



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

**BOLETÍN MENSUAL  
NOVIEMBRE**

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

09 | 2008

10 | 2008

**11 | 2008**

12 | 2008





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



## BOLETÍN MENSUAL NOVIEMBRE 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 5 de noviembre de 2008.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



# ÍNDICE

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>	<b>ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	<b>SI</b>
<b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA</b>	<b>9</b>	<b>ANEXOS</b>	
Entorno exterior de la zona del euro	<b>9</b>	Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	<b>I</b>
Evolución monetaria y financiera	<b>15</b>	Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2007	<b>V</b>
Precios y costes	<b>49</b>	Glosario	<b>XIII</b>
Producto, demanda y mercado de trabajo	<b>59</b>		
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	<b>68</b>		
<b>Recuadros</b>			
1 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2008	<b>20</b>		
2 Ampliación reciente de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro	<b>34</b>		
3 Incrementos recientes de los rendimientos reales y sus consecuencias para el análisis de las expectativas de inflación	<b>40</b>		
4 Volatilidad anormalmente elevada en los mercados de valores mundiales	<b>47</b>		
5 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al cuarto trimestre del 2008	<b>54</b>		
6 La fiabilidad de los datos procedentes de las encuestas en períodos de crisis financieras	<b>61</b>		
<b>ARTÍCULOS</b>			
Seguimiento de la evolución de los costes laborales en los países de la zona del euro	<b>75</b>		
Valoración de los mercados de valores y prima de riesgo de las acciones	<b>93</b>		
Diez años de TARGET y puesta en marcha de TARGET2	<b>107</b>		

## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios del Total de la Economía
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 4	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 4)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo en la frontera del exportador
HWWI	Hamburg Institute of International Economics
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

**De acuerdo con la práctica de la Comunidad, los países de la UE se enumeran en este Boletín en el orden alfabético correspondiente a las respectivas lenguas nacionales.**



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 6 de noviembre de 2008, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, reducir de nuevo el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema, en 50 puntos básicos, hasta el 3,25%, con efecto a partir del 12 de noviembre de 2008, fecha de comienzo del nuevo período de mantenimiento de reservas. Asimismo, decidió rebajar los tipos de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito 50 puntos básicos hasta el 3,75% y el 2,75%, respectivamente, también con efectos a partir del 12 de noviembre de 2008. Estas decisiones se adoptaron tras la reducción coordinada de los tipos de interés efectuada el 8 de octubre de 2008.

De acuerdo con la valoración del Consejo de Gobierno, las perspectivas para la estabilidad de precios han seguido mejorando. Se espera que en los próximos meses las tasas de inflación continúen descendiendo, y que durante el 2009 se sitúen en niveles compatibles con la estabilidad de precios. La intensificación y la generalización de las perturbaciones del mercado financiero podrían debilitar la demanda mundial y de la zona del euro durante un período bastante prolongado. En este contexto, teniendo en cuenta el acusado descenso de los precios de las materias primas en los últimos meses, también deberían moderarse las presiones de los precios, costes y salarios en la zona del euro. Al mismo tiempo, si bien la tasa subyacente de la expansión monetaria se ha mantenido fuerte, sigue mostrando signos de desaceleración. En conjunto, tanto la información disponible como el análisis actual del Consejo de Gobierno indican que los riesgos al alza para la estabilidad de precios en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria siguen atenuándose, aunque no han desaparecido completamente. En estas circunstancias, es esencial que todas las partes, incluyendo las autoridades públicas, los participantes en el proceso de fijación de precios y los interlocutores sociales asuman plenamente sus responsabilidades. La incertidumbre relacionada con la evolución del mercado financiero sigue siendo extraordinariamente alta y deberán afrontarse retos excepcionales. El Consejo de Gobierno espera que el sector bancario contribuya a restablecer la confianza. El Consejo de Gobierno continuará manteniendo las expectativas de inflación a medio y a largo plazo firmemente

ancladas en niveles compatibles con su objetivo a medio plazo. De este modo, apoya el crecimiento sostenible y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera. Por tanto, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

La evolución actual de la actividad económica sigue sujeta a un grado de incertidumbre extraordinariamente elevado, derivado en gran parte de la intensificación y la generalización de las perturbaciones de los mercados financieros. La economía mundial en su conjunto está expuesta a los efectos adversos, en la medida en que las tensiones se transmiten cada vez más del sector financiero a la economía real y de las economías avanzadas a las economías emergentes. En la zona del euro, los resultados de las últimas encuestas confirman que el impulso de la actividad económica se ha debilitado significativamente, en un entorno de atonía de la demanda interna y exterior y de condiciones de financiación más restrictivas. En cuanto al futuro, continuará siendo esencial sentar bases sólidas para una recuperación. Para que ésta se concrete lo antes posible, es primordial mantener la disciplina y una perspectiva a medio plazo en la aplicación de las políticas macroeconómicas, además de evitar la generación de efectos de segunda vuelta. Resulta igualmente importante que el sector bancario tenga en cuenta en su integridad las significativas medidas de apoyo adoptadas por los Gobiernos para hacer frente a las turbulencias financieras. Dichas medidas deberían reforzar la confianza en el sistema financiero y contribuir a evitar restricciones indebidas en la oferta de crédito a las empresas y los hogares. Conjuntamente con la reciente bajada generalizada de los precios de las materias primas, estas medidas deberían coadyuvar a restablecer la confianza.

En opinión del Consejo de Gobierno, se han materializado algunos riesgos a la baja para la actividad económica identificados anteriormente, en especial los derivados de las tensiones de los mercados financieros. Otros riesgos a la baja siguen estando relacionados con una evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales y de una intensificación de las presiones proteccionistas, así como con la posibilidad de nuevos aumentos de los precios de las materias primas.

En lo que se refiere a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IAPC se ha mantenido muy por encima del nivel acorde con la estabilidad de precios desde el pasado otoño. No obstante, desde julio se ha observado un descenso constante, disminuyendo, según la estimación preliminar de Eurostat, hasta el 3,2% en octubre, desde el 3,6% registrado en septiembre y el 3,8% en agosto. La persistencia de los elevados niveles 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. Por otra parte, el fuerte crecimiento salarial observado en el primer semestre del año, a pesar de la desaceleración del crecimiento, junto con la disminución de la productividad laboral registrada en el mismo período, se ha traducido en un significativo aumento de los costes laborales unitarios.

