661	6,6	5,632	8,1
2008 Feb	11,112	7,2	8,679	6,3	2,433	14,5	5,495	6,5	5,617	8,1
Mar	11,116	7,2	8,678	6,3	2,438	14,5	5,515	6,5	5,601	8,1
Abr	11,224	7,3	8,752	6,3	2,473	14,7	5,596	6,6	5,629	8,1
May	11,308	7,3	8,810	6,4	2,497	14,8	5,671	6,6	5,636	8,1
Jun	11,348	7,3	8,850	6,4	2,498	14,9	5,717	6,7	5,631	8,1
Jul	11,375	7,3	8,894	6,4	2,481	14,7	5,756	6,7	5,619	8,1

Fuente: Eurostat.

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

2) En el año 2006.

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

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

FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

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

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	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,2	10,5	4,9	3,3	25,4	22,6	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,8	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,1	3,0	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2006	46,8	43,0	10,2	5,0	2,9	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9
2007	46,2	42,5	10,1	5,0	3,0	24,5	21,7	1,6	0,4	3,8	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	2,7	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	-1,8	-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	-2,9	-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	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3
2007	-0,6	-1,1	0,0	0,0	0,5	2,4	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,2

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

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

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

- Los datos se refieren al Euro-15. Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		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	72,8	2,8	15,2	5,3	49,6	52,5	26,5	14,5	11,5	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,3	50,5	48,8	25,3	13,8	9,7	23,2
2000	69,3	2,7	13,1	3,7	49,7	44,2	22,0	12,4	9,8	25,1
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,1	10,4	26,2
2002	68,0	2,7	11,8	4,5	49,0	40,2	19,3	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	29,7
2004	69,6	2,2	11,9	5,0	50,5	37,6	18,4	10,8	8,3	32,0
2005	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3	35,5	17,2	11,1	7,2	34,7
2006	68,5	2,5	11,4	4,1	50,5	33,8	17,5	9,4	6,9	34,6
2007	66,3	2,2	10,8	4,3	49,1	32,3	17,0	8,5	6,9	34,0

2. Zona del euro - por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
1998	72,8	61,2	6,1	5,2	0,4	8,2	64,6	7,8	15,5	26,4	30,9	71,0	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	6,8	13,6	27,9	30,6	69,9	2,1
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,7	6,1	13,4	27,8	28,0	67,3	1,9
2001	68,2	57,0	6,1	4,7	0,4	7,0	61,2	5,2	13,7	26,5	28,0	66,5	1,7
2002	68,0	56,6	6,3	4,7	0,4	7,6	60,4	5,1	15,3	25,0	27,7	66,6	1,5
2003	69,2	57,0	6,5	5,1	0,6	7,8	61,4	5,0	14,8	25,8	28,6	68,0	1,1
2004	69,6	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,7	14,7	26,2	28,7	68,5	1,1
2005	70,2	57,7	6,7	5,3	0,5	7,9	62,3	4,6	14,9	25,7	29,6	68,9	1,2
2006	68,5	56,0	6,5	5,4	0,5	7,5	61,0	4,5	14,4	24,5	29,6	67,5	1,0
2007	66,3	54,2	6,3	5,3	0,5	7,5	58,9	4,2	14,2	23,4	28,8	65,5	0,8

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	94,2	65,6	29,5	98,6	46,2	64,9	103,8	70,2	6,3	72,6	52,4	63,8	58,3	27,6	44,1
2005	92,1	67,8	27,4	98,0	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	70,4	52,3	63,5	63,6	27,5	41,3
2006	88,2	67,6	25,1	95,3	39,7	63,6	106,5	64,8	6,6	64,2	47,9	61,8	64,7	27,2	39,2
2007	84,9	65,0	25,4	94,5	36,2	64,2	104,0	59,8	6,8	62,6	45,4	59,1	63,6	24,1	35,4

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

- 1) Los datos se refieren al Euro-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⁾
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	1,9	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	0,7	3,9
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,5	0,0	1,1	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,9	0,1	0,3	-0,5	1,0

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	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,9	-1,8	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	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,9	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2006	1,5	-1,3	0,1	0,4	0,4	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,3
2007	1,1	-0,6	0,5	0,5	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-15 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 2001.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2002 I	41,8	41,4	10,1	12,7	15,4	1,7	0,7	0,4	0,2	38,4
II	45,5	45,0	12,4	12,7	15,4	1,9	1,7	0,5	0,3	40,9
III	43,5	43,0	11,2	12,8	15,4	1,9	0,7	0,4	0,3	39,7
IV	49,0	48,4	13,4	14,0	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	38,3
II	46,0	44,6	12,0	12,9	15,7	2,0	1,4	1,5	1,2	41,7
III	42,6	42,2	10,8	12,5	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
IV	49,2	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 I	41,3	40,9	9,6	12,8	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
II	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	1,0	0,8	0,6	41,0
III	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,6	0,5	0,3	39,0
IV	49,1	48,1	12,9	14,3	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,8
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	39,5
IV	49,2	48,4	13,4	14,3	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	44,1
2006 I	42,5	42,0	10,2	13,3	15,1	1,7	0,8	0,5	0,3	39,0
II	45,8	45,3	12,5	13,6	15,2	2,0	1,3	0,4	0,3	41,5
III	43,7	43,2	11,5	12,9	15,2	1,9	0,7	0,5	0,3	40,0
IV	49,6	48,9	14,1	14,3	15,9	2,9	0,8	0,6	0,3	44,6
2007 I	42,3	41,9	10,3	13,5	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,9
II	46,3	45,8	13,0	13,6	15,1	2,0	1,4	0,4	0,3	41,9
III	43,8	43,3	12,1	12,8	15,0	1,9	0,7	0,4	0,3	40,2
IV	49,8	49,2	14,5	14,2	15,9	2,9	0,9	0,6	0,3	44,9
2008 I	42,3	41,9	10,6	13,1	14,9	1,7	0,8	0,4	0,2	38,8

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital				
2002 I	46,1	42,7	10,2	4,4	3,7	24,4	21,1	1,4	3,4	2,0	1,5	-4,3	-0,7
II	46,4	43,0	10,3	4,8	3,5	24,3	21,1	1,3	3,4	2,3	1,1	-0,9	2,6
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	46,3	11,1	5,6	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,8	1,5
2003 I	46,8	43,3	10,3	4,6	3,5	25,0	21,4	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,4
II	47,1	43,6	10,4	4,8	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	51,1	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	3,1	25,0	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,9
II	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,8	21,4	1,3	3,3	2,3	1,0	-1,6	1,7
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	4,7	3,1	25,2	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,8
II	46,2	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	2,9	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,5	0,4
IV	50,6	45,8	11,1	5,8	2,8	26,1	22,6	1,4	4,8	3,1	1,6	-1,4	1,3
2006 I	45,4	42,2	10,0	4,5	2,9	24,7	21,2	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
II	45,6	42,3	10,3	4,8	3,1	24,2	21,2	1,1	3,2	2,3	0,9	0,2	3,3
III	45,4	42,0	9,9	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,5	2,5	1,0	-1,8	1,1
IV	50,5	45,2	10,7	5,8	2,7	25,9	22,3	1,3	5,4	3,2	2,2	-1,0	1,7
2007 I	44,5	41,3	9,8	4,5	3,0	24,0	20,6	1,1	3,1	2,0	1,2	-2,2	0,8
II	44,8	41,7	10,0	4,8	3,2	23,7	20,7	1,1	3,2	2,3	0,8	1,5	4,6
III	44,8	41,4	9,7	4,7	3,0	24,0	20,8	1,2	3,4	2,5	0,9	-1,0	2,0
IV	50,5	45,2	10,7	5,8	2,8	25,9	22,2	1,4	5,3	3,3	1,9	-0,7	2,1
2008 I	44,5	41,4	9,8	4,6	2,9	24,1	20,5	1,2	3,1	2,0	1,1	-2,2	0,7

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

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

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

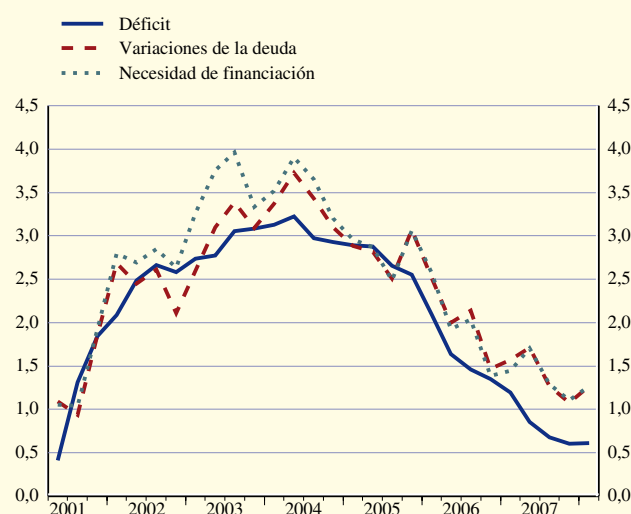
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2005 II	71,5	2,3	11,7	5,2	52,3
III	71,0	2,4	11,8	5,2	51,8
IV	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3
2006 I	70,5	2,5	11,7	4,9	51,4
II	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
III	70,1	2,5	11,6	4,7	51,3
IV	68,5	2,5	11,4	4,1	50,5
2007 I	68,8	2,4	11,4	4,8	50,2
II	69,0	2,2	11,2	5,1	50,5
III	68,0	2,1	11,0	5,2	49,7
IV	66,3	2,2	10,8	4,3	49,1
2008 I	67,1	2,2	10,9	5,1	49,1

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

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

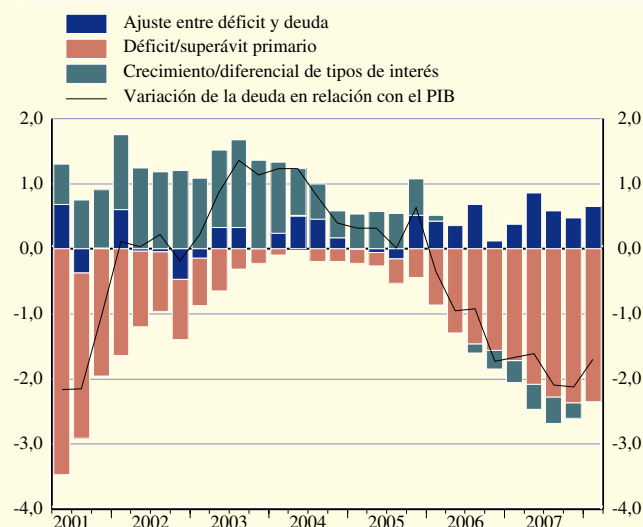
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



C29 Deuda según los criterios Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)



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

1) Los datos se refieren al Euro-15.

2) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

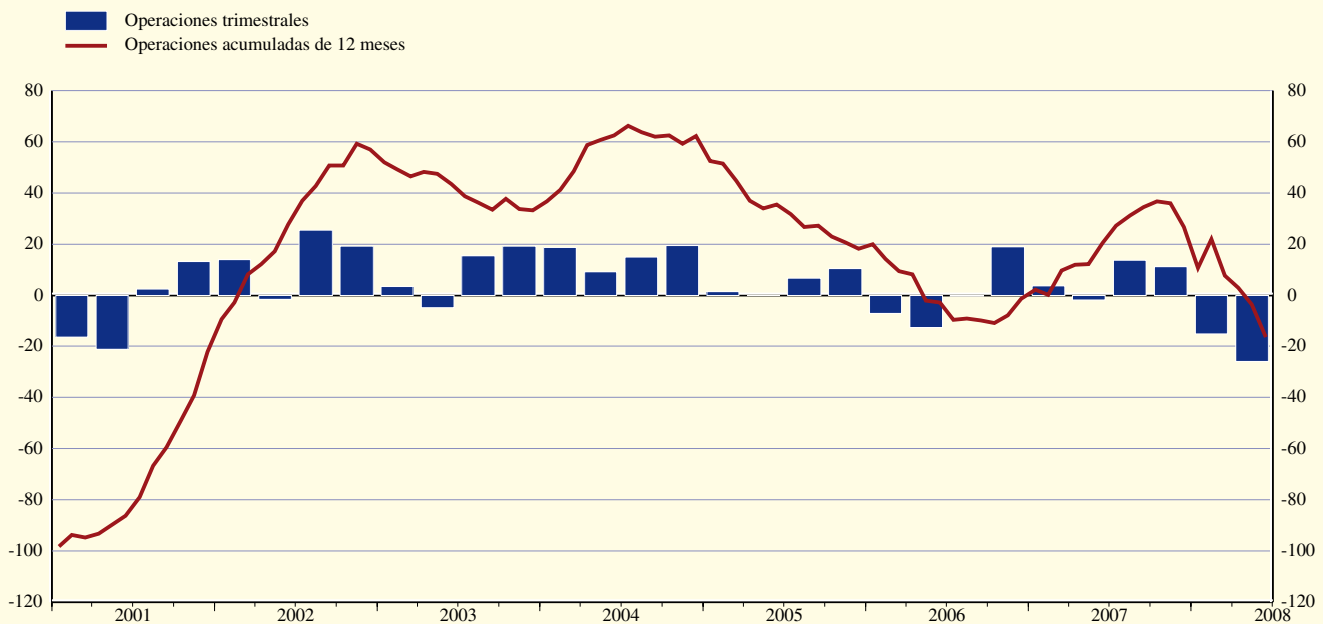
7.1 Resumen de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; operaciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera					Errores y omisiones	
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones		Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	18,1	48,3	37,3	5,4	-72,9	11,4	29,6	9,2	-216,4	131,4	-18,2	94,5	18,0	-38,8
2006	-1,3	19,2	42,3	15,1	-77,9	9,2	7,9	112,4	-144,7	266,3	2,4	-10,3	-1,3	-120,3
2007	26,6	55,6	50,9	4,2	-84,1	13,9	40,5	96,2	-117,3	235,7	-90,5	73,7	-5,3	-136,7
2007 II	-2,0	20,1	14,0	-19,4	-16,7	2,1	0,1	49,8	-57,9	90,4	-19,7	41,2	-4,2	-50,0
III	13,6	17,1	17,2	5,0	-25,6	1,6	15,2	97,5	-40,9	65,1	-26,8	104,4	-4,4	-112,7
IV	11,1	9,7	10,3	11,6	-20,5	5,6	16,7	-80,5	-4,3	-62,3	-28,8	10,0	4,9	63,8
2008 I	-15,2	-2,9	10,7	6,1	-29,0	5,6	-9,6	19,2	-104,8	73,4	-14,9	70,7	-5,1	-9,6
II	-25,9	4,1	12,1	-24,2	-17,9	2,1	-23,8	76,2	-54,3	70,5	-39,2	99,3	-0,1	-52,4
2007 Jul	6,3	7,8	5,6	0,7	-7,7	0,9	7,2	48,0	-0,1	20,6	-12,9	43,4	-3,0	-55,3
Ago	1,1	3,6	4,3	1,6	-8,5	0,2	1,3	66,5	0,5	3,8	-5,2	66,4	1,0	-67,8
Sep	6,2	5,7	7,2	2,8	-9,4	0,4	6,7	-17,0	-41,2	40,7	-8,8	-5,3	-2,3	10,3
Oct	4,2	7,2	4,0	3,3	-10,3	1,4	5,6	-41,0	35,4	-50,9	1,5	-27,0	0,1	35,5
Nov	2,9	4,8	3,1	1,7	-6,7	1,1	3,9	12,6	9,6	9,9	-22,7	15,5	0,3	-16,5
Dic	4,1	-2,2	3,1	6,6	-3,4	3,2	7,3	-52,1	-49,2	-21,2	-7,6	21,4	4,6	44,9
2008 Ene	-18,0	-9,1	3,1	-1,3	-10,8	2,4	-15,6	22,9	-51,9	53,0	-19,2	47,4	-6,4	-7,2
Feb	7,6	4,7	4,3	4,4	-5,8	2,2	9,8	-8,4	-22,4	14,7	1,7	-7,0	4,6	-1,4
Mar	-4,8	1,4	3,2	3,0	-12,4	1,0	-3,8	4,7	-30,5	5,7	2,6	30,2	-3,3	-0,9
Abr	-7,4	4,2	3,0	-7,0	-7,7	0,5	-6,8	18,2	-22,4	-3,7	-14,2	61,9	-3,4	-11,4
May	-19,6	-3,3	4,1	-15,6	-4,8	1,8	-17,8	45,3	-8,8	22,2	-29,6	58,7	2,8	-27,5
Jun	1,1	3,1	5,0	-1,7	-5,3	-0,2	0,9	12,7	-23,1	51,9	4,6	-21,3	0,5	-13,5
Jul	-1,1	0,9	5,9	-0,4	-7,6	0,9	-0,2	-4,5	-14,5	-4,6	2,2	14,1	-1,7	4,7
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2008 Jul	-23,7	21,1	50,6	-2,5	-92,8	14,8	-8,8	59,8	-218,7	121,4	-94,7	255,0	-3,3	-50,9

C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

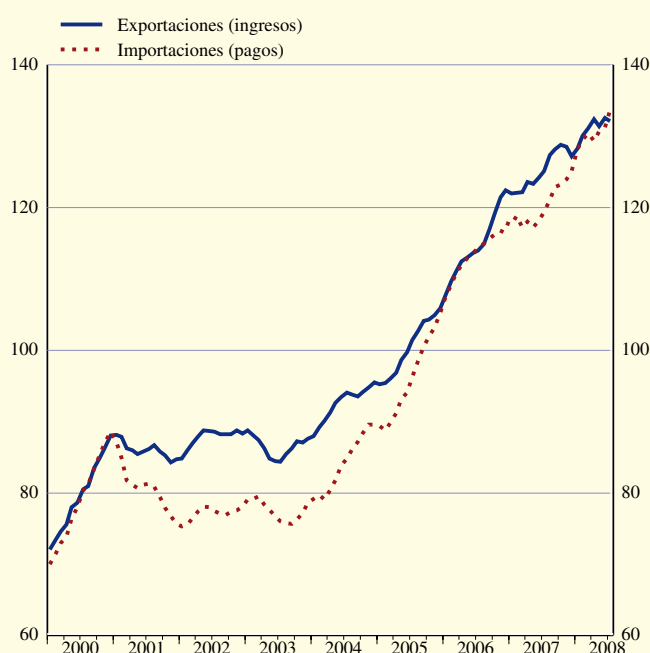
(mm de euros; operaciones)

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

	Cuenta corriente													Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes				Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
											Remesas trabajad.	Remesas trabajad.			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2005	2.090,7	2.072,6	18,1	1.220,3	1.172,0	405,9	368,5	378,7	373,3	85,8	5,3	158,8	14,6	24,3	12,9
2006	2.401,1	2.402,4	-1,3	1.391,2	1.372,0	437,0	394,8	483,7	468,6	89,2	5,4	167,0	16,9	23,7	14,5
2007	2.643,9	2.617,3	26,6	1.504,4	1.448,8	492,2	441,3	557,2	553,0	90,1	6,1	174,2	20,3	25,6	11,7
2007 II	656,0	658,0	-2,0	373,6	353,5	120,2	106,2	142,7	162,0	19,5	1,6	36,2	4,9	4,6	2,5
III	665,5	651,9	13,6	376,1	359,0	135,4	118,2	137,6	132,6	16,4	1,7	42,1	5,2	4,3	2,8
IV	694,9	683,7	11,1	393,2	383,4	125,2	114,9	149,4	137,8	27,1	1,4	47,6	5,5	8,9	3,4
2008 I	675,5	690,7	-15,2	387,1	390,1	114,9	104,2	147,6	141,5	25,9	1,5	54,9	5,0	8,9	3,3
II	695,6	721,4	-25,9	402,1	398,0	122,2	110,1	150,8	175,0	20,5	-	38,4	-	6,2	4,1
2008 May	225,5	245,1	-19,6	128,4	131,7	40,0	36,0	50,2	65,8	6,8	-	11,7	-	2,7	0,9
Jun	234,6	233,5	1,1	135,7	132,6	42,2	37,2	50,5	52,2	6,2	-	11,5	-	2,0	2,2
Jul	239,7	240,8	-1,1	141,0	140,1	46,7	40,8	47,3	47,7	4,6	-	12,2	-	1,8	0,9
	Datos desestacionalizados														
2007 II	652,2	642,0	10,1	372,7	354,5	121,1	110,1	136,1	136,9	22,3	-	40,5	-	-	-
III	675,5	665,7	9,8	384,4	368,7	125,7	111,6	144,0	141,7	21,5	-	43,8	-	-	-
IV	674,0	678,3	-4,3	381,5	375,4	124,5	112,6	146,5	144,0	21,4	-	46,3	-	-	-
2008 I	691,2	704,0	-12,8	393,3	391,2	125,0	109,5	152,1	154,4	20,8	-	49,0	-	-	-
II	687,7	697,8	-10,1	397,6	393,5	122,3	113,2	144,2	148,1	23,7	-	43,1	-	-	-
2008 Feb	238,9	231,6	7,3	133,7	128,7	42,0	36,2	52,6	51,0	10,7	-	15,7	-	-	-
Mar	223,1	235,6	-12,5	127,8	130,6	41,0	36,9	49,2	51,0	5,0	-	17,2	-	-	-
Abr	235,0	233,5	1,5	135,7	128,6	41,4	37,8	47,9	50,0	10,0	-	17,1	-	-	-
May	228,0	233,5	-5,5	130,7	132,9	40,7	37,5	49,5	50,2	7,1	-	12,9	-	-	-
Jun	224,7	230,8	-6,1	131,2	132,0	40,2	37,8	46,7	47,8	6,6	-	13,1	-	-	-
Jul	231,4	233,1	-1,7	134,5	136,1	40,9	36,5	49,8	47,5	6,2	-	13,0	-	-	-

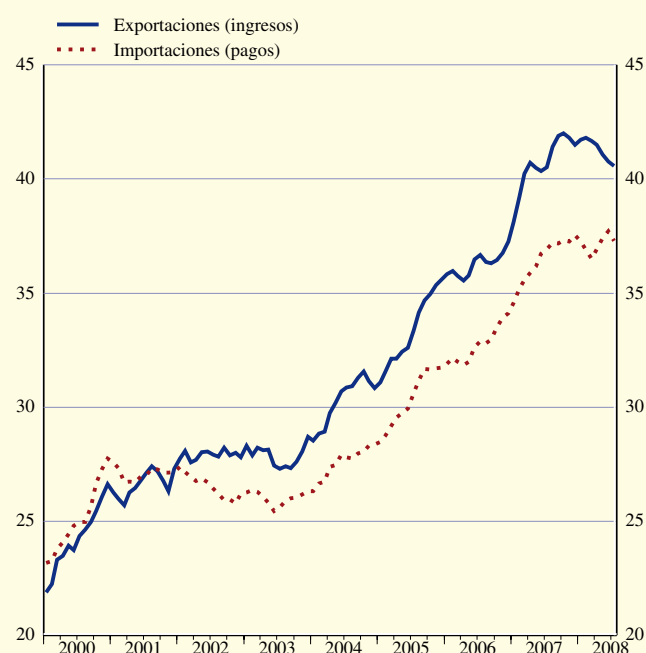
C31 Bienes

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



C32 Servicios

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas (operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones				Valores dist. de acc.		Acciones y participaciones		Valores dist. de acc.		Ingresos	Pagos
					Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
													Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2005	15,7	9,3	363,1	364,0	140,2	38,5	97,6	-14,3	15,4	14,4	31,5	69,4	82,2	81,1	93,8	101,5
2006	16,5	10,0	467,2	458,6	171,4	36,8	106,0	39,0	19,7	17,3	39,1	99,2	102,2	85,6	134,7	150,5
2007	17,2	10,6	540,0	542,4	173,1	54,7	104,1	24,9	24,7	20,7	45,1	115,5	119,6	107,8	177,5	194,4
2007 I	4,2	2,0	123,4	118,6	39,7	18,4	27,0	6,5	5,5	4,8	9,8	18,3	27,9	24,1	40,4	44,4
II	4,2	2,6	138,5	159,4	44,4	6,2	27,7	1,0	6,3	5,4	15,2	52,5	28,9	26,4	43,7	47,5
III	4,3	3,2	133,3	129,4	40,4	16,4	23,5	10,7	5,9	5,0	10,9	23,9	30,4	26,7	45,7	50,2
IV	4,6	2,7	144,7	135,0	48,6	13,6	25,9	6,7	6,9	5,5	9,1	20,9	32,4	30,6	47,7	52,2
2008 I	4,6	2,0	143,1	139,6	48,8	24,0	27,3	13,5	6,3	5,3	9,4	21,2	31,2	34,2	47,4	51,5

3. Desagregación geográfica (operaciones acumuladas)

II 2007 a I 2008	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
	1	Total	Dina-marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Insti-tuciones de la UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Ingresos																
Cuenta corriente	2.691,9	1.022,0	56,1	85,3	536,0	285,5	59,1	34,9	35,1	79,2	30,9	56,3	90,5	175,5	410,5	757,1
Bienes	1.530,0	554,7	34,9	55,1	238,1	226,6	0,0	19,1	18,4	62,4	23,6	33,8	70,2	85,7	194,4	467,7
Servicios	495,7	175,9	10,8	13,2	116,6	29,2	6,0	5,6	6,9	13,5	5,5	10,7	11,3	48,3	83,3	134,9
Renta	577,3	226,5	9,8	15,5	167,8	26,8	6,6	10,0	9,1	3,0	1,7	11,3	8,8	35,4	125,6	145,6
Rentas de la inversión	559,6	220,3	9,7	15,4	165,6	26,6	3,0	10,0	9,0	3,0	1,7	11,3	8,7	28,8	124,0	142,8
Transferencias corrientes	89,0	64,9	0,7	1,4	13,5	2,9	46,4	0,2	0,7	0,3	0,1	0,4	0,2	6,1	7,3	8,9
Cuenta de capital	26,7	23,1	0,0	0,1	0,9	0,1	21,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,8	2,3
Pagos																
Cuenta corriente	2.684,3	889,9	44,5	81,7	435,5	222,9	105,3	-	29,5	-	-	97,6	-	170,2	362,5	-
Bienes	1.486,0	435,5	28,3	51,4	177,0	178,8	0,0	25,7	12,9	165,8	18,9	56,0	95,7	74,8	136,7	464,1
Servicios	443,5	140,8	9,1	10,9	90,5	30,1	0,2	4,4	6,9	10,7	4,0	8,0	8,5	35,8	90,2	134,2
Renta	573,9	198,7	6,4	17,9	156,8	9,8	7,8	-	7,6	-	-	33,2	-	53,8	128,6	-
Rentas de la inversión	563,4	192,4	6,3	17,9	155,4	5,1	7,8	-	7,5	-	-	33,1	-	53,3	127,7	-
Transferencias corrientes	180,8	114,8	0,7	1,4	11,1	4,2	97,3	1,5	2,0	2,6	0,7	0,4	0,6	5,8	6,9	45,4
Cuenta de capital	11,9	2,3	0,0	0,1	1,3	0,3	0,6	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	0,9	7,5
Neto																
Cuenta corriente	7,6	132,1	11,6	3,6	100,5	62,6	-46,2	-	5,6	-	-	-41,4	-	5,3	48,0	-
Bienes	44,0	119,2	6,5	3,7	61,1	47,8	0,0	-6,6	5,5	-103,3	4,7	-22,2	-25,5	10,9	57,7	3,7
Servicios	52,1	35,0	1,7	2,3	26,1	-0,8	5,8	1,2	0,0	2,8	1,6	2,7	2,8	12,5	-6,9	0,6
Renta	3,4	27,8	3,4	-2,4	11,0	16,9	-1,1	-	1,5	-	-	-21,9	-	-18,4	-3,0	-
Rentas de la inversión	-3,8	27,9	3,4	-2,4	10,2	21,5	-4,8	-	1,5	-	-	-21,8	-	-24,5	-3,7	-
Transferencias corrientes	-91,8	-49,9	0,0	0,0	2,4	-1,4	-50,9	-1,3	-1,3	-2,4	-0,6	0,0	-0,3	0,2	0,3	-36,5
Cuenta de capital	14,8	20,7	0,0	0,0	-0,4	-0,2	21,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-5,1