Respecto al futuro, los acusados descensos de los precios de las materias primas registrados recientemente, y el actual debilitamiento de la demanda, sugieren que las tasas interanuales de inflación medida por el IAPC seguirán bajando en los próximos meses y se situarán en niveles compatibles con la estabilidad de precios durante el 2009. Dependiendo, en particular, de la trayectoria futura de los precios del petróleo y de otras materias primas, no pueden descartarse bajadas más pronunciadas de la inflación medida por el IAPC hacia mediados del año próximo, debido, sobre todo, a efectos de base. Dichas bajadas tendrían poca duración y, en consecuencia, no serían relevantes desde la perspectiva de la política monetaria. No obstante, haciendo abstracción de tal volatilidad, los riesgos al alza para la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria están disminuyendo. Los demás riesgos al alza están relacionados con incrementos inesperados de los precios de las materias primas, de los impuestos indirectos y de los precios administrados, así como con la aparición de efectos de segunda vuelta generalizados en la fijación de precios y salarios, en particular en aquellas economías en las que los salarios nominales están indexados a los precios de consumo. El Consejo de Gobierno reitera su llamamiento para la eliminación de estos mecanismos. Es imprescindible

garantizar que las expectativas de inflación a medio y a más largo plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

En lo que concierne al análisis monetario, aunque las tasas de crecimiento interanual del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios siguen siendo elevadas, han continuado reduciéndose en septiembre. Desde la perspectiva adecuada a medio plazo, los datos monetarios hasta septiembre confirman que los riesgos al alza para la estabilidad de precio están disminuyendo, aunque no han desaparecido por completo.

Un examen más atento de los datos referentes a la evolución monetaria y del crédito indica que la reciente intensificación de las tensiones financieras ha tenido ya un impacto identificable, que se ha traducido, particularmente, en salidas de fondos del mercado monetario y en un aumento de los depósitos a la vista. No obstante, aún habrán de transcurrir unos meses hasta poder ver completado el efecto total de la incertidumbre de los inversores en sus decisiones de cartera. Por tanto, en el futuro próximo no puede descartarse desplazamientos de cartera desde activos no monetarios hacia activos monetarios, como tampoco desplazamientos entre distintos tipos de activos monetarios. Así pues, dichos efectos habrán de tenerse en cuenta a la hora de evaluar el crecimiento monetario y sus consecuencias para la estabilidad de precios a medio plazo.

Los datos correspondientes a septiembre también parecen indicar que la reciente intensificación y generalización de las tensiones financieras han generado una ralentización del suministro de crédito a los residentes en la zona del euro, que se refleja principalmente en un descenso de las tenencias de valores. Al mismo tiempo, en el conjunto de la zona del euro, no se han observado hasta septiembre indicios de una contracción de la oferta de préstamos a hogares y a sociedades no financieras. En particular, el perfil de vencimientos de los préstamos sugiere que las sociedades no financieras siguieron obteniendo financiación, incluso a plazos relativamente largos. No obstante, se necesitan más datos y un análisis más detallado para formarse una opinión más fundamentada.

En síntesis, es probable que la intensificación y generalización de las turbulencias del mercado financiero debiliten la demanda mundial y de la zona del euro durante un período bastante prolongado. En este contexto, teniendo en cuenta el acusado descenso de los precios de las materias primas registrado en los últimos meses, también deberían moderarse las presiones de los precios, costes y salarios en la zona del euro. Al mismo tiempo, si bien la tasa subyacente de la expansión monetaria se ha mantenido fuerte, sigue mostrando signos de desaceleración. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma que los riesgos al alza para la estabilidad de precios en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria continúan moderándose, si bien no han desaparecido por completo. En esta situación es esencial que todas las partes, incluyendo las autoridades públicas, los participantes en el proceso de fijación de precios y los interlocutores sociales asuman plenamente sus responsabilidades. La incertidumbre derivada de la evolución de los mercados financieros, sigue siendo extraordinariamente elevada y deberán afrontarse retos excepcionales. El Consejo de Gobierno espera que el sector bancario contribuya a restablecer la confianza. El Consejo de Gobierno seguirá manteniendo las expectativas de inflación firmemente ancladas en niveles compatibles con su objetivo a medio plazo. De ese modo, fomentará el crecimiento sostenible y el empleo, y contribuirá a la estabilidad financiera. Por consiguiente, continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En lo que se refiere a la política fiscal, retos a medio plazo, como el envejecimiento de la población, ponen de manifiesto la necesidad insoslayable de garantizar la sostenibilidad a medio plazo de las

finanzas públicas y de generar con ello confianza. Por tanto, como han confirmado recientemente el Consejo ECOFIN y el Consejo Europeo, han de seguir aplicándose estrictamente las disposiciones presupuestarias del Tratado de Maastricht y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Las normas presupuestarias son uno de los pilares indispensables de la UEM y de la moneda única, que deben seguir respetándose rigurosamente para no debilitar la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas. Finalmente, la situación actual requiere que la información estadística sobre las intervenciones gubernamentales sea puntual y de alta calidad para garantizar la rendición de cuentas y la transparencia en el uso de los fondos públicos.

En cuanto a las políticas estructurales, el actual período de debilidad de la actividad económica y la elevada incertidumbre sobre las perspectivas económicas requerirán un alto grado de resistencia de la economía de la zona del euro. En consecuencia, la situación actual debe considerarse como un catalizador para promover la aplicación de las reformas nacionales necesarias, con el objetivo de que los países aprovechen totalmente las ventajas que ofrecen la mejora del comercio internacional y la integración de los mercados, conforme a los principios de una economía de mercado abierta con libre competencia.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero expone, desde una perspectiva de política monetaria, la importancia de supervisar la evolución de los costes laborales y los indicadores de competitividad en los países de la zona del euro. El segundo presenta un marco para valorar los mercados de valores y las primas de riesgo de las acciones. El tercero examina los diez años de existencia de TARGET y la puesta en marcha de TARGET2.



# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La situación económica mundial ha empeorado aún más, agravada por la crisis financiera y las severas tensiones que afectan a los sistemas bancarios y a las condiciones de concesión de créditos a escala mundial, como sugieren los indicadores económicos recientes, que apuntan a un nuevo debilitamiento de la actividad económica mundial, especialmente en el sector manufacturero. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas mundiales se han atenuado, como consecuencia del acusado descenso de los precios de las materias primas. La intensificación de la crisis financiera 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

La situación económica mundial ha empeorado aún más, agravada por la crisis financiera y las severas tensiones que afectan a los sistemas bancarios y a las condiciones de concesión de créditos a escala mundial, como sugieren los indicadores económicos recientes, que apuntan a un nuevo debilitamiento de la actividad económica mundial, especialmente en el sector manufacturero. En octubre del 2008, el Índice general de directores de compras, que abarca la producción de todos los sectores, apuntaba a una nueva contracción de la economía mundial. Concretamente, el índice correspondiente al sector manufacturero se redujo hasta el nivel más bajo registrado desde que se compilaron datos por primera vez en enero de 1998. La mayor parte del deterioro en el índice general refleja los efectos de la crisis financiera y la erosión de la confianza en la actividad, los nuevos pedidos y el empleo. El índice se mantuvo por debajo del umbral de 50 puntos que separa la expansión económica de la contracción durante todo el tercer trimestre del 2008, es decir, el primer trimestre de contracción ininterrumpida observado desde el año 2001.