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)													
2003	7.817,7	8.608,3	-790,7	104,0	114,6	-10,5	2.169,3	2.084,2	2.655,4	3.585,9	-19,8	2.706,1	2.938,3	306,7
2004	8.609,8	9.497,9	-888,1	110,1	121,5	-11,4	2.314,6	2.242,0	3.042,9	4.076,4	-37,3	3.008,7	3.179,5	281,0
2005	10.737,9	11.575,7	-837,8	132,4	142,7	-10,3	2.796,4	2.444,5	3.887,8	5.105,7	-46,2	3.779,7	4.025,5	320,1
2006	12.195,1	13.226,4	-1.031,3	143,5	155,6	-12,1	3.050,2	2.654,1	4.459,3	5.960,7	-43,6	4.403,4	4.611,5	325,8
2007 IV	13.754,8	15.049,5	-1.294,7	154,2	168,7	-14,5	3.472,3	2.988,8	4.710,3	6.715,2	46,5	5.178,5	5.345,5	347,3
2008 I	13.635,8	14.914,8	-1.279,0	151,5	165,7	-14,2	3.535,6	2.990,3	4.393,3	6.387,8	30,4	5.320,1	5.536,7	356,3
	Variaciones de los saldos vivos													
2003	509,9	593,8	-83,9	6,8	7,9	-1,1	162,6	257,7	363,5	341,4	-7,2	50,4	-5,2	-59,4
2004	792,2	889,6	-97,4	10,1	11,4	-1,2	145,3	157,8	387,5	490,6	-17,6	302,6	241,2	-25,7
2005	2.128,0	2.077,8	50,3	26,2	25,6	0,6	481,8	202,5	844,9	1.029,3	-8,8	771,1	846,0	39,1
2006	1.457,3	1.650,7	-193,5	17,1	19,4	-2,3	253,8	209,6	571,5	855,1	2,6	623,7	586,1	5,7
2007 IV	108,6	101,5	7,2	4,7	4,4	0,3	86,4	92,4	-74,8	7,4	46,9	43,2	1,7	6,8
2008 I	-119,0	-134,7	15,6	-5,3	-6,0	0,7	63,3	1,5	-317,0	-327,4	-16,0	141,6	191,2	9,0
	Operaciones													
2004	812,4	798,3	14,2	10,4	10,2	0,2	161,5	93,9	345,6	416,5	8,3	309,4	287,8	-12,5
2005	1.326,1	1.335,3	-9,2	16,4	16,5	-0,1	364,7	148,3	412,6	544,0	18,2	548,6	643,0	-18,0
2006	1.598,4	1.710,8	-112,4	18,8	20,1	-1,3	346,0	201,3	535,9	802,2	-2,4	717,7	707,3	1,3
2007	1.790,2	1.886,4	-96,2	20,1	21,2	-1,1	402,4	285,1	426,8	662,4	90,5	865,2	938,9	5,3
2007 IV	293,8	213,3	80,5	12,6	9,2	3,5	78,9	74,7	98,7	36,4	28,8	92,2	102,2	-4,9
2008 I	482,4	501,6	-19,2	21,5	22,3	-0,9	143,2	38,4	46,5	119,8	14,9	272,8	343,4	5,1
II	48,3	124,5	-76,2	2,1	5,4	-3,3	22,6	-31,7	91,9	162,3	39,2	-105,4	-6,1	0,1
2008 Mar	25,2	29,9	-4,7	.	.	.	26,0	-4,5	-0,5	5,2	-2,6	-1,0	29,2	3,3
Abr	83,8	102,0	-18,2	.	.	.	-18,8	-41,2	31,1	27,4	14,2	53,9	115,8	3,4
May	59,2	104,5	-45,3	.	.	.	10,1	1,3	53,7	76,0	29,6	-31,4	27,2	-2,8
Jun	-94,7	-82,1	-12,7	.	.	.	31,3	8,2	7,0	59,0	-4,6	-128,0	-149,2	-0,5
Jul	50,1	45,6	4,5	.	.	.	25,7	11,2	14,2	9,6	-2,2	10,8	24,8	1,7
	Otros flujos													
2003	-154,8	-55,6	-99,2	-2,1	-0,7	-1,3	15,7	121,2	82,0	4,1	-21,0	-200,0	-180,9	-31,6
2004	-20,2	91,3	-111,6	-0,3	1,2	-1,4	-16,2	63,9	41,9	74,1	-25,9	-6,8	-46,7	-13,3
2005	802,0	742,5	59,5	9,9	9,2	0,7	117,1	54,3	432,3	485,2	-27,0	222,5	203,0	57,1
2006	-141,1	-60,0	-81,1	-1,7	-0,7	-1,0	-92,2	8,3	35,6	52,9	5,0	-94,0	-121,3	4,4
2007 IV	-185,2	-111,8	-73,4	-8,0	-4,8	-3,2	7,4	17,7	-173,5	-29,1	18,2	-49,0	-100,5	11,7
2008 I	-601,5	-636,3	34,8	-26,8	-28,3	1,5	-79,8	-36,9	-363,5	-447,2	-30,9	-131,1	-152,2	3,9
	Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio													
2003	-433,3	-179,7	-253,6	-5,8	-2,4	-3,4	-101,9	26,9	-103,8	-49,8	.	-195,5	-156,9	-32,1
2004	-182,4	-138,3	-44,0	-2,3	-1,8	-0,6	-34,5	8,2	-67,5	-92,0	.	-70,9	-54,5	-9,4
2005	371,9	221,6	150,3	4,6	2,7	1,9	83,2	-21,0	120,7	125,3	.	149,4	117,2	18,7
2006	-292,6	-140,6	-151,9	-3,4	-1,7	-1,8	-66,0	14,5	-85,0	-51,0	.	-126,4	-104,0	-15,2
	Otros flujos debidos a variaciones de los precios													
2003	218,9	158,4	60,5	2,9	2,1	0,8	74,1	32,5	165,4	125,8	-21,0	.	.	0,4
2004	119,1	243,0	-123,9	1,5	3,1	-1,6	37,7	28,2	110,4	214,8	-25,9	.	.	-3,1
2005	285,2	351,1	-65,9	3,5	4,3	-0,8	73,5	55,8	196,5	295,3	-27,0	.	.	42,2
2006	317,1	272,2	44,9	3,7	3,2	0,5	74,8	46,1	220,8	226,0	5,0	.	.	16,4
	Otros flujos debidos a otros ajustes													
2003	59,6	-34,3	93,9	0,8	-0,5	1,2	43,5	61,7	20,5	-72,0	.	-4,5	-24,0	0,2
2004	43,0	-13,4	56,4	0,6	-0,2	0,7	-19,3	27,5	-1,0	-48,7	.	64,1	7,8	-0,7
2005	144,9	169,8	-24,9	1,8	2,1	-0,3	-39,6	19,4	115,1	64,6	.	73,1	85,8	-3,7
2006	-165,7	-191,6	25,9	-1,9	-2,3	0,3	-101,0	-52,3	-100,3	-122,1	.	32,4	-17,2	3,3
	Tasas de crecimiento de los saldos vivos													
2003	9,2	8,2	-	.	.	.	7,4	7,4	12,4	10,5	.	9,5	6,1	-7,9
2004	10,3	9,2	-	.	.	.	7,4	4,4	12,8	11,4	.	11,3	9,7	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,4	6,6	13,0	12,8	.	17,7	19,7	-5,9
2006	15,1	14,9	-	.	.	.	12,6	8,3	13,9	15,8	.	19,3	17,7	0,3
2007 IV	14,7	14,2	-	.	.	.	13,1	10,7	9,6	11,1	.	19,6	20,5	1,7
2008 I	12,9	12,5	-	.	.	.	14,3	8,9	7,2	7,8	.	16,3	20,7	2,6
II	9,2	9,2	-	.	.	.	11,0	5,5	6,0	6,5	.	9,5	15,0	1,4

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

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

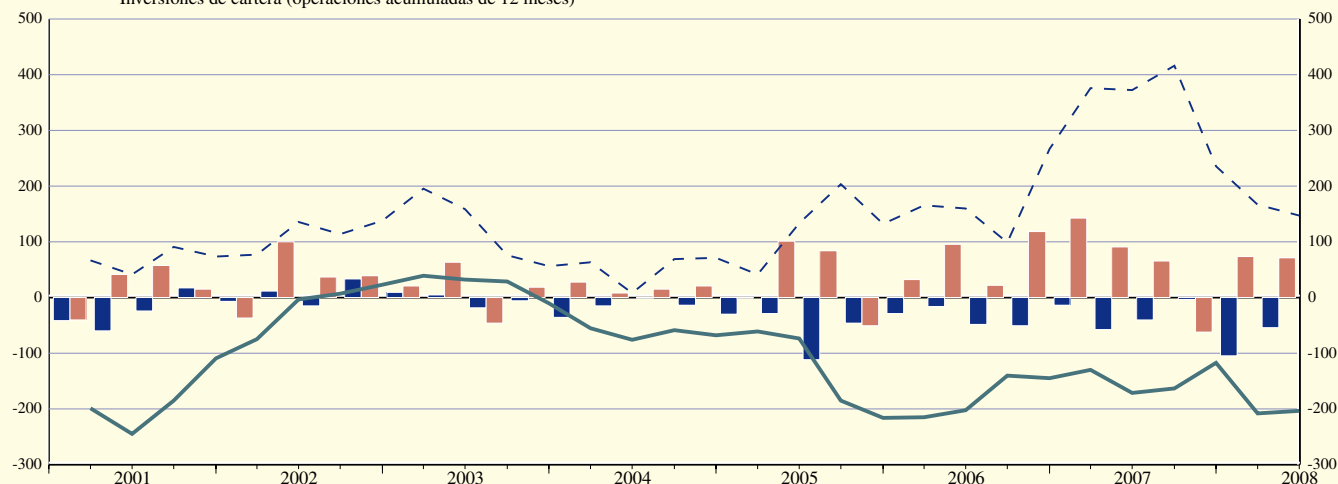
2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro							
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2005	2.796,4	2.278,8	176,0	2.102,8	517,6	4,0	513,5	2.444,5	1.839,6	56,2	1.783,4	605,0	8,5	596,4
2006	3.050,2	2.484,8	203,3	2.281,6	565,3	3,7	561,7	2.654,1	2.037,8	61,7	1.976,0	616,4	7,9	608,4
2007 IV	3.472,3	2.818,3	237,0	2.581,3	654,0	8,4	645,6	2.988,8	2.259,1	61,7	2.197,3	729,8	13,7	716,0
2008 I	3.535,6	2.847,1	237,3	2.609,8	688,6	10,4	678,2	2.990,3	2.271,6	61,5	2.210,2	718,7	13,4	705,2
Operaciones														
2006	346,0	271,5	38,6	232,9	74,5	0,0	74,5	201,3	171,7	5,8	165,9	29,5	0,1	29,5
2007	402,4	310,0	28,3	281,6	92,4	-0,5	92,9	285,1	185,8	1,9	183,9	99,3	1,3	98,0
2007 IV	78,9	65,3	-4,6	69,8	13,7	0,6	13,0	74,7	29,1	1,9	27,2	45,6	0,7	44,9
2008 I	143,2	89,7	10,3	79,4	53,5	2,3	51,2	38,4	37,6	-0,1	37,8	0,7	0,1	0,6
II	22,6	2,1	8,9	-6,8	20,5	-1,8	22,3	-31,7	-29,4	-1,7	-27,7	-2,3	0,2	-2,5
2008 Mar	26,0	18,7	-0,1	18,8	7,3	2,6	4,7	-4,5	9,6	-0,8	10,4	-14,1	-0,9	-13,2
Abr	-18,8	-25,0	4,4	-29,4	6,2	-0,1	6,3	-41,2	-31,9	1,0	-32,9	-9,3	0,0	-9,3
May	10,1	11,0	2,2	8,9	-0,9	-1,7	0,8	1,3	3,7	-2,0	5,7	-2,4	0,4	-2,8
Jun	31,3	16,1	2,3	13,8	15,2	0,0	15,2	8,2	-1,2	-0,7	-0,5	9,4	-0,2	9,5
Jul	25,7	23,1	-14,1	37,1	2,6	1,6	1,0	11,2	7,3	0,7	6,7	3,8	0,9	3,0
Tasas de crecimiento														
2005	15,4	15,8	13,4	16,0	13,4	-1,1	13,5	6,6	7,0	1,7	7,2	5,2	-4,4	5,3
2006	12,6	12,1	23,2	11,2	14,7	-2,2	14,8	8,3	9,3	10,4	9,3	5,0	-0,2	5,0
2007 IV	13,1	12,4	13,6	12,3	16,0	-43,5	16,3	10,7	9,1	3,1	9,3	15,8	8,1	15,8
2008 I	14,3	13,1	14,8	12,9	19,4	67,9	18,9	8,9	8,3	1,5	8,5	10,7	18,1	10,6
II	11,0	9,1	14,6	8,6	19,1	6,1	19,2	5,5	4,1	0,8	4,2	10,1	10,7	10,1

C33 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)

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



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
		Total	IFM	No IFM		Total	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
				Euro-sistema	AAPP		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)																
2005	3.887,8	1.726,5	102,5	3,0	1.624,0	27,2	1.845,3	710,9	9,0	1.134,4	11,6	316,0	263,0	0,8	53,0	0,4
2006	4.459,3	2.014,1	122,0	2,8	1.892,1	37,0	2.067,8	846,3	11,3	1.221,5	13,4	377,4	310,4	8,7	67,0	0,3
2007 IV	4.710,3	2.046,3	144,4	2,8	1.901,9	41,7	2.260,5	929,2	11,7	1.331,2	15,2	403,5	323,7	8,2	79,8	0,4
2008 I	4.393,3	1.729,0	94,0	2,6	1.635,0	36,2	2.218,7	921,3	10,5	1.297,4	15,7	445,6	360,4	8,8	85,2	0,5
Operaciones																
2006	535,9	153,0	18,3	0,0	134,7	6,1	314,5	173,2	2,6	141,3	1,1	68,4	56,2	8,0	12,2	-0,1
2007	426,8	53,0	34,3	-0,1	18,7	5,3	319,5	161,0	2,3	158,5	2,4	54,3	50,8	6,1	3,5	0,3
2007 IV	98,7	17,6	18,8	-0,1	-1,2	0,9	70,0	31,5	0,7	38,5	0,5	11,1	29,1	6,7	-18,0	-9,1
2008 I	46,5	-47,3	-40,9	0,1	-6,4	-0,6	27,1	25,1	-1,2	2,0	0,5	66,6	53,6	-0,1	13,0	0,1
II	91,9	15,9	-4,3	0,1	20,2	-	71,6	37,2	0,9	34,5	-	4,3	-3,3	0,5	7,6	-
2008 Mar	-0,5	-18,4	-27,3	0,1	8,9	.	-1,2	-6,9	-0,6	5,8	.	19,0	12,6	-0,1	6,4	.
Abr	31,1	1,3	1,1	-0,1	0,2	.	26,7	17,9	0,4	8,8	.	3,1	1,6	0,3	1,5	.
May	53,7	12,0	3,7	0,1	8,3	.	35,4	10,7	0,7	24,7	.	6,3	3,2	0,2	3,2	.
Jun	7,0	2,6	-9,1	0,0	11,7	.	9,5	8,5	-0,2	1,0	.	-5,1	-8,0	0,1	2,9	.
Jul	14,2	5,9	3,6	0,1	2,3	.	-2,4	-7,5	0,2	5,1	.	10,7	14,6	0,1	-4,0	.
Tasas de crecimiento																
2005	13,0	9,8	18,2	5,9	9,3	19,7	17,0	20,9	9,7	14,7	8,0	5,9	6,2	-6,6	3,5	-8,3
2006	13,9	8,9	18,3	0,9	8,3	21,7	17,4	24,9	29,7	12,7	10,6	21,9	22,3	1.022,8	22,1	-20,8
2007 IV	9,6	2,6	28,1	-3,0	0,9	13,8	15,6	19,4	20,8	13,1	18,1	14,6	16,8	69,3	4,9	70,1
2008 I	7,2	-0,6	-20,5	1,9	0,7	9,6	12,0	15,5	1,1	9,6	14,2	22,0	27,0	80,9	2,0	-90,4
II	6,0	-0,2	-26,6	3,8	1,6	-	9,8	11,9	6,1	8,3	-	16,4	20,8	89,5	-1,8	-

4. Inversiones de cartera: pasivos

	Total	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones							
		Total	IFM	No IFM		Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario			
				Euro-sistema	AAPP	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		
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2005	5.105,7	2.433,7	533,5	1.900,1	2.365,6	723,0	1.642,6	1.175,6	306,4	108,5	198,0	158,5	
2006	5.960,7	2.931,4	671,0	2.260,4	2.732,3	845,3	1.887,0	1.253,7	297,0	127,6	169,4	138,6	
2007 IV	6.715,2	3.263,2	744,6	2.521,0	3.111,3	1.053,4	2.052,6	1.305,2	340,7	179,1	162,3	143,1	
2008 I	6.387,8	2.896,7	760,5	2.136,6	3.148,9	1.041,1	2.108,3	1.377,4	342,1	164,2	177,9	169,7	
Operaciones													
2006	802,2	302,4	95,1	207,3	498,1	212,9	285,1	149,1	1,6	28,2	-26,5	-20,1	
2007	662,4	188,2	60,0	128,1	421,1	194,2	225,2	144,1	53,1	48,4	5,2	12,0	
2007 IV	36,4	-30,6	-33,0	2,6	92,9	35,9	55,4	37,3	-25,8	22,3	-47,8	-45,3	
2008 I	119,8	45,5	73,3	-27,8	68,0	23,1	45,0	60,4	6,3	-1,9	8,2	24,3	
II	162,3	4,6	30,2	-25,6	130,7	61,3	69,4	-	27,1	0,1	26,9	-	
2008 Mar	5,2	-5,8	.	.	4,5	.	.	.	6,4	.	.	.	
Abr	27,4	-21,1	.	.	28,5	.	.	.	20,0	.	.	.	
May	76,0	18,5	.	.	72,6	.	.	.	-15,2	.	.	.	
Jun	59,0	7,2	.	.	29,5	.	.	.	22,2	.	.	.	
Jul	9,6	6,3	.	.	-1,0	.	.	.	4,3	.	.	.	
Tasas de crecimiento													
2005	12,8	13,0	.	.	11,2	.	.	.	23,6	.	.	.	
2006	15,8	12,3	17,7	10,8	21,8	31,4	17,7	13,1	0,5	26,7	-13,1	-12,5	
2007 IV	11,1	6,4	8,8	5,6	15,5	23,1	12,0	11,8	17,8	37,6	3,4	8,9	
2008 I	7,8	4,0	10,4	2,0	11,7	15,8	9,7	13,8	11,3	29,4	-1,0	9,8	
II	6,5	1,6	12,4	-1,7	11,5	15,2	9,7	-	6,7	17,0	0,0	-	

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

5. Otras inversiones: activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	3.779,7	7,9	7,2	0,7	2.522,1	2.466,0	56,2	127,6	19,7	60,8	11,8	1.122,1	188,9	802,7	347,9
2006	4.403,4	11,3	10,6	0,7	2.946,2	2.887,1	59,1	117,1	14,2	57,8	15,4	1.328,7	187,2	990,3	377,7
2007 IV	5.178,5	23,3	22,7	0,7	3.354,7	3.282,9	71,9	107,1	13,4	47,8	13,5	1.693,3	196,8	1.366,3	437,2
2008 I	5.320,1	33,2	32,9	0,3	3.462,3	3.392,7	69,6	99,8	13,3	41,9	11,2	1.724,9	199,3	1.394,4	445,4
Operaciones															
2006	717,7	3,3	3,3	0,0	521,4	517,2	4,2	-2,0	0,0	-2,7	3,1	194,9	5,2	176,2	25,0
2007	865,2	13,3	13,3	0,0	560,3	548,9	11,4	-6,9	-0,5	-7,1	-2,0	298,5	10,2	274,2	17,7
2007 IV	92,2	3,4	3,4	0,0	57,1	55,4	1,8	1,3	-0,4	1,7	-0,1	30,4	3,3	27,5	-19,8
2008 I	272,8	9,3	9,3	0,0	217,8	213,7	4,1	-5,3	-0,1	-5,0	-1,3	51,0	6,4	42,6	14,3
II	-105,4	1,8	-	-	-106,3	-	-	7,0	-	-	6,3	-7,9	-	-	-46,4
2008 Mar	-1,0	3,8	-	-	-33,4	-	-	-1,7	-	-	-1,4	30,4	-	-	15,4
Abr	53,9	2,2	-	-	50,3	-	-	1,9	-	-	1,4	-0,5	-	-	-16,4
May	-31,4	-0,7	-	-	-33,8	-	-	3,9	-	-	3,8	-0,8	-	-	-9,9
Jun	-128,0	0,3	-	-	-122,9	-	-	1,3	-	-	1,1	-6,6	-	-	-20,1
Jul	10,8	-0,6	-	-	7,1	-	-	-8,9	-	-	-9,3	13,2	-	-	4,8
Tasas de crecimiento															
2005	17,7	21,0	23,1	3,3	19,3	19,7	6,0	-3,5	0,2	-9,1	12,7	17,1	5,2	20,3	1,3
2006	19,3	41,9	45,7	3,1	21,1	21,3	7,6	-1,6	0,0	-4,5	26,1	17,5	2,8	22,3	7,0
2007 IV	19,6	117,9	125,5	-3,9	19,1	19,1	18,9	-6,0	-3,8	-12,4	-13,3	22,0	5,4	26,5	5,0
2008 I	16,3	119,0	124,2	-5,3	15,4	15,5	10,2	-4,4	-4,3	-9,9	17,5	18,7	7,0	22,2	-0,5
II	9,5	86,6	-	-	7,4	-	-	-11,7	-	-	-32,0	15,0	-	-	-10,5

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
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	4.025,5	82,4	82,2	0,2	3.114,2	3.061,8	52,4	44,9	0,0	41,1	3,8	784,0	133,1	581,0	70,0
2006	4.611,5	100,2	100,0	0,2	3.487,0	3.433,1	53,9	48,3	0,0	44,4	3,8	976,1	144,5	744,1	87,5
2007 IV	5.345,5	138,2	137,9	0,2	3.943,6	3.874,8	68,9	51,8	0,0	46,2	5,6	1.211,9	156,9	945,2	109,8
2008 I	5.536,7	158,2	157,8	0,4	4.073,8	4.032,5	41,3	51,0	0,0	46,9	4,1	1.253,8	160,5	980,1	113,1
Operaciones															
2006	707,3	18,6	18,5	0,0	496,1	492,8	3,2	2,0	0,0	2,1	-0,1	190,8	11,7	167,2	11,9
2007	938,9	52,5	52,5	0,0	639,2	634,0	5,2	2,9	0,0	3,1	-0,1	244,3	10,8	240,9	-7,5
2007 IV	102,2	37,5	37,5	-0,1	50,8	50,5	0,3	-1,7	0,0	-0,7	-0,9	15,6	3,7	20,2	-8,3
2008 I	343,4	21,3	21,2	0,2	283,9	281,3	2,7	-0,3	0,0	1,4	-1,7	38,4	3,2	31,6	3,6
II	-6,1	30,5	-	-	-24,6	-	-	-1,9	-	-	-	-10,2	-	-	-
2008 Mar	29,2	19,2	-	-	-22,9	-	-	-0,3	-	-	-	33,2	-	-	-
Abr	115,8	8,7	-	-	116,8	-	-	-0,3	-	-	-	-9,4	-	-	-
May	27,2	19,1	-	-	1,7	-	-	-1,6	-	-	-	8,0	-	-	-
Jun	-149,2	2,7	-	-	-143,1	-	-	0,0	-	-	-	-8,8	-	-	-
Jul	24,8	-0,5	-	-	15,1	-	-	2,6	-	-	-	7,6	-	-	-
Tasas de crecimiento															
2005	19,7	8,9	8,9	4,3	19,2	19,5	4,3	-4,6	10,3	-4,4	-7,2	24,9	11,5	30,2	13,1
2006	17,7	22,6	22,6	6,6	16,2	16,3	6,1	4,2	-24,1	5,0	-3,2	24,0	8,7	28,3	16,8
2007 IV	20,5	52,7	52,8	-3,3	18,5	18,6	9,6	5,9	53,8	6,8	-8,2	24,8	7,3	32,4	-5,7
2008 I	20,7	67,3	67,4	17,6	17,9	18,0	9,9	3,9	24,6	6,2	-13,8	27,5	10,9	35,7	-8,3
II	15,0	80,9	-	-	11,8	-	-	-0,3	-	-	-	20,8	-	-	-

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

7. Activos de reserva

	Activos de reserva													Pro memoria		
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos	Activos	Pasivos	
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores					Derivados financieros	Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	56,6	37,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 III	340,5	187,0	356,925	4,7	3,8	144,9	7,5	27,5	109,6	0,3	85,8	23,5	0,4	0,0	26,2	-26,8
IV	347,3	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,7	20,4	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
2008 Jun	353,9	207,9	352,314	4,3	4,0	137,7	7,4	24,0	105,6	-	-	-	0,6	0,0	59,4	-59,2
Jul	355,6	206,5	351,082	4,4	3,9	140,8	7,2	25,8	108,0	-	-	-	-0,1	0,0	59,8	-61,9
Ago	350,8	198,4	350,916	4,5	3,9	143,9	6,7	25,8	112,2	-	-	-	-0,8	0,0	62,0	-64,3
	Operaciones															
2005	-18,0	-3,9	-	0,2	-8,6	-5,7	-0,2	-7,2	1,6	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-
2006	1,3	-4,2	-	0,5	-5,2	10,2	-6,1	2,7	13,7	0,0	19,4	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,3	-2,9	-	0,3	-0,9	8,8	0,9	1,8	6,0	0,0	14,3	-8,3	0,0	0,0	-	-
2007 IV	-4,9	-1,5	-	0,1	-0,2	-3,3	-0,4	-4,4	1,5	0,1	4,0	-2,6	0,1	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	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Tasas de crecimiento															
2004	-4,1	-0,9	-	-10,4	-17,0	-4,6	30,2	-10,7	-6,1	-46,6	-22,4	45,1	-55,8	-	-	-
2005	-5,9	-2,8	-	4,4	-44,6	-4,1	-2,0	-25,3	1,5	2,2	7,1	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,3	-2,4	-	11,6	-49,0	7,7	-48,4	12,7	13,4	0,0	29,2	-15,4	-73,2	-	-	-
2007 IV	1,7	-1,6	-	7,3	-18,0	6,2	14,1	7,3	5,6	1,1	18,4	-27,4	-59,1	-	-	-
2008 I	2,6	-1,6	-	0,4	-2,9	8,5	32,2	10,2	7,1	407,6	18,0	-33,1	-46,5	-	-	-
II	1,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

8. Desagregación geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2006	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
Inversiones directas	396,0	-63,7	-7,2	-21,0	-219,6	184,4	-0,3	37,0	22,1	-6,2	77,4	-24,8	-6,1	-0,2	360,5
En el exterior	3.050,2	1.120,0	35,1	83,4	804,4	197,0	0,0	90,2	24,9	68,2	300,3	608,0	329,7	0,0	508,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.484,8	906,9	32,0	58,1	644,9	171,8	0,0	71,0	20,1	63,5	250,4	453,1	307,4	0,0	412,4
Otro capital	565,3	213,1	3,1	25,3	159,4	25,3	0,0	19,2	4,8	4,7	49,9	154,9	22,3	0,0	96,5
En la zona del euro	2.654,1	1.183,7	42,3	104,5	1.024,0	12,7	0,3	53,1	2,7	74,4	222,9	632,8	335,8	0,3	148,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.037,8	951,9	36,8	86,3	826,7	1,8	0,2	47,3	0,3	60,7	164,8	477,1	209,6	0,0	126,1
Otro capital	616,4	231,8	5,5	18,2	197,2	10,9	0,1	5,9	2,5	13,7	58,0	155,7	126,2	0,3	22,3
Inversiones de cartera	4.459,3	1.375,3	65,7	141,4	1.006,1	93,5	68,6	85,1	37,6	262,8	141,2	1.455,5	529,2	32,2	540,3
Acc. y participaciones	2.014,1	486,5	12,3	58,4	393,2	22,4	0,1	22,6	35,2	181,0	128,7	671,0	216,6	1,4	271,1
Valores distintos de acciones	2.445,2	888,9	53,4	83,0	612,9	71,2	68,4	62,4	2,4	81,8	12,5	784,5	312,6	30,8	269,3
Bonos y obligaciones	2.067,8	732,6	48,6	71,1	474,4	70,4	68,2	60,2	2,3	62,3	8,5	660,3	273,0	29,8	238,8
Instrum. mercado monetario	377,4	156,3	4,9	11,9	138,5	0,8	0,2	2,3	0,0	19,6	4,0	124,2	39,5	1,0	30,5
Otras inversiones	-208,2	92,8	86,4	13,5	116,3	25,2	-148,6	-1,6	3,9	-37,5	-50,2	-5,1	-215,7	-20,0	25,2
Activos	4.403,4	2.291,6	111,4	69,2	1.988,1	113,3	9,5	19,5	25,3	73,7	263,5	586,7	438,6	45,7	659,0
AAPP	117,1	25,2	2,1	0,1	14,2	1,5	7,4	0,0	1,9	0,2	0,1	3,1	1,4	38,5	46,7
IFM	2.957,5	1.718,0	95,7	47,9	1.490,9	82,8	0,8	11,0	12,0	38,9	162,7	344,7	274,7	6,6	389,0
Otros sectores	1.328,7	548,3	13,6	21,2	483,0	29,1	1,4	8,4	11,4	34,7	100,7	238,9	162,5	0,6	223,3
Pasivos	4.611,5	2.198,8	25,0	55,7	1.871,8	88,1	158,1	21,0	21,3	111,2	313,6	591,8	654,3	65,7	633,8
AAPP	48,3	24,1	0,0	0,3	2,4	0,0	21,4	0,0	0,0	0,7	0,0	6,2	0,2	2,7	14,3
IFM	3.587,2	1.659,8	19,5	35,0	1.440,4	67,9	97,0	14,2	8,5	60,3	253,7	416,6	583,6	60,4	530,2
Otros sectores	976,1	514,9	5,5	20,4	429,0	20,2	39,8	6,8	12,8	50,3	59,9	169,0	70,5	2,6	89,3
II 2007 a I 2008	Operaciones acumuladas														
Inversiones directas	207,9	90,7	2,0	-2,1	66,5	24,3	0,0	17,9	2,9	2,1	22,3	-35,3	40,7	-0,2	66,8
En el exterior	451,8	129,5	1,3	5,4	90,9	32,0	0,0	19,7	2,7	10,3	40,6	76,1	73,3	-0,1	99,7
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	334,9	99,5	0,6	3,5	70,0	25,4	0,0	12,4	0,7	3,8	26,1	60,6	62,4	0,0	69,5
Otro capital	116,9	30,1	0,7	1,9	20,9	6,5	0,0	7,3	2,0	6,5	14,5	15,5	10,9	-0,1	30,2
En la zona del euro	244,0	38,8	-0,7	7,4	24,4	7,7	0,0	1,8	-0,2	8,3	18,3	111,4	32,6	0,1	32,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	172,8	44,4	-1,8	8,6	36,8	0,8	0,0	-0,3	0,1	8,8	9,3	74,7	22,2	0,0	13,6
Otro capital	71,2	-5,6	1,1	-1,2	-12,4	6,9	0,0	2,1	-0,3	-0,6	9,0	36,8	10,4	0,1	19,2
Inversiones de cartera: activos	328,5	92,7	0,2	7,0	75,7	2,8	6,9	4,8	1,4	-15,9	-15,7	127,6	20,2	-3,3	116,7
Acc. y participaciones	-10,7	-17,5	0,2	1,1	-20,0	1,1	0,1	-1,6	0,6	-28,2	-19,6	4,2	29,9	-0,1	21,5
Valores distintos de acciones	339,2	110,2	0,1	5,9	95,7	1,7	6,8	6,5	0,8	12,3	3,9	123,4	-9,8	-3,2	95,1
Bonos y obligaciones	253,9	64,0	0,8	2,1	53,1	1,7	6,3	7,0	0,4	4,7	2,3	86,5	6,1	-2,8	85,6
Instrum. mercado monetario	85,3	46,2	-0,7	3,8	42,6	0,0	0,5	-0,6	0,5	7,6	1,5	36,9	-15,9	-0,4	9,5
Otras inversiones	-226,3	-251,8	52,9	-1,2	-338,5	49,0	-14,0	1,0	16,5	4,2	-74,4	-93,1	42,6	29,4	99,5
Activos	770,8	199,4	23,9	2,2	99,6	67,3	6,5	3,6	9,7	16,0	-38,8	314,4	121,8	14,2	130,6
AAPP	-4,6	-1,4	1,0	0,2	-3,0	-0,3	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-3,7
IFM	504,3	139,2	20,6	3,4	42,1	67,6	5,5	2,6	6,2	24,9	-37,7	133,9	98,6	13,7	122,9
Otros sectores	271,1	61,7	2,3	-1,4	60,5	0,0	0,3	1,0	3,5	-8,9	-1,2	180,4	23,2	0,0	11,4
Pasivos	997,1	451,2	-29,0	3,4	438,1	18,3	20,5	2,6	-6,8	11,8	35,5	407,5	79,3	-15,2	31,1
AAPP	2,0	3,9	-0,1	0,1	-3,9	0,0	7,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,8	-0,9
IFM	722,0	407,3	-28,6	0,5	414,2	13,1	8,1	2,0	-8,0	11,2	22,9	203,5	66,5	-14,3	31,0
Otros sectores	273,0	40,1	-0,3	2,8	27,8	5,2	4,6	0,6	1,1	0,7	12,6	204,3	12,7	-0,1	1,0

Fuente: BCE.