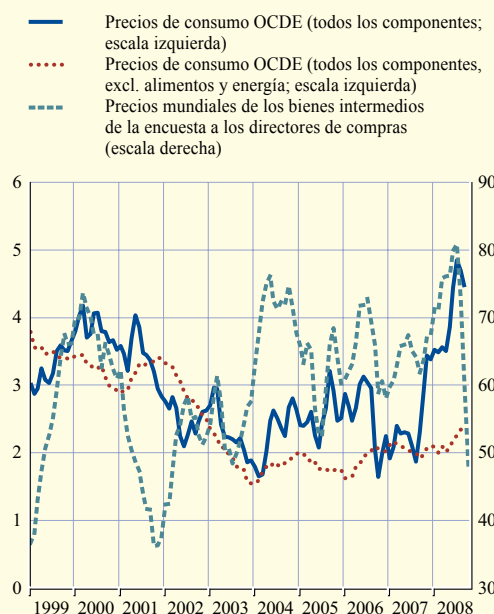
Las presiones inflacionistas mundiales se han moderado, como consecuencia del acusado descenso de los precios de las materias primas. En los países de la OCDE, los precios de consumo aumentaron un 4,5% en el año transcurrido hasta septiembre del 2008, en comparación con el 4,7% observado el mes anterior. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación medida por los precios de consumo ascendió al 2,4% en el año transcurrido hasta septiembre, en comparación con un 2,3% en el año transcurrido hasta agosto. La evidencia de las encuestas recientes sobre los precios mundiales de los bienes intermedios sugiere un pronunciado descenso de la inflación de costes, que refleja la caída de los precios del petróleo y de las materias primas (véase gráfico 1).

### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, las estimaciones preliminares indican una contracción del PIB real del 0,3%, en tasa anualizada, en el tercer trimestre del 2008, frente a una expansión del 2,8% en el trimestre anterior. Esta

Gráfico | Evolución de los precios internacionales

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



Fuentes: OCDE y Markit.

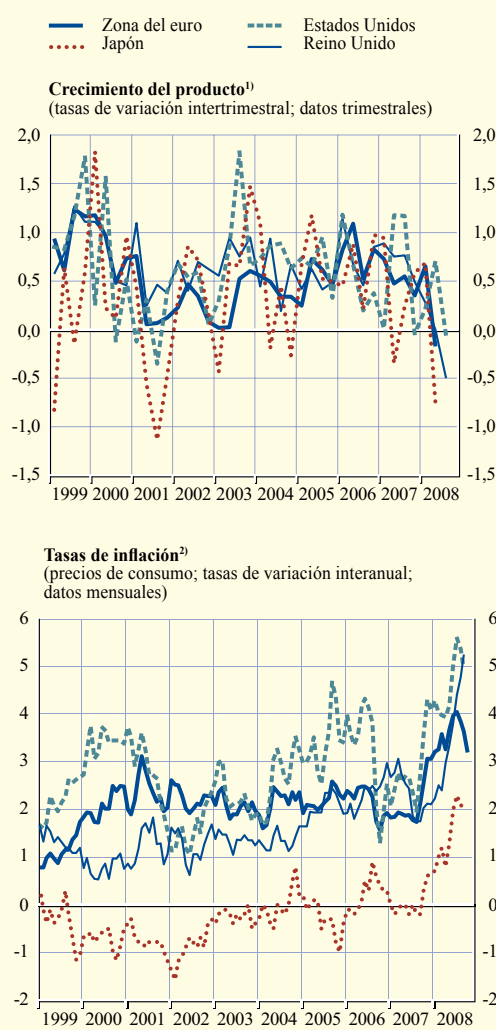
acusada desaceleración refleja, principalmente, una contribución negativa del gasto en consumo personal (al disiparse los efectos de las medidas de estímulo fiscal adoptadas por el gobierno estadounidense), la corrección actualmente en marcha en el mercado de la vivienda y la debilidad de las inversiones en bienes de equipo y *software*. A pesar de la desaceleración de la demanda externa, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento ha seguido siendo positiva en el tercer trimestre.

De cara al futuro, el aumento de los costes de endeudamiento, la menor disponibilidad de crédito a medida que continúe el proceso de reducción del endeudamiento financiero y la aplicación de normas más rígidas en materia de concesión de préstamos seguirán siendo un lastre notable para la actividad económica real. En cuanto al gasto en consumo personal, las perspectivas se ven ensombrecidas por el deterioro de la confianza y la negativa evolución del empleo y de las rentas reales. La contracción del mercado de la vivienda sigue afectando a la inversión residencial y a la riqueza de los hogares, mientras que la desaceleración de la demanda externa también entraña riesgos para las perspectivas económicas.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se redujo ligeramente, hasta el 4,9% en septiembre, pero siguió siendo elevada en términos históricos (véase gráfico 2). La desaceleración refleja, principalmente, un retroceso de las presiones de los costes de la energía. En septiembre, la tasa de inflación interanual, excluidos los alimentos y la energía, no experimentó variación con respecto al mes anterior, manteniéndose en el 2,5%.

El 29 de octubre de 2008, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió, por unanimidad, bajar el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales en 50 puntos básicos, hasta el 1%. La decisión siguió a la reducción de medio punto porcentual realizada por la Reserva Federal en coordinación con el Banco Central Europeo y otros cuatro bancos centrales el 8 de octubre. La Reserva Federal, en colaboración con el Tesoro de Estados Unidos y varios bancos centrales extranjeros, anunció también nuevas iniciativas par mejorar sus mecanismos de provisión de liquidez y brindar apoyo a los mercados financieros en vista del deterioro de la situación.

**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.

## JAPÓN

En Japón, la situación económica ha seguido empeorando, como resultado de la atonía de la demanda interna y de una nueva desaceleración de las exportaciones, aunque las condiciones de concesión de créditos han sido menos restrictivas que en otras economías industrializadas. Como consecuencia de la desaceleración mundial y de la moderación del crecimiento de los beneficios, la confianza de las empresas ha seguido deteriorándose, como se desprende de los resultados de la encuesta Tankan del Banco de Japón correspondiente a septiembre del 2008. El índice de difusión de la situación económica de las grandes empresas manufactureras registró cifras negativas por vez primera desde el año 2003, mientras que, para las grandes empresas de otros sectores, registró una acusada caída. Los planes de gasto de capital para el ejercicio 2008 apuntan a una nueva ralentización del crecimiento en los próximos meses.

En septiembre del 2008, la inflación interanual medida por el IPC se mantuvo estable en el 2,1%. La inflación registró un máximo del 2,3% en julio y se moderó a partir de entonces, debido al descenso de los precios mundiales de las materias primas y a la desaceleración de la actividad mundial. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación interanual medida por el IPC volvió a registrar cifras positivas (0,2%) en septiembre, tras el 0,0% de agosto. El 31 de octubre, el Banco de Japón decidió bajar el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía en 20 puntos básicos, hasta el 0,3%.

## REINO UNIDO

En el Reino Unido, el producto se redujo un 0,5% en tasa intertrimestral en el tercer trimestre del 2008, tras estancarse en el segundo trimestre (véase gráfico 2). Esta es la primera vez en 16 años que la economía se ha contraído en cifras intertrimestrales. Los indicadores de confianza también han mostrado, en general, una tendencia a la baja en los últimos trimestres y se han mantenido por debajo de las medias de largo plazo. La corrección en el mercado de la vivienda continuó en septiembre. Según los índices Nationwide y Halifax, los precios de la vivienda bajaron en torno a un 12% en tasa interanual. En consonancia con la caída de los precios de la vivienda, en el tercer trimestre del 2008, la producción del sector de la construcción experimentó una contracción del 0,8% en tasa intertrimestral. La inflación interanual medida por el IAPC ascendió hasta el 5,2% en septiembre, desde el 4,7% de agosto, como consecuencia de un incremento generalizado de los componentes del IAPC.