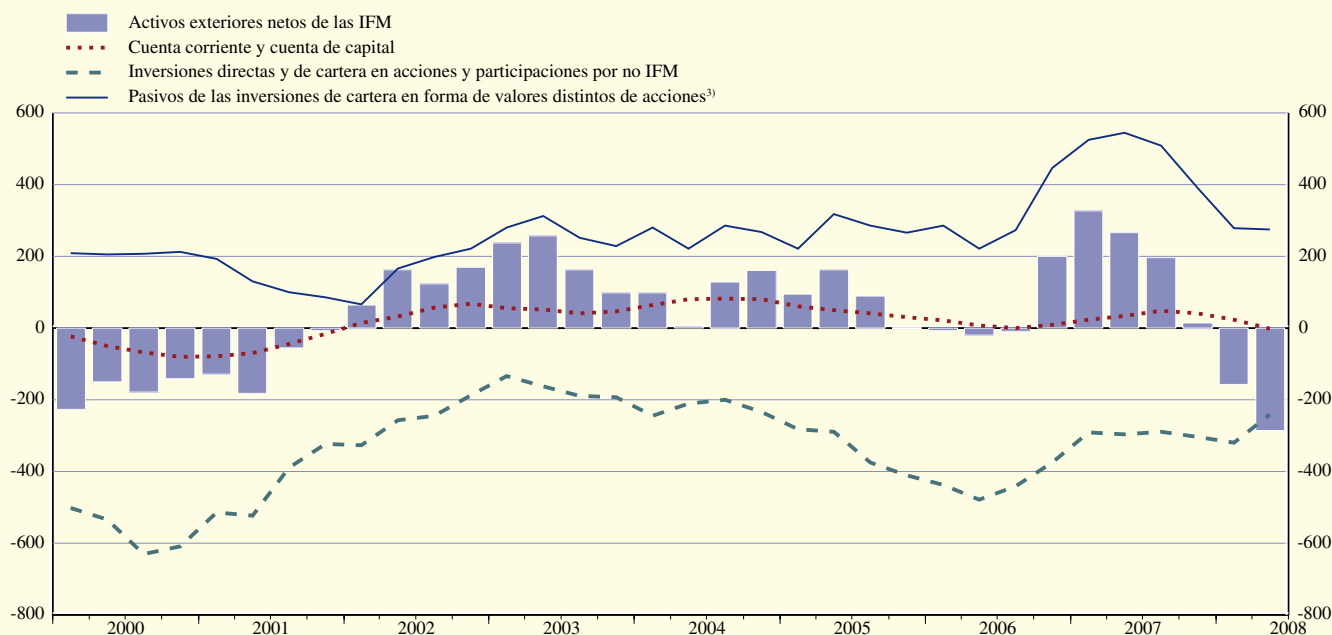
7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(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	29,9	-349,1	149,6	-264,8	212,4	266,2	-150,8	148,2	-18,2	-33,9	-10,6	-0,1
2006	9,7	-313,5	206,6	-288,3	242,1	445,2	-192,9	192,8	2,4	-114,8	189,4	200,3
2007	41,4	-375,3	283,8	-182,0	142,4	390,1	-291,6	247,3	-90,7	-129,7	35,8	13,7
2007 II	-0,1	-101,3	53,8	-67,4	65,6	134,1	-56,8	46,7	-19,8	-56,7	-2,0	-0,2
III	14,9	-99,5	76,1	-42,9	25,3	48,0	-132,1	176,7	-26,8	-104,8	-65,3	-67,3
IV	17,9	-84,3	74,1	-19,3	-39,8	42,6	-31,8	13,4	-28,8	68,0	12,0	-7,0
2008 I	-9,8	-130,6	38,2	-8,7	5,8	53,0	-45,7	38,1	-14,9	-9,4	-83,9	-83,3
II	-24,0	-15,5	-31,9	-62,3	-13,0	130,5	0,9	-12,1	-39,2	-52,1	-118,9	-128,8
2007 Jul	7,0	-25,5	26,7	-22,3	33,1	19,5	32,2	4,9	-12,9	-53,7	9,0	8,2
Ago	1,2	-28,5	33,3	-11,1	-14,7	23,6	-12,6	31,8	-5,1	-66,9	-48,9	-51,1
Sep	6,6	-45,5	16,0	-9,5	7,0	4,8	-151,7	139,9	-8,8	15,8	-25,3	-24,4
Oct	5,8	-34,9	59,2	-12,7	-24,2	4,3	-26,4	3,9	1,4	36,9	13,3	11,9
Nov	4,3	-28,4	41,5	-2,4	-7,3	64,9	-12,6	10,7	-22,7	-14,5	33,5	28,6
Dic	7,8	-21,0	-26,6	-4,2	-8,3	-26,6	7,3	-1,1	-7,6	45,6	-34,8	-47,5
2008 Ene	-15,8	-75,9	30,0	17,4	-9,8	33,7	-6,5	36,1	-19,2	-7,1	-17,1	-18,5
Feb	9,8	-31,1	11,9	-5,0	19,9	15,9	-10,5	-30,8	1,7	-1,4	-19,7	-13,8
Mar	-3,9	-23,5	-3,6	-21,1	-4,3	3,3	-28,7	32,8	2,6	-0,9	-47,1	-51,0
Abr	-6,9	23,1	-41,2	-10,5	-37,2	43,4	-1,4	-9,6	-14,2	-11,3	-65,7	-73,4
May	-17,9	-9,7	0,9	-36,2	3,5	38,8	-3,1	6,4	-29,6	-27,4	-74,2	-69,8
Jun	0,8	-29,0	8,4	-15,6	20,6	48,3	5,4	-8,9	4,6	-13,5	21,0	14,4
Jul	-0,3	-38,2	10,3	-3,5	-8,5	3,0	-4,3	10,2	2,2	4,8	-24,2	-3,5
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2008 Jul	-8,3	-342,5	140,0	-114,3	-63,3	257,6	-245,1	221,4	-94,7	-39,8	-289,2	-298,1

C34 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, veáanse las Notas Generales.
- 2) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.
- 3) Excluidos valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona del euro.

7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

1. Comercio en términos nominales, reales y valores unitarios por producto

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2004	9,0	9,3	1.144,4	543,7	246,3	313,6	995,0	1.075,8	604,8	184,3	256,8	770,5	130,0
2005	7,8	13,4	1.238,2	589,8	269,0	333,7	1.068,7	1.227,4	706,0	208,3	277,0	846,0	187,0
2006	11,6	13,7	1.384,9	686,4	296,4	365,2	1.182,9	1.397,5	856,7	216,5	304,6	943,0	224,6
2007	8,4	5,7	1.501,0	737,0	324,5	393,6	1.275,7	1.475,1	898,5	225,3	323,9	1.009,5	223,3
2007 I	9,0	5,3	367,7	180,5	79,6	96,6	311,4	359,7	216,8	56,9	79,8	250,4	48,1
II	9,4	3,7	370,8	181,8	80,7	97,2	316,7	361,5	221,8	54,3	79,5	249,8	53,0
III	10,2	6,4	381,0	187,1	81,9	100,2	326,3	374,0	225,9	57,9	82,4	259,6	57,5
IV	5,4	7,3	381,5	187,5	82,3	99,7	321,3	379,8	234,0	56,3	82,2	249,8	64,7
2008 I	6,8	9,3	395,5	194,1	84,0	104,2	331,3	396,2	247,3	57,2	81,7	255,9	70,0
II	7,5	11,1	396,7	196,3	83,1	102,6	331,1	401,0	255,0	53,9	80,8	253,1	75,0
2008 Feb	13,0	10,1	134,2	65,9	28,6	35,5	112,9	132,1	82,0	19,1	27,3	86,2	21,5
Mar	-1,7	5,3	128,9	62,9	27,1	33,3	107,7	130,5	82,4	18,6	26,5	83,7	23,9
Abr	16,2	15,8	136,2	67,5	28,5	35,7	112,6	135,2	85,0	18,5	27,5	84,6	23,9
May	2,9	7,0	129,8	64,1	27,0	33,3	108,4	131,4	83,9	17,8	26,6	83,6	24,2
Jun	4,1	10,7	130,8	64,7	27,5	33,6	110,1	134,3	86,1	17,6	26,8	84,9	26,9
Jul	10,2	16,6	135,7	.	.	.	109,7	142,1	.	.	.	85,4	.
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2004	9,0	6,4	117,5	114,9	120,2	118,6	118,6	108,0	104,1	108,8	117,6	109,0	106,2
2005	4,7	5,0	123,5	119,7	129,8	123,6	124,6	114,0	107,5	123,5	123,6	117,1	110,6
2006	7,8	6,0	133,5	133,6	140,2	131,2	134,4	121,0	117,8	128,5	131,3	126,1	110,0
2007	6,0	4,2	141,5	138,8	151,4	139,5	142,1	125,9	120,0	137,4	138,5	133,8	107,6
2007 I	7,1	6,4	139,8	137,3	149,1	137,0	139,1	126,4	121,5	137,3	137,1	132,6	109,4
II	6,4	3,5	139,5	136,6	149,9	138,0	140,5	124,8	120,3	133,0	137,4	132,5	106,6
III	7,4	5,4	143,1	140,4	152,5	141,6	144,9	126,3	118,9	141,4	139,2	136,8	106,6
IV	3,4	1,6	143,5	141,0	153,9	141,5	143,6	126,2	119,3	137,9	140,2	133,3	108,0
2008 I	3,9	-1,1	146,3	142,7	154,4	146,1	146,9	126,1	119,7	138,9	137,6	134,7	109,4
II	5,0	-1,1	145,7	142,1	153,3	143,6	146,7	123,2	116,5	132,4	138,2	133,5	102,8
2008 Feb	9,8	-0,1	148,8	145,3	158,5	148,8	149,8	126,4	119,6	138,1	137,7	135,7	101,8
Mar	-4,1	-4,8	142,7	138,1	148,9	140,2	142,9	123,6	117,8	136,0	135,2	132,5	109,2
Abr	13,7	5,3	150,9	147,6	158,2	150,1	149,7	127,9	121,0	136,8	140,7	134,5	106,9
May	1,0	-4,9	143,6	139,5	149,6	141,3	144,9	121,7	115,5	131,7	137,3	132,6	100,3
Jun	0,7	-3,6	142,6	139,1	152,0	139,4	145,4	120,0	113,0	128,7	136,6	133,5	101,2
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Índice de valor unitario (s.d.; 2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2004	-0,1	2,7	97,6	96,6	95,7	101,2	97,3	97,4	98,3	92,3	99,0	96,3	99,6
2005	2,9	8,0	100,4	100,6	96,8	103,3	99,4	105,2	111,1	91,8	101,5	98,5	137,7
2006	3,6	7,4	104,0	104,9	98,7	106,5	102,0	113,0	123,1	91,9	105,1	101,9	166,5
2007	2,2	1,4	106,3	108,4	100,1	107,9	104,1	114,6	126,8	89,4	106,0	102,8	169,3
2007 I	1,7	-1,0	105,4	107,5	99,7	107,9	103,8	111,3	120,9	90,3	105,5	102,9	143,5
II	2,8	0,2	106,6	108,8	100,5	107,8	104,5	113,3	124,9	89,0	104,9	102,8	162,1
III	2,5	0,9	106,7	108,9	100,3	108,3	104,4	115,8	128,7	89,3	107,2	103,4	176,2
IV	2,0	5,6	106,6	108,7	100,0	107,8	103,7	117,7	132,8	89,0	106,3	102,2	195,5
2008 I	2,8	10,4	108,4	111,2	101,6	109,1	104,6	123,0	140,0	89,8	107,6	103,6	208,8
II	2,4	12,4	109,2	112,9	101,2	109,4	104,6	127,4	148,3	88,7	106,0	103,3	238,4
2008 Feb	2,9	10,3	108,5	111,2	101,1	109,7	104,8	122,6	139,3	90,3	107,7	103,8	206,4
Mar	2,5	10,6	108,6	111,7	102,2	109,2	104,8	123,9	142,1	89,4	106,5	103,3	214,3
Abr	2,2	10,0	108,5	112,1	101,1	109,2	104,6	124,1	142,6	88,5	106,1	102,9	218,8
May	1,9	12,5	108,7	112,6	101,1	108,3	104,0	126,8	147,6	88,5	105,3	103,1	236,1
Jun	3,3	14,8	110,3	114,1	101,5	110,6	105,3	131,3	154,8	89,2	106,6	104,0	260,2
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: Eurostat.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			África	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2004	1.144,4	25,8	42,1	204,5	133,9	35,9	66,6	31,8	172,7	225,7	40,4	33,3	64,6	40,7	100,2
2005	1.238,2	29,0	45,2	203,3	153,2	43,7	70,8	34,7	185,3	244,2	43,3	34,1	73,4	46,9	108,6
2006	1.384,9	31,7	49,9	216,8	189,8	55,2	77,2	38,8	199,9	271,7	53,7	34,5	77,7	54,4	121,7
2007	1.501,0	33,7	55,3	229,0	220,0	67,0	81,9	40,9	195,0	296,1	60,2	34,3	87,2	61,3	133,4
2007 I	367,7	8,3	13,5	56,8	52,3	15,6	20,5	10,2	49,6	71,9	14,3	8,7	21,4	14,8	32,8
II	370,8	8,4	13,9	56,0	53,9	16,7	20,0	9,9	48,6	73,2	14,9	8,8	21,4	15,4	33,3
III	381,0	8,5	14,2	58,8	56,5	17,2	20,6	10,3	49,5	75,1	15,3	8,5	22,2	15,5	32,6
IV	381,5	8,5	13,7	57,4	57,4	17,5	20,8	10,5	47,3	75,9	15,6	8,2	22,3	15,5	34,7
2008 I	395,5	8,8	13,9	57,4	60,4	19,2	20,8	11,7	48,4	78,3	16,7	8,5	23,8	16,0	36,7
II	396,7	8,9	14,2	57,5	61,2	19,5	21,8	11,0	46,2	77,4	17,0	8,4	24,5	16,2	38,3
2008 Feb	134,2	3,0	4,7	19,2	20,4	6,5	6,9	4,0	16,7	26,4	5,5	2,9	8,1	5,4	13,0
Mar	128,9	2,9	4,6	18,5	19,9	6,5	7,0	3,8	15,2	25,8	5,5	2,8	7,9	5,3	11,5
Abr	136,2	3,0	4,7	20,1	20,9	6,5	7,3	3,8	16,3	26,1	5,9	2,8	8,1	5,3	14,1
May	129,8	3,0	4,7	18,7	20,0	6,4	7,2	3,6	14,7	25,5	5,5	2,8	8,1	5,4	12,6
Jun	130,8	3,0	4,8	18,7	20,3	6,6	7,3	3,6	15,2	25,8	5,6	2,8	8,4	5,5	11,6
Jul	135,7	.	.	.	.	6,8	7,2	3,7	14,9	26,0	5,7	2,8	8,6	5,9	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2007	100,0	2,2	3,7	15,3	14,7	4,5	5,5	2,7	13,0	19,7	4,0	2,3	5,8	4,1	8,9
Importaciones (c.i.f.)															
2004	1.075,8	25,4	40,0	144,8	115,5	56,6	53,3	23,2	113,4	309,2	92,3	54,1	72,9	45,2	76,3
2005	1.227,4	26,4	42,4	153,2	127,8	76,3	58,1	25,5	120,2	363,5	118,1	53,2	96,0	53,8	84,3
2006	1.397,5	28,5	48,0	167,2	152,3	95,6	62,3	29,4	125,9	418,5	144,5	57,0	110,5	66,2	93,1
2007	1.475,1	28,1	51,7	167,8	174,4	97,7	67,1	32,2	131,1	445,6	170,2	58,5	112,7	74,8	92,0
2007 I	359,7	7,0	12,9	40,7	41,4	22,8	17,0	7,9	33,5	111,0	42,5	14,9	26,5	18,1	20,9
II	361,5	7,0	12,8	41,8	42,6	23,9	16,5	7,9	32,3	108,5	40,2	14,3	26,9	18,3	23,1
III	374,0	7,3	12,9	42,8	44,9	23,6	17,1	8,1	33,0	113,7	44,3	14,9	28,1	18,9	23,4
IV	379,8	6,7	13,2	42,5	45,5	27,4	16,5	8,3	32,3	112,4	43,2	14,4	31,2	19,4	24,5
2008 I	396,2	7,2	14,1	43,5	47,9	28,0	16,9	8,3	34,0	116,5	43,5	14,6	34,0	19,4	26,4
II	401,0	7,6	13,2	41,4	48,5	29,0	17,1	8,5	33,4	116,2	43,5	13,9	36,3	20,2	29,5
2008 Feb	132,1	2,6	4,7	14,5	16,0	9,2	5,8	2,7	11,2	38,4	14,5	5,0	11,3	6,4	9,2
Mar	130,5	2,3	4,6	14,2	16,1	9,3	5,6	2,8	11,3	38,6	14,1	4,8	11,1	6,4	8,2
Abr	135,2	2,7	4,5	14,1	16,6	9,9	5,8	2,9	11,1	39,0	14,6	4,9	12,3	6,8	9,5
May	131,4	2,6	4,4	13,5	15,9	9,7	5,6	2,8	10,9	38,0	14,4	4,5	11,6	6,8	9,7
Jun	134,3	2,4	4,3	13,8	16,0	9,3	5,8	2,8	11,3	39,2	14,5	4,6	12,4	6,6	10,3
Jul	142,1	.	.	.	.	11,4	6,0	2,8	11,9	41,0	15,5	4,5	12,4	6,7	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2007	100,0	1,9	3,5	11,4	11,8	6,6	4,5	2,2	8,9	30,2	11,5	4,0	7,6	5,1	6,2
Saldo															
2004	68,6	0,4	2,2	59,6	18,4	-20,7	13,3	8,6	59,3	-83,5	-52,0	-20,8	-8,3	-4,5	23,9
2005	10,8	2,6	2,8	50,1	25,4	-32,5	12,7	9,2	65,1	-119,3	-74,8	-19,1	-22,6	-6,9	24,3
2006	-12,7	3,2	1,9	49,7	37,6	-40,4	15,0	9,4	73,9	-146,8	-90,8	-22,4	-32,8	-11,9	28,6
2007	25,9	5,6	3,6	61,2	45,7	-30,6	14,9	8,7	63,9	-149,6	-110,0	-24,3	-25,5	-13,4	41,5
2007 I	8,0	1,3	0,6	16,1	10,9	-7,2	3,5	2,3	16,1	-39,1	-28,2	-6,2	-5,1	-3,3	11,8
II	9,3	1,4	1,1	14,2	11,3	-7,2	3,5	2,0	16,3	-35,3	-25,3	-5,5	-5,5	-2,9	10,2
III	7,0	1,2	1,3	15,9	11,5	-6,4	3,5	2,2	16,4	-38,7	-29,0	-6,3	-6,0	-3,3	9,2
IV	1,7	1,8	0,6	14,9	11,9	-9,9	4,3	2,2	15,1	-36,5	-27,5	-6,2	-8,9	-3,9	10,2
2008 I	-0,7	1,6	-0,2	13,9	12,5	-8,8	3,9	3,4	14,4	-38,2	-26,7	-6,1	-10,1	-3,4	10,3
II	-4,3	1,2	0,9	16,2	12,7	-9,5	4,6	2,5	12,8	-38,7	-26,5	-5,5	-11,8	-4,0	8,8
2008 Feb	2,2	0,4	0,0	4,7	4,3	-2,7	1,2	1,3	5,5	-12,0	-9,0	-2,1	-3,3	-1,0	3,8
Mar	-1,6	0,6	0,0	4,4	3,8	-2,8	1,4	1,0	3,9	-12,8	-8,6	-2,0	-3,2	-1,2	3,3
Abr	0,9	0,3	0,2	6,0	4,3	-3,4	1,5	1,0	5,1	-12,9	-8,7	-2,0	-4,3	-1,5	4,6
May	-1,7	0,4	0,3	5,2	4,1	-3,3	1,6	0,8	3,8	-12,4	-8,9	-1,7	-3,5	-1,4	2,8
Jun	-3,5	0,6	0,5	5,0	4,3	-2,8	1,4	0,8	3,9	-13,4	-8,9	-1,8	-4,1	-1,1	1,4
Jul	-6,4	.	.	.	.	-4,6	1,2	0,9	2,9	-15,0	-9,8	-1,7	-3,8	-0,8	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-22						TCE-42		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2005	103,3	104,2	102,5	102,0	102,3	101,3	109,7	103,7	
2006	103,6	104,6	103,0	101,8	102,4	100,7	110,0	103,4	
2007	107,7	108,3	106,8	105,4	105,6	103,6	114,2	106,6	
2007 III	107,6	108,2	106,8	105,4	105,5	103,5	114,1	106,4	
IV	110,5	111,2	109,5	107,8	107,4	105,9	117,0	109,0	
2008 I	112,7	113,1	111,2	110,1	110,4	108,4	119,4	110,8	
II	115,7	115,7	113,0	112,9	112,7	110,8	122,6	113,2	
III	113,7	113,3	110,8	-	-	-	120,4	110,7	
2007 Sep	108,2	108,8	107,5	-	-	-	114,8	107,0	
Oct	109,4	110,1	108,7	-	-	-	115,8	108,0	
Nov	111,0	111,7	109,9	-	-	-	117,6	109,6	
Dic	111,2	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,4	
2008 Ene	112,0	112,3	110,4	-	-	-	118,3	109,9	
Feb	111,8	111,9	110,4	-	-	-	118,2	109,5	
Mar	114,6	115,0	112,8	-	-	-	121,5	112,8	
Abr	116,0	116,1	113,8	-	-	-	123,1	113,8	
May	115,5	115,5	112,9	-	-	-	122,4	113,0	
Jun	115,4	115,4	112,2	-	-	-	122,4	112,9	
Jul	115,8	115,5	112,2	-	-	-	122,8	113,0	
Ago	113,5	113,2	111,0	-	-	-	120,0	110,3	
Sep	111,6	111,3	109,3	-	-	-	118,3	108,6	
				% variación sobre mes anterior					
2008 Sep	-1,7	-1,7	-1,5	-	-	-	-1,4	-1,5	
				% variación sobre año anterior					
2008 Sep	3,1	2,3	1,7	-	-	-	3,1	1,5	