El 8 de octubre de 2008, el Comité de Política Económica del Banco de Inglaterra, en coordinación con otros bancos centrales, decidió recortar su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 4,5%. El 6 de noviembre, decidió proceder a una nueva reducción de 150 puntos básicos, situando dicho tipo en el 3%. La decisión se tomó en el contexto de un notable cambio en las perspectivas de inflación del Reino Unido y de un deterioro muy acusado de las perspectivas de la actividad económica, tanto nacional como mundial.

## OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países más grandes 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 se redujo en septiembre. No obstante, los indicadores recientes apuntan a una notable desaceleración de la actividad económica.

En Suecia, el crecimiento intertrimestral ha seguido desacelerándose y, en el segundo trimestre del 2008, se situaba en el 0,0% (muy por debajo de la media de largo plazo del 0,8%). En Dinamarca, el crecimiento intertrimestral del PIB real repuntó hasta el 0,4% en el segundo trimestre desde el -0,6% registrado en el primer trimestre (frente a la media de largo plazo del 0,5%). Los indicadores más re-

cientes de confianza de los consumidores y del comercio al por menor mostraron un descenso sostenido en ambos países. En septiembre, la inflación interanual medida por el IAPC volvió a incrementarse ligeramente en Suecia hasta situarse en el 4,2%, pero se moderó algo en Dinamarca, reduciéndose hasta el 4,5%. El Danmarks Nationalbank elevó su principal tipo de interés oficial en 40 puntos básicos, hasta el 5%, el 7 de octubre, y en 50 puntos básicos, hasta el 5,5%, el 24 de octubre. Por su parte, el Sveriges Riksbank redujo su principal tipo de interés oficial el 8 de octubre, y nuevamente el 23 de octubre, por un total de 100 puntos básicos, hasta el 3,75%.

En tres de los cuatro países más grandes de Europa central y oriental, el crecimiento económico siguió siendo, en general, estable en el segundo trimestre del 2008, situándose en una tasa intertrimestral del 0,6% en Hungría, del 0,9% en la República Checa y del 1,5% en Polonia. En Rumanía, la tasa de crecimiento interanual del PIB volvió a aumentar en el segundo trimestre hasta un nivel del 9,3%. En los últimos meses, los indicadores de confianza de los consumidores y de las ventas del comercio al por menor se mantuvieron, en general, estables o experimentaron un leve deterioro en estos países. La inflación interanual medida por el IAPC aumentó ligeramente en septiembre en la República Checa (hasta el 6,4%), pero se redujo en Hungría (hasta el 5,6%), Rumanía (hasta el 7,3%) y Polonia (hasta el 4,1%). El hecho de que los efectos de las subidas precios del pasado año se estén disipando explica, en su mayor parte, el descenso de las tasas de inflación interanuales en estos tres últimos países, mientras que, en la República Checa, el ligero incremento observado reflejó, principalmente, el efecto de una mayor contribución de la inflación de los alimentos elaborados, que contrarrestó con creces el efecto de la caída de la inflación en la mayoría de los otros componentes. El 22 de octubre, el Magyar Nemzeti Bank elevó su principal tipo de interés oficial en 300 puntos básicos, hasta el 11,5%, mientras que, el Česká národní banka redujo el suyo en 75 puntos básicos, hasta el 2,75% el 6 de noviembre.

#### **ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA**

Los datos disponibles sugieren que la actividad económica ha experimentado una desaceleración en las economías emergentes de Asia, especialmente en las más pequeñas y abiertas. La inflación medida por los precios de consumo ha seguido reduciéndose en varios países, principalmente como consecuencia de la moderación de los precios de los alimentos y de ciertos efectos de base. Desde mediados de septiembre, la situación se ha deteriorado sensiblemente en todos los mercados financieros emergentes como resultado de la fuerte reducción del endeudamiento y del aumento de la aversión al riesgo a escala mundial. A medida que se han debilitado las presiones inflacionistas, varios bancos centrales han adoptado medidas para mejorar la situación de liquidez en los mercados monetarios y han recortado los tipos de interés oficiales para hacer frente al posible impacto negativo de las turbulencias financieras sobre la economía interna real.

En China, el crecimiento del PIB real experimentó una desaceleración en el tercer trimestre del 2008 hasta una tasa interanual del 9%, desde el 10,1% registrado en el trimestre anterior. La caída del PIB se debió, principalmente, a la aplicación de políticas macroeconómicas restrictivas en el primer semestre del año y al deterioro de las condiciones externas, pero también tuvo, en parte, su origen en una suspensión transitoria de la producción durante los Juegos Olímpicos. La inflación interanual medida por el IPC se redujo de nuevo en septiembre, hasta el 4,6%, desde el 4,9% registrado en agosto. En vista de la moderación de la inflación y de la intensificación de las tensiones financieras a escala mundial, el Banco Central de la República Popular China redujo los tipos de interés dos veces en octubre (27 puntos básicos cada vez), con lo que el tipo aplicable a los préstamos a un año se situó en el 6,66% y el tipo correspondiente a los depósitos a un año en el 3,6%. También se rebajó, en otros 50 puntos básicos, el coeficiente de reservas mínimas obligatorias.

## AMÉRICA LATINA

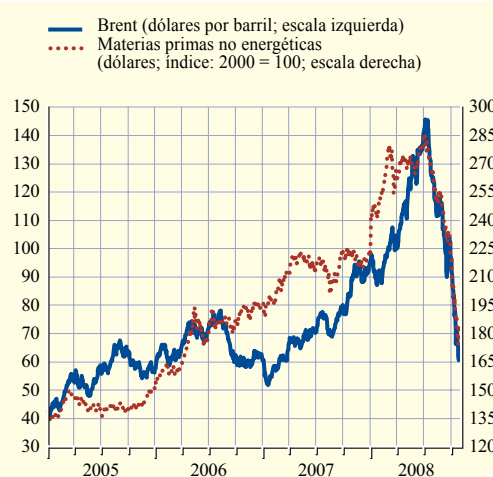
En América Latina, el ritmo de la actividad económica ha venido mostrando signos de desaceleración, al tiempo que las presiones inflacionistas parecen, en general, estar remitiendo, si bien desde unos niveles de partida elevados. En Brasil, la producción industrial creció a una tasa interanual de sólo el 1,9% en agosto del 2008, frente al 8,8% de julio. La inflación interanual medida por el IPC se situó en el 6,3% en septiembre, cifra algo más alta que el 6,2% del mes anterior. En Argentina, el ritmo de la actividad económica se ha moderado, habiéndose registrado una expansión de la producción industrial del 3,7% en tasa interanual en agosto, lo que representa una caída con respecto al incremento excepcionalmente alto del 9,1% observado en julio. La inflación medida por el IPC se ha mantenido en niveles elevados, aunque se ha reducido ligeramente hasta el 8,7% en septiembre. En México, la actividad económica ha seguido estando dominada por la atonía en agosto, habiéndose registrado una contracción de la producción industrial del 1,6% en tasa interanual. La inflación interanual se redujo levemente hasta el 5,5% en septiembre, desde el 5,6% observado en agosto. Para hacer frente al aumento de las tensiones financieras, varios bancos centrales de la región han adoptado una serie de medidas encaminadas a mejorar la situación de liquidez en sus respectivos países.