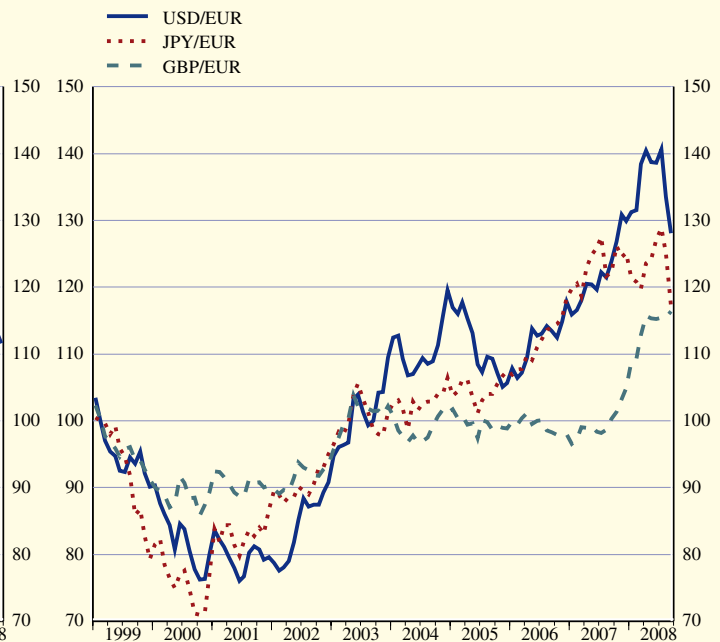
C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2008 I	7,4534	9,3996	0,75698	1,4976	157,80	1,6014	1.430,84	11,6737	2,1107	1,5022	7,9583	1,6533
II	7,4599	9,3517	0,79286	1,5622	163,35	1,6114	1.590,82	12,1845	2,1346	1,5769	7,9401	1,6559
III	7,4592	9,4738	0,79504	1,5050	161,83	1,6115	1.600,93	11,7372	2,1010	1,5650	8,0604	1,6955
2008 Mar	7,4561	9,4020	0,77494	1,5527	156,59	1,5720	1.523,14	12,0832	2,1489	1,5519	7,9717	1,6763
Abr	7,4603	9,3699	0,79487	1,5751	161,56	1,5964	1.555,98	12,2728	2,1493	1,5965	7,9629	1,6933
May	7,4609	9,3106	0,79209	1,5557	162,31	1,6247	1.613,18	12,1341	2,1259	1,5530	7,8648	1,6382
Jun	7,4586	9,3739	0,79152	1,5553	166,26	1,6139	1.604,95	12,1425	2,1278	1,5803	7,9915	1,6343
Jul	7,4599	9,4566	0,79308	1,5770	168,45	1,6193	1.604,58	12,3004	2,1438	1,5974	8,0487	1,6386
Ago	7,4595	9,3984	0,79279	1,4975	163,63	1,6212	1.566,23	11,6932	2,1024	1,5765	7,9723	1,6961
Sep	7,4583	9,5637	0,79924	1,4370	153,20	1,5942	1.630,26	11,1905	2,0549	1,5201	8,1566	1,7543
% variación sobre mes anterior												
2008 Sep	0,0	1,8	0,8	-4,0	-6,4	-1,7	4,1	-4,3	-2,3	-3,6	2,3	3,4
% variación sobre año anterior												
2008 Sep	0,1	3,0	16,0	3,4	-4,1	-3,2	26,2	3,5	-2,2	6,5	4,2	6,7

	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2005	29,782	15,6466	0,6962	3,4528	248,05	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	7,4008	1,6771
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	33,775	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865
2008 I	25,564	15,6466	0,6973	3,4528	259,30	3,5759	33,069	1,9558	3,6887	7,2852	1,8036
II	24,830	15,6466	0,6997	3,4528	248,04	3,4070	31,403	1,9558	3,6521	7,2556	1,9717
III	24,093	15,6466	0,7045	3,4528	236,07	3,3081	30,312	1,9558	3,5768	7,1827	1,8235
2008 Mar	25,208	15,6466	0,6970	3,4528	259,94	3,5363	32,499	1,9558	3,7194	7,2662	1,9309
Abr	25,064	15,6466	0,6974	3,4528	253,75	3,4421	32,374	1,9558	3,6428	7,2654	2,0500
May	25,100	15,6466	0,6987	3,4528	247,69	3,4038	31,466	1,9558	3,6583	7,2539	1,9408
Jun	24,316	15,6466	0,7032	3,4528	242,42	3,3736	30,322	1,9558	3,6556	7,2469	1,9206
Jul	23,528	15,6466	0,7035	3,4528	231,82	3,2591	30,319	1,9558	3,5764	7,2297	1,9128
Ago	24,287	15,6466	0,7039	3,4528	235,88	3,2920	30,334	1,9558	3,5271	7,1947	1,7669
Sep	24,497	15,6466	0,7060	3,4528	240,68	3,3747	30,283	1,9558	3,6248	7,1223	1,7843
% variación sobre mes anterior											
2008 Sep	0,9	0,0	0,3	0,0	2,0	2,5	-0,2	0,0	2,8	-1,0	1,0
% variación sobre año anterior											
2008 Sep	-11,2	0,0	0,6	0,0	-5,0	-10,9	-10,5	0,0	8,3	-2,6	1,7

	Real brasileño ¹⁾	Yuan renminbi chino	Corona islandesa	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano ^{b)}	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2005	3,0360	10,1955	78,23	12.072,83	4,7119	13,5643	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068
2006	2,7333	10,0096	87,76	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594
2007	2,6594	10,4178	87,63	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2008 I	2,6012	10,7268	101,09	13.861,78	4,8325	16,1862	1,8960	61,211	36,3097	11,2736	46,461
II	2,5882	10,8687	119,09	14.460,45	5,0183	16,2919	2,0129	67,174	36,9108	12,1648	50,437
III	2,4986	10,2969	125,69	13.868,99	5,0209	15,5214	2,1094	68,422	36,4917	11,7055	50,959
2008 Mar	2,6445	10,9833	112,08	14.241,09	4,9455	16,6678	1,9344	64,031	36,8259	12,3712	48,848
Abr	2,6602	11,0237	116,65	14.497,21	4,9819	16,5608	1,9960	65,790	37,0494	12,2729	49,752
May	2,5824	10,8462	117,46	14.436,99	5,0081	16,2402	2,0011	66,895	36,9042	11,8696	49,942
Jun	2,5185	10,7287	123,28	14.445,41	5,0666	16,0617	2,0424	68,903	36,7723	12,3467	51,649
Jul	2,5097	10,7809	123,61	14.442,77	5,1258	16,1119	2,0900	70,694	36,8261	12,0328	52,821
Ago	2,4103	10,2609	122,07	13.700,21	4,9843	15,1269	2,1097	67,307	36,2502	11,4680	50,697
Sep	2,5712	9,8252	131,33	13.430,23	4,9461	15,2805	2,1293	67,113	36,3727	11,5899	49,264
% variación sobre mes anterior											
2008 Sep	6,7	-4,2	7,6	-2,0	-0,8	1,0	0,9	-0,3	0,3	1,1	-2,8
% variación sobre año anterior											
2008 Sep	-2,8	-6,0	48,2	3,9	2,5	-0,3	10,0	5,0	3,4	17,2	10,5

Fuente: BCE.

1) Desde el 1 de enero del 2008, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
IAPC												
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	6,6	3,8	4,0	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,9	1,7	2,3
2007 IV	11,2	4,9	2,2	9,2	13,7	7,9	7,1	3,7	6,8	2,4	2,3	2,1
2008 I	12,4	7,6	3,2	11,3	16,3	10,8	6,9	4,5	8,0	3,4	3,1	2,4
II	14,0	6,7	3,7	11,5	17,5	12,3	6,8	4,3	8,6	4,0	3,6	3,4
2008 Abr	13,4	6,7	3,4	11,6	17,4	11,9	6,8	4,3	8,7	3,7	3,2	3,0
May	14,0	6,8	3,6	11,4	17,7	12,3	6,9	4,3	8,5	4,0	3,7	3,3
Jun	14,7	6,6	4,2	11,5	17,5	12,7	6,6	4,3	8,7	4,3	4,0	3,8
Jul	14,4	6,8	4,4	11,2	16,5	12,4	7,0	4,5	9,1	4,4	3,8	4,4
Ago	11,8	6,2	4,8	11,1	15,6	12,2	6,4	4,4	8,1	4,4	4,1	4,7
Déficit (-) superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB												
2005	1,8	-3,6	5,0	1,8	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,2	-2,8	2,2	-3,4
2006	3,0	-2,7	4,8	3,4	-0,2	-0,5	-9,2	-3,8	-2,2	-3,6	2,3	-2,6
2007	3,4	-1,6	4,4	2,8	0,0	-1,2	-5,5	-2,0	-2,5	-2,2	3,5	-2,9
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB												
2005	29,2	29,7	36,4	4,5	12,4	18,6	61,6	47,1	15,8	34,2	50,9	42,1
2006	22,7	29,4	30,4	4,2	10,7	18,2	65,6	47,6	12,4	30,4	45,9	43,1
2007	18,2	28,7	26,0	3,4	9,7	17,3	66,0	45,2	13,0	29,4	40,6	43,8
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período												
2008 Mar	4,85	4,68	4,04	-	5,25	4,36	8,41	5,99	7,34	4,34	3,92	4,42
Abr	4,80	4,72	4,29	-	5,93	4,59	8,02	5,99	7,35	4,46	4,06	4,62
May	4,95	4,84	4,42	-	5,93	4,80	8,08	6,10	7,26	4,52	4,18	4,84
Jun	5,17	5,13	4,82	-	6,25	5,33	8,50	6,42	7,15	4,94	4,43	5,16
Jul	5,17	4,90	4,78	-	6,57	5,49	8,11	6,45	7,28	5,06	4,37	5,00
Ago	5,17	4,47	4,49	-	6,60	5,47	7,77	6,11	8,20	4,95	4,11	4,67
Tipos de interés a tres meses en porcentaje; media del período												
2008 Mar	6,68	4,04	4,81	6,35	6,49	4,82	8,21	6,03	10,54	4,29	4,84	5,89
Abr	6,77	4,11	5,00	6,33	5,96	5,05	8,54	6,29	11,59	4,28	4,86	5,92
May	6,88	4,14	5,14	6,39	5,74	5,17	8,40	6,41	10,87	4,32	4,96	5,83
Jun	7,02	4,21	5,32	6,41	6,15	5,45	8,87	6,58	11,29	4,34	5,02	5,93
Jul	7,19	4,11	5,38	6,37	6,23	5,77	8,99	6,62	11,41	4,33	5,09	5,83
Ago	7,31	3,81	5,38	6,35	6,26	5,75	8,33	6,52	12,11	4,31	5,12	5,77
PIB real												
2006	6,3	6,8	3,9	10,4	12,2	7,7	3,9	6,2	7,9	8,5	4,1	2,9
2007	6,2	6,6	1,7	6,3	10,3	8,8	1,3	6,6	6,0	10,4	2,7	3,1
2007 IV	6,9	6,3	1,5	4,4	8,1	8,5	0,7	6,6	6,6	14,3	2,4	2,8
2008 I	7,0	5,4	-0,7	0,2	3,3	6,8	1,2	6,2	8,2	8,7	1,8	2,3
II	7,1	4,6	1,3	-1,1	0,1	5,5	1,7	6,1	9,3	7,6	0,9	1,4
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB												
2006	-17,1	-2,3	2,9	-14,6	-21,3	-9,6	-7,1	-2,1	-10,5	-7,1	7,8	-3,8
2007	-20,6	-1,2	1,1	-16,9	-21,8	-13,0	-5,1	-3,6	-13,5	-4,7	8,3	-4,1
2007 IV	-26,1	-1,3	1,8	-14,6	-14,7	-11,7	-3,8	-3,3	-13,5	-6,8	9,0	-2,5
2008 I	-25,1	4,0	-2,5	-11,2	-17,2	-15,3	-3,2	-3,6	-13,5	-0,5	10,0	-2,2
II	-27,0	-5,0	2,7	-9,3	-12,5	-15,3	-6,1	-3,4	-14,7	-7,6	4,6	.
Costes laborales unitarios												
2006	4,4	1,2	1,7	8,7	15,3	8,8	1,4	0,1	12,3	1,7	-0,2	2,6
2007	14,2	2,3	3,7	19,8	24,9	7,0	6,8	3,1	14,9	0,2	4,5	1,3
2007 IV	14,5	1,1	3,5	19,5	-	7,9	-	-	-	-1,6	5,3	1,4
2008 I	16,8	5,2	6,8	19,4	-	13,1	-	-	-	5,5	1,8	2,4
II	17,7	3,7	3,0	13,8	-	14,4	-	-	-	6,2	0,7	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)												
2006	9,0	7,2	3,9	5,9	6,8	5,6	7,5	13,9	7,3	13,4	7,0	5,4
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	11,2	6,1	5,3
2007 IV	6,1	4,9	3,3	4,2	5,6	4,2	7,8	8,5	6,2	10,6	6,0	5,1
2008 I	6,1	4,5	3,0	4,2	6,1	4,6	7,6	7,8	6,0	10,4	5,8	5,2
II	5,6	4,4	2,7	3,9	5,6	4,5	7,6	7,5	.	10,4	5,5	5,3
2008 Mar	6,0	4,4	2,9	4,2	6,0	4,7	7,6	7,5	6,0	10,3	5,8	5,2
Abr	5,6	4,4	2,7	4,1	5,6	4,5	7,5	7,6	.	10,4	5,6	5,2
May	5,6	4,4	2,7	3,9	5,6	4,5	7,6	7,5	.	10,4	5,4	5,3
Jun	5,5	4,4	2,6	3,9	5,7	4,4	7,6	7,3	.	10,4	5,3	5,4
Jul	5,3	4,3	2,3	4,0	5,7	4,6	7,6	6,8	.	10,3	5,3	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