## 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo siguieron bajando durante el mes de octubre del 2008, situándose, el 5 de noviembre, en 62,6 dólares estadounidenses (véase gráfico 3), es decir, un 34% por debajo del nivel de comienzos del año (en euros, el descenso es de alrededor del 24%). Al intensificándose las turbulencias financieras, los precios se vieron arrastrados a la baja por el creciente temor a una recesión mundial y por la necesidad que tenían las instituciones financieras de liquidar sus activos. No obstante, a medio plazo, los participantes en los mercados todavía esperan que suban los precios y, actualmente, los precios de los futuros con entrega en diciembre del 2009 se sitúan en torno a 76 dólares estadounidenses.

La reciente crisis financiera ha afectado notablemente a las expectativas de los participantes en los mercados respecto a las variables fundamentales subyacentes del mercado de petróleo. Concretamente, la incertidumbre que rodea a las perspectivas de la demanda de crudo es considerable. Se teme que las economías emergentes, en las que la demanda apenas había dado hasta ahora señales de moderación, se vean afectadas de forma más grave por la desaceleración económica mundial. Dado que las cifras de existencias apuntaban a un exceso de oferta, la OPEP decidió, en una reunión extraordinaria celebrada el 24 de octubre de 2008, reducir el abastecimiento en 1,5 millones de barriles al día, pero la medida no sirvió para frenar la caída de los precios, al menos en el corto plazo. El aumento de las tensiones en los mercados financieros, sumado a la elevada volatilidad de los precios, podría desalentar la inversión en expansión de la capacidad y retrasar los proyectos actualmente en marcha, lo que generaría nuevas tensiones en el equilibrio entre oferta y demanda en los próximos años.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Los precios de las materias primas no energéticas también han bajado desde comienzos de octubre. Los precios de los metales se han visto especialmente afectados por el temor a una recesión mundial. La mayor parte de las materias primas alimenticias se han visto arrastradas a la baja por factores de oferta, dado que la mayoría de las cosechas en el hemisferio norte han registrado rendimientos sin precedentes. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de octubre, aproximadamente un 19% por debajo del nivel registrado el año anterior.

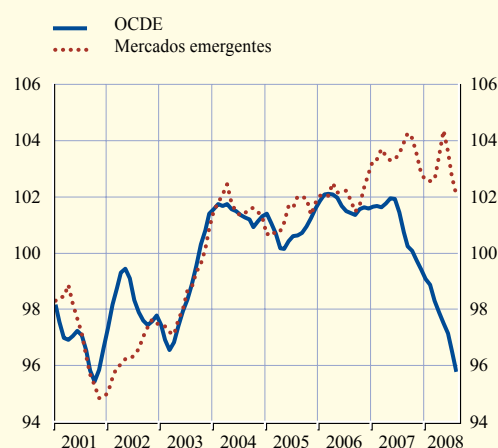
### 1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

El empeoramiento de la situación con respecto al crecimiento mundial está erosionando las perspectivas de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro. El indicador sintético adelantado de la OCDE, correspondiente a agosto del 2008, apuntaba a una desaceleración continuada en los países miembros de esta organización (véase gráfico 4). El indicador sugiere también una moderación del crecimiento en algunos de los principales países no pertenecientes a la OCDE, especialmente en China y Rusia.

La incertidumbre que rodea a 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 que se suponía anteriormente. 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 actual del crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito. Esta evolución es reflejo del impacto de las anteriores subidas de los tipos de interés, de unas condiciones de financiación más estrictas, en general, y de la ralentización del crecimiento económico. La tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo de nuevo en septiembre, aunque se mantuvo elevada, en el 8,6%. El aplanamiento de la curva de rendimientos y la estructura temporal de los tipos de interés de los depósitos bancarios continúan favoreciendo desplazamientos hacia componentes de M3 y entre componentes de este agregado. Por otra parte, es probable que la intensificación de las tensiones en los mercados financieros a mediados de septiembre haya aumentado la preferencia por determinados activos monetarios líquidos, como puede verse, por ejemplo, en el fortalecimiento del crecimiento de M1. Aunque la evolución monetaria sigue siendo sólida y, por tanto, apunta a riesgos al alza para el mantenimiento de la estabilidad de precios a más largo plazo, la moderación del crecimiento monetario en los meses del año transcurridos hasta septiembre implica una reducción de estos riesgos. Dada la mayor incertidumbre financiera y económica actual, es improbable que la liquidez acumulada se traduzca en presiones inflacionistas en el corto plazo. Los datos de septiembre no proporcionan indicios de una ruptura que implicaría, por ejemplo, la no concesión de préstamos al sector privado no financiero. No obstante, se necesitan más datos para realizar una valoración adecuada del impacto que podría causar la reciente intensificación de las tensiones en los mercados financieros.

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

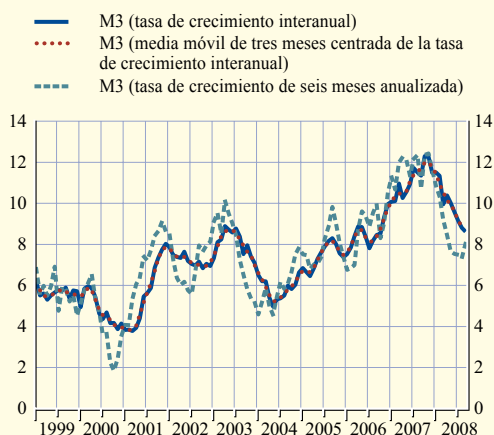
Es probable que la evolución observada en los mercados financieros desde mediados de septiembre afecte de varias maneras al balance de las IFM. Aunque algunos de estos efectos deberían hacerse patentes en un plazo relativamente breve, es posible que otros sólo se dejen sentir en los próximos meses. En esta situación, la valoración de los datos del balance de las IFM debe centrarse, hasta cierto punto, en los flujos mensuales, con el fin de identificar posibles rupturas en las series monetaria y del crédito en una fase inicial.

La tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a disminuir en septiembre, hasta el 8,6%, desde el 8,8% del mes precedente (véase gráfico 5). Al mismo tiempo, dado que la tasa de crecimiento intermensual se situó en el 0,7%, las tasas de crecimiento de tres meses y de seis meses anualizadas continuaron fluctuando entre el 7,5% y el 8,5%. Por tanto, la evolución a corto plazo de M3 se ha mantenido relativamente estable desde la primavera del 2008, en niveles que todavía son elevados.

En la situación actual, la evolución de M3 está viéndose afectada por una serie de factores que deben tenerse en cuenta al valorar la fortaleza subyacente del crecimiento monetario en el contexto del análisis de los riesgos para la estabilidad de precios. En primer lugar, aunque la inclinación de

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

la pendiente de la curva de rendimientos aumentó en octubre, el aplanamiento observado hasta septiembre siguió favoreciendo la sustitución de activos a más largo plazo por activos monetarios con una remuneración similar, lo que ha provocado un impacto al alza sobre el crecimiento de M3. En segundo lugar, la intensificación de las tensiones en los mercados financieros desde mediados de septiembre puede haber dado lugar a desplazamientos de cartera entre activos monetarios y activos no monetarios y entre distintos instrumentos monetarios. Se necesita disponer de más datos para valorar adecuadamente estos posibles efectos y su impacto sobre los diversos componentes del crecimiento monetario.

En general, 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 impacto de las anteriores subidas de los tipos de interés, de unas condiciones de financiación más estrictas, en general, y de la ralentización del crecimiento económico. La intensificación de las tensiones financieras desde mediados de septiembre ha causado un impacto visible en determinados componentes y contrapartidas de M3, pero los últimos datos no proporcionan indicaciones de una ruptura que implicaría, por ejemplo, la no concesión de préstamos al sector privado no financiero.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La moderación del crecimiento interanual de M3 observada en septiembre del 2008 estuvo impulsada por la caída de las contribuciones de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1) y de los instrumentos negociables. Al mismo tiempo, la contribución de M1 aumentó con respecto al muy reducido nivel observado el mes precedente.

La tasa de crecimiento interanual de M1 repuntó hasta situarse en el 1,2% en septiembre, después de haber registrado niveles bastante moderados el mes anterior (véase cuadro 1). Este aumento estuvo impulsado por los considerables incrementos de las entradas mensuales registradas en sus dos componentes, reflejo, en gran medida, de la mayor preferencia por activos monetarios en el contexto actual. En consecuencia, es necesario actuar con cautela al interpretar la evolución de este agregado como in-

**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 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 Ago	2008 Sep
<b>M1</b>	<b>42,1</b>	<b>5,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>
Efectivo en circulación	7,2	8,0	7,8	7,8	7,5	7,2	8,2
Depósitos a la vista	34,9	5,5	3,0	1,2	-0,7	-1,1	-0,2
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	43,1	16,8	18,4	19,3	18,9	18,9	17,7
Depósitos a plazo hasta dos años	26,6	40,6	41,4	40,3	37,5	37,2	34,4
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	16,5	-3,9	-3,3	-2,3	-2,0	-1,8	-2,0
<b>M2</b>	<b>85,2</b>	<b>10,7</b>	<b>10,3</b>	<b>10,0</b>	<b>9,1</b>	<b>8,9</b>	<b>8,9</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,8	19,6	16,3	10,4	8,8	8,4	7,1
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>12,0</b>	<b>11,2</b>	<b>10,1</b>	<b>9,0</b>	<b>8,8</b>	<b>8,6</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>9,2</b>	<b>10,0</b>	<b>9,6</b>	<b>9,1</b>	<b>9,3</b>	<b>8,5</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		-4,1	-2,5	-1,2	0,6	1,6	0,8
Préstamos a las Administraciones Públicas		-1,8	-0,9	0,8	2,1	1,9	2,9
Crédito al sector privado		12,2	12,7	11,9	10,8	10,8	10,1
Préstamos al sector privado		11,1	11,1	10,5	9,1	8,8	8,5
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>8,5</b>	<b>6,9</b>	<b>4,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>

Fuente: BCE.

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



dicativa de un punto de inflexión en la actividad económica real (véase también el recuadro 1, titulado «El contenido informativo del crecimiento real de M1 para el crecimiento del PIB de la zona del euro» en el Boletín Mensual de octubre del 2008).

La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación aumentó hasta el 8,2% en septiembre, desde el 7,2% de agosto. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista también experimentó un incremento considerable (hasta el -0,2% en septiembre, desde el -1,1% del mes precedente), pero se mantuvo negativa. Esta evolución podría atribuirse a dos factores contrapuestos: por un lado, la reducida remuneración de estos depósitos, que ejerce presiones a la baja sobre M1 y, por otro, la mayor preferencia por la liquidez, que causa el efecto contrario en M1.

El crecimiento de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista continuó siendo el que más contribuyó a la expansión de M3 en septiembre, aunque la tasa de crecimiento interanual de estos instrumentos se redujo levemente ese mes, hasta el 17,7%, desde el 18,9% de agosto. Este descenso se debe a cierta moderación de su principal subcomponente, los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a corto plazo), que no obstante siguieron creciendo a una tasa interanual muy pronunciada, del 34,4% en septiembre, frente al 37,2% de agosto. Los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, depósitos de ahorro a corto plazo) continuaron disminuyendo en septiembre y su tasa de descenso experimentó un ligero aumento.

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. Los diferenciales de los tipos de interés a los que se remuneran distintos tipos de depósitos y de activos monetarios han hecho que la remuneración de los depósitos a plazo hasta dos años resulte especialmente atractiva si se compara con la de otros instrumentos incluidos en M3 y la de activos a más largo plazo. Esto, a su vez, ha provocado desplazamientos hacia los depósitos a plazo hasta dos años desde ambos lados de la estructura temporal.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3-M2) también volvió a disminuir en septiembre, hasta el 7,1%, desde el 8,4% de agosto. Este descenso es consecuencia de la reducción de la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario, su principal subcomponente, que cayó hasta el 3,6% en septiembre, desde el 4,1% del mes precedente. En septiembre se observaron considerables salidas en las citadas participaciones, reflejando la renovada preocupación de los inversores acerca de la seguridad de algunos fondos en un contexto de intensificación de las tensiones financieras en la segunda mitad del mes.

En cuanto a otras categorías de instrumentos negociables, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años (es decir, valores distintos de acciones a corto plazo) de nuevo experimentó un acusado descenso en septiembre y se redujo casi la mitad, hasta el 5,5%. Por último, las cesiones temporales registraron una reducción muy ligera en septiembre, y la tasa de crecimiento interanual de estos instrumentos se situó en el 16,5%, desde el 16,7% de agosto.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 —que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle por sectores— se redujo en septiembre, hasta el 9,7%, desde el 10,4% de agosto. Esta evolución es acorde, en líneas generales, con la moderación general observada en el crecimiento de este agregado monetario. Aunque los hogares continuaron siendo el sector que más contribuyó al crecimiento interanual de los depósitos de M3 en su conjunto, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos

de este sector descendió hasta el 8,6%, desde el 9,3% del mes precedente. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 mantenidos por los intermediarios financieros distintos de IFM disminuyó hasta el 19,1% en septiembre, desde el 19,6% de agosto. No obstante, esta caída oculta que, en septiembre, en este sector se produjeron las entradas interanuales más elevadas observadas en los depósitos a la vista, impulsadas principalmente por los OIF. Dado el actual entorno de mercado, es posible que esto refleje, en parte, el aumento de las reservas de liquidez de los fondos de inversión para poder atender posibles reembolsos de participaciones. Por último, en septiembre se produjo una nueva desaceleración en los depósitos de M3 mantenidos por las sociedades no financieras, y su tasa de crecimiento interanual se situó en el 5,9%, desde el 6,4% de agosto. Una vez más, si se consideran los flujos mensuales y no se tienen en cuenta factores estacionales, en el caso de las sociedades no financieras también se produjo un desplazamiento desde los depósitos a corto plazo hacia los depósitos a la vista en septiembre.