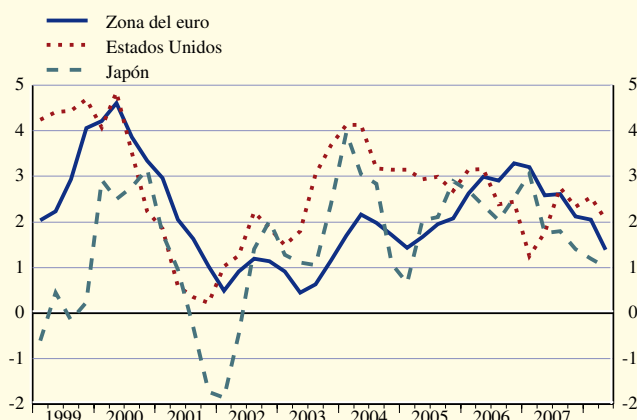
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ (cupón cero) ⁴⁾ , fin de período	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2004	2,7	0,8	3,6	3,1	5,5	4,7	1,62	4,80	1,2439	-4,4	48,9
2005	3,4	2,2	2,9	4,2	5,1	4,4	3,56	5,05	1,2441	-3,3	49,2
2006	3,2	2,8	2,8	2,8	4,6	4,8	5,19	5,26	1,2556	-2,2	48,7
2007	2,9	2,7	2,0	1,8	4,6	5,9	5,30	4,81	1,3705	-2,9	49,3
2007 III	2,4	2,0	2,8	2,2	4,7	6,3	5,45	5,34	1,3738	-3,0	48,8
IV	4,0	0,9	2,3	2,5	4,8	5,8	5,02	4,81	1,4486	-3,2	49,3
2008 I	4,1	0,0	2,5	2,0	4,9	6,5	3,26	4,24	1,4976	-4,0	50,4
II	4,4	0,6	2,1	-0,1	5,3	6,3	2,75	4,81	1,5622	-5,7	49,6
III	.	.	.	.	.	.	2,91	4,58	1,5050	.	.
2008 May	4,2	.	.	0,0	5,5	6,4	2,69	4,82	1,5557	.	.
Jun	5,0	.	.	-0,4	5,5	6,1	2,77	4,81	1,5553	.	.
Jul	5,6	.	.	-1,1	5,7	6,3	2,79	4,80	1,5770	.	.
Ago	5,4	.	.	-1,7	6,1	5,4	2,81	4,63	1,4975	.	.
Sep	.	.	.	.	.	.	3,12	4,58	1,4370	.	.
Japón											
2004	0,0	-3,2	2,7	4,8	4,7	.	0,05	1,53	134,44	-6,2	156,8
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,66	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-0,6	2,4	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,4	159,5
2007	0,1	-1,6	2,0	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	.	.
2007 III	-0,1	-1,5	1,8	2,6	3,8	1,9	0,89	1,88	161,90	.	.
IV	0,5	-1,5	1,4	3,4	3,8	2,0	0,96	1,70	163,83	.	.
2008 I	1,0	-0,1	1,2	2,3	3,9	2,2	0,92	1,48	157,80	.	.
II	1,4	.	0,8	1,0	4,0	2,0	0,92	1,88	163,35	.	.
III	.	.	.	.	.	.	0,90	1,72	161,83	.	.
2008 May	1,3	.	.	1,1	4,0	2,0	0,92	2,00	162,31	.	.
Jun	2,0	.	.	0,1	4,1	2,2	0,92	1,88	166,26	.	.
Jul	2,3	.	.	2,4	.	2,1	0,92	1,77	168,45	.	.
Ago	2,1	.	.	-6,9	.	2,4	0,89	1,70	163,63	.	.
Sep	.	.	.	.	.	.	0,91	1,72	153,20	.	.

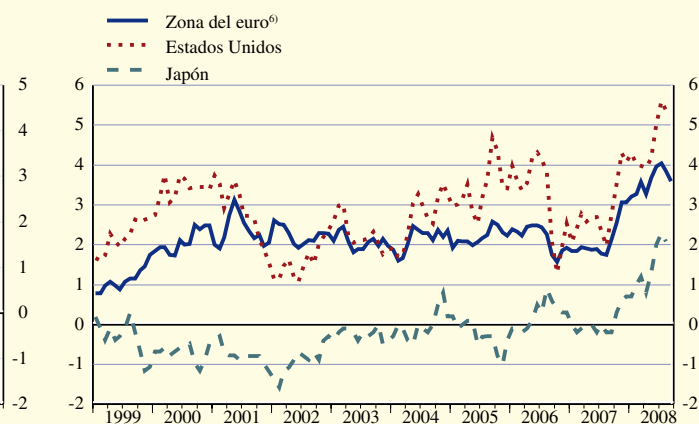
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón), datos de la zona del euro en el gráfico]; Reuters (columnas 7 y 8); cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C9	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C11	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C13	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C14	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C15	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C21	Nuevos depósitos a plazo	S43
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
C26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C30	Cuenta corriente	S60
C31	Bienes	S61
C32	Servicios	S61
C33	Inversiones netas directas y de cartera	S64
C34	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S69
C35	Tipos de cambio efectivos	S72
C36	Tipos de cambio bilaterales	S72
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C38	Índices de precios de consumo	S75



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

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

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajusta-

dos³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En el cuadro 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. Por lo que respecta a las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. De la misma manera, en la cuenta financiera también se refleja esta identidad contable, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de los cuadros 3.1 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo.

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

2 Para más detalles, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez, y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo n.º 9628, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

El excedente neto de explotación y la renta mixta sólo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta sólo se define para los sectores residentes y se calcula como suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define sólo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), y más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos (lo que se conoce también como variaciones del patri-

monio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones). Para los sectores de hogares y de sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre estos saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera, respectivamente.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital, las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente, se excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenido a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de sal-

dos nocionales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nocionales en el mes t queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nocionales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nocionales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

4 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se

realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de bienes también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. 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 30 de septiembre de 2008.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2008 se refieren al Euro-15 (la zona del euro que incluye Chipre y Malta) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, lo que, cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el 2001, el 2007 y el 2008, calculadas tomando como base los años 2000, 2006 y 2007, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de Grecia, Eslovenia y Chipre y Malta, respectivamente, a la zona del euro. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Chipre y Malta pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>).

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Así, los datos anteriores al 2001 se refieren al

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

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

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

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

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

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno, donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes (BCN) quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de

cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Euro-sistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figu-

ran 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 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

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

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 sociedades no financieras y los saldos vivos del balance financiero conforme a una presentación más analítica.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de

cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (cuadros 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-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 pe-

riódicamente 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 nacionales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro, que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección

4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores emitidos distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las notas técnicas, para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, exclu-

das 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 periodo estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson³. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de rendimientos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el

gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) 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 precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n° 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁶, y en el Reglamento de aplicación (CE) n° 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

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.

6 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

7 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

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 5 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 países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento nº 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 3605/93 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas⁹. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con

⁸ DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

⁹ DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

los Reglamentos (CE) nº 501/2004 y nº 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)¹⁰, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹¹. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo del 2007), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo 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 superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo.

Además, a partir del Boletín Mensual de febrero del 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con fines de presentación conjunta de datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 8 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de donde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros 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.

¹⁰ DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

¹¹ DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

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 valor unitario se presentan sin ajustes, mientras que 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 2 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.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-22 está integrado por los 12 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-42 incluye, además de

los del TCE-22, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 8, titulado «Los tipos de cambio efectivos del euro tras las recientes ampliaciones de la zona del euro y de la UE», en el Boletín Mensual de marzo del 2007, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio efectivos reales del euro deflactados por los costes laborales unitarios, tanto del total de la economía como de las manufacturas, se han mejorado utilizando fuentes más homogéneas en lo que respecta a los datos sobre costes laborales unitarios de algunos de los principales socios comerciales, en particular Estados Unidos.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

2 DE MARZO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

6 DE ABRIL Y 4 DE MAYO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

8 DE JUNIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de junio de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 15 de junio de 2006.

6 DE JULIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de

financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

3 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de agosto de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de agosto de 2006.

31 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

5 DE OCTUBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de octubre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de octubre de 2006.

2 DE NOVIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de fi-

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2005 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

nanciación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantienen en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

7 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de diciembre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,50% y el 2,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de diciembre de 2006.

21 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 40 mm de euros a 50 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2007. Al fijar este importe se han tomado en consideración los siguientes factores: las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro se han incrementado considerablemente en los últimos años, y se espera que vuelvan a aumentar en el año 2007. Por lo tanto, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2008.

11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,50%, 4,50% y 2,50%, respectivamente.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE, 6 DE DICIEMBRE DE 2007, 10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 6 DE MARZO, 10 DE ABRIL, 8 DE MAYO Y 5 DE JUNIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4%, 5% y 3%, respectivamente.

3 DE JULIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de julio de 2008. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5,25% y el 3,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de julio de 2008.

7 DE AGOSTO, 4 DE SEPTIEMBRE Y 2 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.



EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)



FLUJOS DE PAGOS DE TARGET

En el segundo trimestre del 2008, TARGET procesó una media diaria de 377.263 pagos, por un importe medio total diario de 2.606 mm de euros. En comparación con el trimestre precedente, ello supuso una reducción del 1% tanto en el número de órdenes como en su importe. En relación con el mismo período del año anterior, el número de operaciones procesadas creció un 2%, y el importe, un 8%. La cuota total de mercado de TARGET se mantuvo estable en el 90%, en lo que respecta al importe de los pagos, y se situó en el 59%, en cuanto al número de órdenes procesadas. El día de máxima actividad de TARGET durante el trimestre fue el 30 de junio, el último día del trimestre, fecha en que se procesaron 565.117 pagos. En el segundo trimestre, la migración a la plataforma compartida única se llevó a cabo con éxito el 19 de mayo de 2008. Cabe destacar que la migración completa a dicha plataforma no tuvo incidencia alguna en la disponibilidad o estabilidad general de TARGET.

PAGOS INTRA-ESTADO MIEMBRO

TARGET procesó una media diaria de 275.448 pagos intra-Estado miembro, por un importe medio total diario de 1.753 mm de euros, en el segundo trimestre del 2008. Con respecto al trimestre precedente, estos resultados supusieron una disminución del 4% en el número de operaciones procesadas, mientras que su importe se mantuvo estable. En relación con el mismo período del 2007, el número de órdenes de pago descendió un 4% y el importe aumentó un 13%. Los pagos intra-Estado miembro representaron el 73% del total de operaciones procesadas por TARGET y el 67% de su importe. El importe medio de estas operaciones se elevó a 6,3 millones de euros. Por tramos de importes, el 64% de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 10% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos intra-Estado miembro por un importe superior a mil millones de euros se situó en 167 operaciones. El día de máxima actividad del trimestre fue el 30 de junio, fecha en que se procesó un total de 409.834 pagos.

PAGOS ENTRE ESTADOS MIEMBROS

En cuanto a las operaciones entre Estados miembros, TARGET procesó una media diaria de 101.814 pagos, por un importe medio total diario de 853 mm de euros, en el segundo trimestre del 2008. En comparación con el trimestre anterior, esta cifra supuso un aumento del 9% en el número de pagos y un descenso del 6% en el importe. Con respecto al mismo período del 2007, el número de operaciones creció un 23%, y el importe disminuyó un 2%. La proporción de pagos interbancarios en relación con la media diaria de operaciones entre Estados miembros fue del 44% en lo que se refiere al número de operaciones y del 93% en cuanto al importe. El importe medio de un pago interbancario disminuyó de 19 millones de euros a 13,2 millones de euros, y el de un pago de clientes se elevó de 0,8 millones de euros a 1,4 millones de euros. Por tramos de importes, el 66% de los pagos entre Estados miembros se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 13% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos entre Estados miembros por un importe superior a mil millones de euros se situó en 72 operaciones. El día de máxima actividad del trimestre fue el 30 de junio, fecha en que se procesó un total de 155.283 pagos.

DISPONIBILIDAD DE TARGET Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el segundo trimestre del 2008, TARGET logró una disponibilidad general del 99,97%, en comparación con el 99,46% del trimestre anterior. En este trimestre, sólo una incidencia afectó a la disponibilidad del sistema. Las incidencias que se consideran para calcular la disponibilidad de TARGET son las que impiden que se procesen los pagos durante diez minutos o más. En el segundo trimestre del 2008, no se produjo ninguna incidencia de duración superior a dos horas. En el cuadro 3 se muestra la disponibilidad de TARGET para cada componente nacional, para la plataforma compartida única y para el mecanismo de pagos del BCE. En el trimestre analizado, el 99,70% de los pagos entre Estados miembros se procesó en menos de cinco minutos, el 0,23% tardó de cinco

Cuadro 1 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: número de operaciones

(número de pagos)	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	22.882.111	23.473.483	24.951.015	23.519.667	24.144.809
Media diaria	369.066	361.130	389.859	379.349	377.263
Pagos intra-Estado miembro					
Total	17.746.830	18.261.887	19.493.777	17.750.292	17.628.682
Media diaria	286.239	280.952	304.590	286.295	275.448
Pagos entre Estados miembros					
Total	5.135.281	5.211.596	5.457.238	5.799.637	6.516.127
Media diaria	82.827	80.178	85.269	93.543	101.814
Otros sistemas					
EURO1 (EBA)					
Total	13.252.906	13.210.577	14.856.086	15.718.422	16.594.531
Media diaria	213.757	203.240	232.126	253.523	259.290
Paris Net Settlement (PNS)¹⁾					
Total	1.659.684	1.636.102	1.454.570	398.081	
Media diaria	26.769	25.171	22.728	12.063	
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	173.124	150.046	141.813	136.266	193.593
Media diaria	2.792	2.308	2.216	2.194	3.025

1) El sistema PNS dejó de funcionar el 15 de febrero de 2008.

Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: importe de las operaciones

(mm de euros)	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	150.143	158.305	164.686	163.420	166.793
Media diaria	2.422	2.436	2.573	2.636	2.606
Pagos intra-Estado miembro					
Total	95.905	99.826	105.905	108.340	112.221
Media diaria	1.547	1.536	1.655	1.747	1.753
Pagos entre Estados miembros					
Total	54.237	58.478	58.782	55.998	54.573
Media diaria	875	900	918	903	853
Otros sistemas					
EURO1 (EBA)					
Total	13.876	15.112	15.766	16.541	17.944
Media diaria	224	233	246	267	280
Paris Net Settlement (PNS)¹⁾					
Total	4.459	4.571	3.352	746	
Media diaria	72	70	52	23	
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	115	111	114	108	107
Media diaria	2	2	2	2	2

1) El sistema PNS dejó de funcionar el 15 de febrero de 2008.

Cuadro 3 Disponibilidad de TARGET para cada componente nacional, para la plataforma compartida única y para el mecanismo de pagos del BCE

Componente nacional de TARGET	Disponibilidad II 2008
Dinamarca ¹⁾	100,00%
Estonia ¹⁾	100,00%
Italia ¹⁾	100,00%
Polonia ¹⁾	100,00%
Reino Unido ²⁾	100,00%
Mecanismo de pagos del BCE ¹⁾	99,35%
Plataforma compartida única ³⁾	100,00%
Disponibilidad general de TARGET	99,97%

1) Estos componentes nacionales dejaron de funcionar el 19 de mayo de 2008.

2) El Reino Unido dejó de operar en TARGET a partir del 19 de mayo de 2008.

3) TARGET2 empezó a funcionar el 19 de noviembre de 2007, con la migración del primer grupo de países (Alemania, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Austria y Eslovenia) a la plataforma compartida única.

a quince minutos, y el 0,06%, entre quince y treinta minutos. En promedio, el tiempo de procesamiento fue superior a treinta minutos en 10 pagos diarios, lo que debe considerarse en el contexto de una media de 101.814 pagos entre Estados miembros procesados diariamente.



DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2007

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2007. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre julio y septiembre del 2008. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.europa.eu.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2006», abril 2007.

«Informe Anual 2007», abril 2008.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2007».

«Informe de Convergencia mayo 2007: Introducción, marco para el análisis y resúmenes de países».

«Convergence Report May 2008».

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

BOLETÍN MENSUAL, EDICIÓN ESPECIAL

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

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«La UE ampliada y las economías de la zona del euro», enero 2007.

«Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», enero 2007.

«La expansión de la economía China en perspectiva», enero 2007.

«Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», febrero 2007.

«Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras», febrero 2007.

«Remesas de emigrantes a las regiones vecinas de la UE», febrero 2007.

«La comunicación de la política monetaria a los mercados financieros», abril 2007.

«Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones», abril 2007.

«Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública», abril 2007.

«Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», mayo 2007.

«Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», mayo 2007.

«Factores determinantes del crecimiento en los Estados miembros de la UE de Europa central y oriental», mayo 2007.

«Operaciones de recompra de acciones propias en la zona del euro», mayo 2007.

«Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», julio 2007.

«Países exportadores de petróleo: Principales características estructurales, evolución económica y reciclaje de los ingresos derivados del petróleo», julio 2007.

«Ajuste de los desequilibrios mundiales en un contexto de integración financiera internacional», agosto 2007.

«Financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro», agosto 2007.

«Operaciones apalancadas y estabilidad financiera», agosto 2007.

«Evolución a largo plazo de los préstamos de las IFM a los hogares en la zona del euro: Principales tendencias y determinantes», octubre 2007.

«Los sistemas de activos de garantía de la Reserva Federal, del Banco de Japón y del Eurosistema», octubre 2007.

«Circulación y suministro de billetes en euros y preparativos para la segunda serie de billetes», octubre 2007.

«Cambios estructurales y concentración de los mercados de valores: Implicaciones para la eficiencia del sistema financiero y para la política monetaria», noviembre 2007.

«Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», noviembre 2007.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

«Estabilidad de precios y crecimiento», mayo 2008.

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

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

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

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

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

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

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

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

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 4 «Privileges and immunities of the European Central Bank», por G. Gruber y M. Benisch, junio 2007.
- 5 «Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States», por K. Drēviņa, K. Laurinavičius y A. Tupits, julio 2007.
- 6 «The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law», junio 2008.
- 7 «Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects», por P. Athanassiou y N. Max-Guix, julio 2008.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 55 «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», por U. Baumann y F. di Mauro, febrero 2007.
- 56 «Assessing fiscal soundness: theory and practice», por N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother y J.-P. Vidal, marzo 2007.
- 57 «Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe», por S. Herrmann y E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 «Long-term growth prospects for the Russian economy», por R. Beck, A. Kamps y E. Mileva, marzo 2007.
- 59 «The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years' experience», por C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen, abril 2007.
- 60 «Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa», por U. Böwer, A. Geis y A. Winkler, abril 2007.
- 61 «Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach», por O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini y T. Zumer, abril 2007.
- 62 «Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective», por J. A. Garcia y A. Van Rixtel, junio 2007.
- 63 «Corporate finance in the euro area – including background material», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2007.
- 64 «The use of portfolio credit risk models in central banks», por un Grupo de Trabajo del Comité de Operaciones de Mercado del SEBC, julio 2007.
- 65 «The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations», por F. Coppens, F. González and G. Winkler, julio 2007.
- 66 «Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature», por N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert and G. Vitale, julio 2007.
- 67 «Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers», por J.-M. Israël and C. Sánchez Muñoz, julio 2007.
- 68 «The securities custody industry», por D. Chan, F. Fontan, S. Rosati y D. Russo, agosto 2007.
- 69 «Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy», por M. Sturm y F. Gurtner, agosto 2007.
- 70 «The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF», por M. Skala, C. Thimann y R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 «The economic impact of the Single Euro Payments Area», por H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 «The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe», por P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou y M. Lo Duca, septiembre 2007.
- 73 «Reserve accumulation: objective or by-product?», por J. O. de Beaufort Wijnholds y L. Søndergaard, septiembre 2007.
- 74 «Analysis of revisions to general economic statistics», por H. C. Dieden y A. Kanutin, octubre 2007.
- 75 «The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area», editado por P. Moutot y coordinado por D. Gerdesmeier, A. Lojschová y J. von Landesberger, octubre 2007.
- 76 «Prudential and oversight requirements for securities settlement», por D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou y S. Rosati, diciembre 2007.
- 77 «Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing», por E. Mileva y N. Siegfried, diciembre 2007.
- 78 «A framework for assessing global imbalances», por 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», por 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?», por M. Bussière y A. Mehl, enero 2008.
- 81 «Measuring financial integration in new EU Member States», por 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», por L. Cappiello y G. Ferrucci, marzo 2008.
- 83 «The predictability of monetary policy», por 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», por 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», por 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», por M. M. Borys, É. K. Polgár y A. Zlate, junio 2008.
- 87 «Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», by 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», por S. Herrmann y A. Winkler, junio 2008.
- 89 «An analysis of youth unemployment in the euro area», por R. Gómez-Salvador y N. Leiner-Killinger, junio 2008.
- 90 «Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts», por M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi y N. Vidalis, julio 2008.
- 91 «The impact of sovereign wealth funds on global financial markets», por R. Beck y M. Fidora, julio 2008.
- 92 «The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy», por M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf y D. Peschel, julio 2008.
- 93 «Russia, EU enlargement and the euro», por Z. Polański y A. Winkler, agosto 2008.
- 94 «The changing role of the exchange rate in a globalised economy», por F. di Mauro, R. Ruffer e I. Bunda, septiembre 2008.
- 95 «Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems», por el 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», por L. Bê Duc, F. Mayerlen y P. Sola, septiembre 2008.
- 97 «Globalisation and the competitiveness of the euro area», por F. di Mauro and K. Forster, septiembre 2008.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

- «Research Bulletin», n.º 6, junio 2007.
 «Research Bulletin», n.º 7, junio 2008.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 916 «Optimal reserve composition in the presence of sudden stops: the euro and the dollar as safe haven currencies», por R. Beck y E. Rahbari, julio 2008.

- 917 «Modelling and forecasting the yield curve under model uncertainty», por P. Donati y F. Donati, julio 2008.
- 918 «Imports and profitability in the euro area manufacturing sector: the role of emerging market economies», por T. Peltonen, M. Skala, A. Santos Rivera y G. Pula, julio 2008.
- 919 «Fiscal policy in real time», por J. Cimadomo, julio 2008.
- 920 «An investigation on the effect of real exchange rate movements on OECD bilateral exports», por A. Berthou, julio 2008.
- 921 «Foreign direct investment and environmental taxes», por R. A. De Santis y F. Stähler, julio 2008.
- 922 «A review of nonfundamentalness and identification in structural VAR models», por L. Alessi, M. Barigozzi y M. Capasso, julio 2008.
- 923 «Resuscitating the wage channel in models with unemployment fluctuations», por K. Christoffel y K. Kuester, agosto 2008.
- 924 «Government spending volatility and the size of nations», por D. Furceri y M. Poplawski Ribeiro, agosto 2008.
- 925 «Flow on conjunctural information and forecast of euro area economic activity», por K. Drechsel y L. Maurin, agosto 2008.
- 926 «Euro area money demand and international portfolio allocation: a contribution to assessing risks to price stability», por R. A. De Santis, C. A. Favero y B. Roffia, agosto 2008.
- 927 «Monetary stabilisation in a currency union of small open economies», por M. Sánchez, agosto 2008.
- 928 «Corporate tax competition and the decline of public investment», por P. Gomes y F. Pouget, agosto 2008.
- 929 «Real convergence in central and eastern European EU Member States: which role for exchange rate volatility?», por O. Arratibel, D. Furceri y R. Martin, septiembre 2008.
- 930 «Sticky information Phillips curves: European evidence», por J. Döpke, J. Dovern, U. Fritsche y J. Slacalek, septiembre 2008.
- 931 «International stock return comovements», por G. Bekaert, R. J. Hodrick y X. Zhang, septiembre 2008.
- 932 «How does competition affect efficiency and soundness in banking? New empirical evidence», por K. Schaeck y M. Cihák, septiembre 2008.
- 933 «Import price dynamics in major advanced economies and heterogeneity in exchange rate pass-through», por S. Dées, M. Burgert y N. Parent, septiembre 2008.
- 934 «Bank mergers and lending relationships», por J. Montoriol-Garriga, septiembre 2008.
- 935 «Fiscal policies, the current account and Ricardian equivalence», por C. Nickel e I. Vansteenkiste, septiembre 2008.
- 936 «Sparse and stable Markowitz portfolios», por J. Brodie, I. Daubechies, C. De Mol, D. Giannone e I. Loris, septiembre 2008.
- 937 «Should quarterly government finance statistics be used for fiscal surveillance in Europe?», por D. J. Pedregal y J. J. Pérez, septiembre 2008.
- 938 «Channels of international risk-sharing: capital gains versus income flow», por T. Bracke y M. Schmitz, septiembre 2008.
- 939 «An application of index numbers to euro area MFI interest rates (MIR)», por J. Hueriga Aramburu y L. Steklacova, septiembre 2008.
- 940 «Durable goods and ICT: the drivers of euro area productivity" by I. K. Kavonius y J. Jalava, septiembre 2008.
- 941 «The euro's influence on trade: Rose effect versus border effect», por G. Cafiso, septiembre 2008.
- 942 «Towards a monetary policy evaluation framework», por S. Adjemian, M. Darracq Pariès y S. Moyen, septiembre 2008.

943 «The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area», por C. Martínez-Carrascal y A. Ferrando, septiembre 2008.

OTRAS PUBLICACIONES

«Government finance statistics guide», enero 2007.

«Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», enero 2007.

«Letter from the President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament», enero 2007.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2007.

«List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2007 (sólo en Internet).

«Financial statistics for a global economy - proceedings of the 3rd ECB conference on statistics», febrero 2007.

«Euro Money Market Study 2006», febrero 2007 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», febrero 2007.

«Monetary financial institutions and markets statistics sector manual», marzo 2007.

«Financial integration in Europe», marzo 2007.

«TARGET2-Securities - The blueprint», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Technical feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Operational feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Legal feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Economic feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System», abril 2007.

«Cómo el euro se convirtió en nuestra moneda. Breve historia de los billetes y monedas en euros», abril 2007.

«Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU», abril 2007.

«TARGET Annual Report 2006», mayo 2007 (sólo en Internet).

«European Union balance of payments: international investment position statistical methods», mayo 2007.

«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Members States of the European Union: statistical tables», mayo 2007 (sólo en Internet).

«The euro bonds and derivatives markets», junio 2007 (sólo en Internet).

«Review of the international role of the euro», junio 2007.

«Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications», junio 2007.

«Financial Stability Review», junio 2007.

«Monetary policy: A journey from theory to practice», junio 2007.

«The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions», julio 2007 (sólo en Internet).

«Fifth SEPA progress report», julio 2007 (sólo en Internet).

«Potential impact of Solvency II on financial stability», julio 2007.

«The role of central counterparties-issues related to central counterparty clearing», ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, julio 2007.

«European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions», julio 2007.

«Payment and securities settlement in the European Union» (Blue Book), Vol. 1: euro area countries, Vol. 2 non-euro area countries, agosto 2007.

«EU banking structures», octubre 2007 (sólo en Internet).
«TARGET2-Securities progress report», octubre 2007 (sólo en Internet).
«Fifth progress report on TARGET2» con el anejo 1 «Information guide for TARGET2 users (version 1.0), el anejo 2 «User information guide to TARGET2 pricing» y el anejo 3 «TARGET2 compensation scheme, claim form», octubre 2007 (sólo en Internet).
«EU banking sector stability», noviembre 2007 (sólo en Internet).
«Euro money market survey», noviembre 2007 (sólo en Internet).
«Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution», noviembre 2007 (sólo en Internet).
«Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties», diciembre 2007.
«Financial Stability Review», diciembre 2007.
«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union», enero 2008 (sólo en Internet).
«Oversight framework for card payment schemes – standards», enero 2008 (sólo en Internet).
«The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006», febrero 2008.
«Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», marzo 2008 (sólo en Internet).
«ECB statistics quality framework (SQF)», abril 2008 (sólo en Internet).
«Quality assurance procedures within the ECB statistical function», abril 2008 (sólo en Internet).
«ECB statistics – an overview», abril 2008 (sólo en Internet).
«TARGET Annual Report 2007», abril 2008 (sólo en Internet).
«Financial integration in Europe», abril 2008.
«Financial Stability Review», junio 2008.
«Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», junio 2008.
«The international role of the euro», julio 2008 (sólo en Internet).
«Payment systems and market infrastructure oversight report», julio 2008 (sólo en Internet).
«Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).
«Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).
«Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments», julio 2008.
«CCBM2 User Requirements 4.1», julio 2008 (sólo en Internet).
«Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007», septiembre 2008.
«New procedure for constructing ECB staff projection ranges», septiembre 2008 (sólo en Internet).
«Commission’s draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation», septiembre 2008 (sólo en Internet).
«Euro money market survey», septiembre 2008 (sólo en Internet).

FOLLETOS INFORMATIVOS

«A single currency – an integrated market infrastructure», septiembre 2007.
«The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», 2.ª edición, mayo 2008.
«Price stability – why is it important for you?», junio 2008.
«A single currency – an integrated market infrastructure», septiembre 2008.



GLOSARIO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

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

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

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

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo,

precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

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

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

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

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

Producto interior bruto (PIB): el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

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

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal

establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

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

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

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

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

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

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida 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. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-22, integrado por los 12 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-22 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

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

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

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

Vacantes: término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, han adoptado el euro como moneda única.