#### 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 se redujo hasta el 8,5% en septiembre, desde el 9,3% de agosto (véase cuadro 1). Si se considera el crédito total otorgado por este sector, la tasa de crecimiento del crédito concedido a las Administraciones Públicas reanudó su tendencia a la baja y se situó en el 0,8% en septiembre, desde el 1,6% de agosto. Este descenso tuvo su origen en la disminución de las tenencias de valores del sector público por parte de las entidades de crédito, y es probable que haya estado relacionado con el proceso de desapalancamiento de las entidades, dada la liquidez de los mercados de deuda pública y la evolución favorable de los precios. En menor medida, también reflejó la disminución de las tenencias de este tipo de activos por parte de los fondos del mercado monetario cuando redujeron sus carteras en un contexto de reembolsos de participaciones.

Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado volvió a disminuir y se situó en el 10,1% en septiembre, desde el 10,8% de agosto. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos, el principal componente del crédito al sector privado, continuó cayendo

**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 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 Ago	2008 Sep
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>44,0</b>	<b>14,0</b>	<b>14,6</b>	<b>14,5</b>	<b>12,8</b>	<b>12,6</b>	<b>12,1</b>
Hasta un año	28,9	11,9	12,9	12,9	10,9	10,8	10,1
De uno a cinco años	20,0	21,0	22,6	20,9	18,6	18,4	17,5
Más de cinco años	51,1	12,7	12,8	13,0	11,8	11,6	11,3
<b>Hogares<sup>2)</sup></b>	<b>45,6</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	12,9	5,3	5,4	5,2	4,3	4,0	4,3
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	71,6	7,6	6,7	5,6	4,2	4,1	4,0
Otras finalidades	15,5	3,1	2,7	2,2	2,5	2,5	2,5
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>0,9</b>	<b>22,0</b>	<b>6,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-7,8</b>	<b>-8,5</b>	<b>-9,2</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>9,4</b>	<b>23,4</b>	<b>24,7</b>	<b>24,8</b>	<b>22,2</b>	<b>20,7</b>	<b>18,9</b>

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.

(hasta el 8,5%, desde el 8,8% observado en agosto), pero se mantuvo elevada. 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 con tasas de crecimiento en niveles muy distintos (véase cuadro 2).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras volvió a reducirse ligeramente en septiembre, hasta el 12,1%, desde el 12,6% de agosto. La tasa de crecimiento de tres meses anualizada (un indicador de la evolución a más corto plazo) se mantuvo por debajo de la tasa de crecimiento interanual, pero continuó siendo vigorosa. Si se considera el detalle por plazos, esta moderación de los préstamos a las sociedades no financieras estuvo fundamentalmente impulsada por la evolución de los préstamos a corto y a medio plazo. En términos de flujos mensuales, los préstamos a largo plazo (es decir, a más de cinco años) representaron más de la mitad de los flujos totales registrados en septiembre, lo que indica que las sociedades no financieras siguieron obteniendo financiación también a plazos relativamente largos. Esta evolución puede deberse, en parte, a cierta anticipación en las solicitudes de préstamos, posiblemente en previsión de mayores dificultades para obtener créditos en el futuro, y sería acorde con el aumento de las tenencias de depósitos a la vista por parte de las sociedades no financieras, pero también con la sustitución de la financiación mediante valores distintos de acciones por la financiación mediante préstamos por parte de las IFM a este sector. En cuanto a las perspectivas futuras, la continuación de la moderación gradual del crecimiento del crédito de las IFM a las sociedades no financieras estaría en consonancia con el actual entorno cíclico y con unas condiciones de financiación más restrictivas. A este respecto, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2008 apuntan a un endurecimiento de los criterios aplicados para la concesión de préstamos a empresas, así como a una reducción de la demanda en el tercer trimestre del 2008, en comparación con el segundo trimestre (para más detalles, véase el recuadro 1, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2008»).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares volvió a descender ligeramente en septiembre, hasta el 3,8%, desde el 3,9% de agosto, en consonancia con el deterioro de las perspectivas económicas y del mercado de la vivienda y de unas condiciones de financiación más restrictivas. El crecimiento a más corto plazo, medido por la tasa de crecimiento de tres meses anualizada, experimentó una leve mejora. Sin embargo, esta evolución debe interpretarse con cautela, ya que refleja principalmente la disminución de los préstamos dados de baja del balance como consecuencia de las operaciones de titulización, que anteriormente había contenido la dinámica de los préstamos. La moderación observada en el crecimiento interanual de los préstamos en septiembre estuvo determinada fundamentalmente por los préstamos para adquisición de vivienda (cuya tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 4%, desde el 4,1% de agosto), que es el principal componente de los préstamos a hogares. En cambio, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo aumentó ligeramente.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM, excluidos capital y reservas, se redujo de nuevo en septiembre, hasta el 2,8%, desde el 3,3% de agosto. Esta evolución fue reflejo de la caída de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo a más de dos años y de la nueva moderación de los valores distintos de acciones a más de dos años y de los depósitos disponibles con preaviso superior a tres meses.

La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas aumentó hasta el 13% en septiembre, desde el 11,3% de agosto. Parte de las considerables entradas mensuales (que ascendieron a un total de 30 mm de euros) puede explicarse por el capital adicional captado mediante colocaciones privadas e inyecciones de

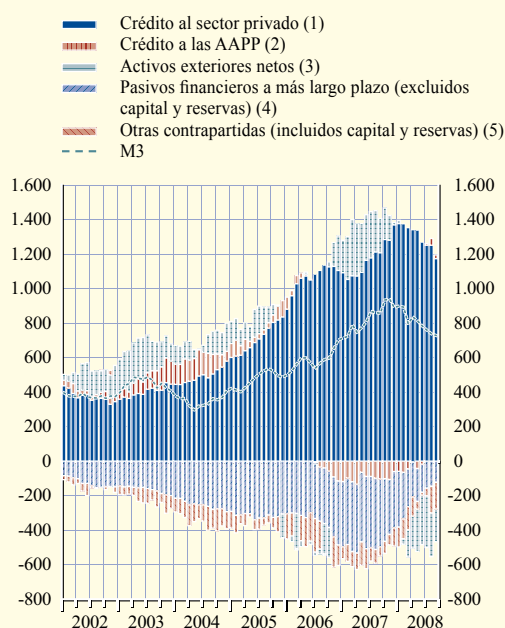
capital por parte de los gobiernos, con el fin de reforzar los balances de las entidades de crédito.

Por último, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró entradas mensuales por importe de 28 mm de euros en septiembre. Las entradas de los dos últimos meses han compensado en cierta medida las salidas sucesivas que se produjeron en los meses del año transcurridos hasta julio, lo que ha hecho que las salidas interanuales se redujeran hasta 190 mm de euros en septiembre, frente a 253 mm de euros en agosto (véase gráfico 6).

En síntesis, la actual moderación del crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero se debe en gran parte a los efectos que la evolución de la actividad económica, los tipos de interés y las condiciones establecidas para la concesión de créditos están teniendo sobre la demanda de préstamos. Los datos de septiembre no apuntan a una alteración en el flujo de crédito al sector privado, pero se necesitan más datos para realizar una valoración adecuada del impacto que podría tener la reciente intensificación de las tensiones en los mercados financieros.

**Gráfico 6 Contrapartidas de M3**

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



Fuente: BCE.

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

### Recuadro I

#### RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE OCTUBRE DEL 2008

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2008 realizada por el Eurosistema<sup>1</sup>. Al valorar los resultados se ha de tener presente que la encuesta se llevó a cabo entre el 23 de septiembre y el 7 de octubre (es decir, antes de la reunión de jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro celebrada en París el 12 de octubre para tratar las medidas de rescate a las entidades de crédito).

En el tercer trimestre del 2008, el porcentaje neto de entidades que señalaron que se había producido un endurecimiento de los criterios de concesión aplicados a los préstamos a empresas aumentó considerablemente con respecto al segundo trimestre<sup>2</sup>. El endurecimiento neto continuó siendo más acusado para las grandes empresas que para las pequeñas y medianas empresas (PYMES). El endureci-

1 El 7 de noviembre de 2008 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2008, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

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

miento neto de los criterios aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y al crédito al consumo aumentó ligeramente en el tercer trimestre del 2008, aunque en menor medida que en los préstamos a empresas. En cuanto a la demanda, las entidades participantes en la encuesta indicaron que la demanda neta de préstamos a empresas y hogares había vuelto a disminuir y que se mantuvo negativa en el tercer trimestre del 2008<sup>3</sup>.

En esta encuesta figuraban también una serie de preguntas ad hoc, como continuación a las incluidas en encuestas anteriores, relativas al efecto de las turbulencias financieras (véase la última sección del recuadro). Por lo que respecta a la financiación a corto plazo en los mercados mayoristas, en particular, las entidades participantes en la encuesta señalaron que el acceso a los mercados monetarios y de valores de renta fija a corto plazo se había visto considerablemente más dificultado que en el segundo trimestre. El acceso a la titulización había continuado planteando dificultades y prácticamente no se había modificado en relación con el segundo trimestre.

### Préstamos o líneas de crédito a empresas

**Criterios de aprobación del crédito:** En el tercer trimestre del 2008, el porcentaje neto de entidades que indicaron que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas aumentó considerablemente (22 puntos porcentuales, hasta el 65%; véase gráfico A). Los principales factores determinantes del endurecimiento neto continuaron siendo las expectativas acerca de la actividad económica futura y las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas. El efecto de la capacidad de las entidades para acceder a la financiación en los mercados también contribuyó al endurecimiento neto. Además, el impacto de los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades y su situación de liquidez sobre el endurecimiento neto de los criterios de concesión del crédito se incrementó ligeramente en comparación con el segundo trimestre del 2008, y retornó a niveles similares, en general, a los del primer trimestre del año.

En cuanto a las condiciones establecidas para la concesión de préstamos a empresas, las entidades indicaron que, en el tercer trimestre, los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios y a los préstamos de mayor riesgo se habían incrementado de nuevo, hasta el 68% (desde el 53%) y el 76% (desde el 64%), respectivamente, en términos netos (véase gráfico B). Por otra parte, las condiciones no relacionadas con el precio también se endurecieron adicionalmente. Estas condiciones se endurecieron, en particular, en lo que respecta a la cuantía del préstamo o línea de crédito (16 puntos porcentuales, hasta el 45%, en términos netos, en el tercer trimestre) y al plazo de vencimiento (15 puntos porcentuales, hasta el 40%, en términos netos, en el tercer trimestre). Las garantías requeridas también aumentaron (10 puntos porcentuales, hasta el 46%, en términos netos, en el tercer trimestre).

El endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito continuó siendo más pronunciado para las grandes empresas (el 68%, en comparación con el 44% del segundo trimestre) que para las PYMES (el 56%, en comparación con el 34% del segundo trimestre). Aunque en el segundo trimestre se observó cierta estabilización, el endurecimiento neto aumentó considerablemente en las dos categorías de empresas en el tercer trimestre del 2008. En cuanto a los factores determinantes de los cambios en los criterios de aprobación del crédito, las expectativas relativas a la actividad económica general y las pers-

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

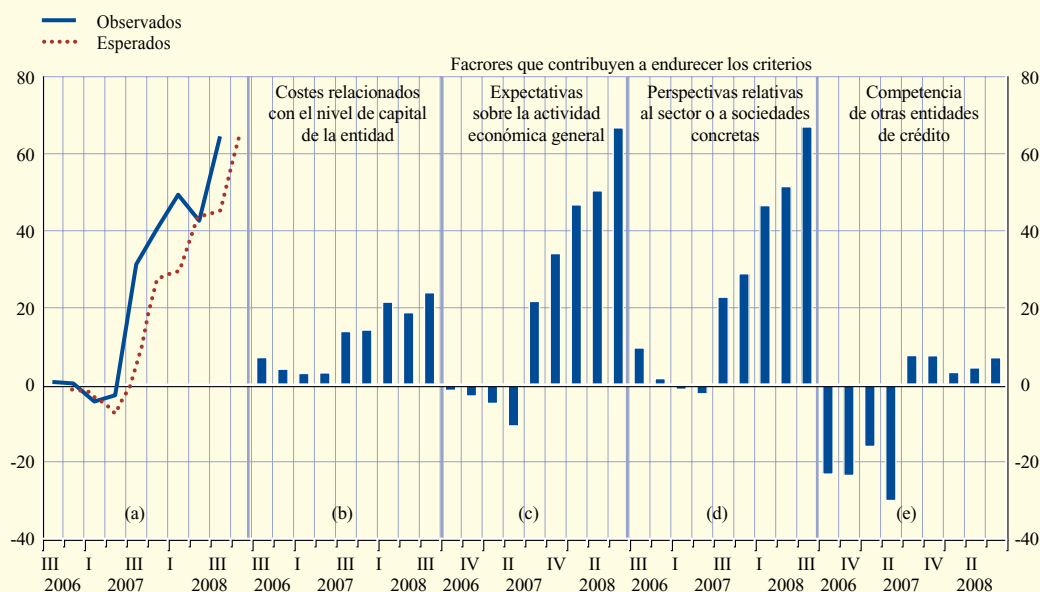
pectivas relativas al sector o a sociedades concretas fueron los más importantes, tanto para las grandes empresas como para las PYMES. Al mismo tiempo, los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades desempeñaron un papel más destacado en el endurecimiento neto en el caso de las grandes empresas que en el de las PYMES, lo que probablemente esté relacionado con la mayor importancia de la financiación mediante valores de renta fija de los préstamos bancarios concedidos a grandes empresas. Por lo que respecta a las condiciones del crédito, aunque el aumento neto de los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios fue más pronunciado para los préstamos otorgados a las grandes empresas, en el caso de los préstamos de mayor riesgo fue prácticamente idéntico para éstas y para las PYMES. Por lo que se refiere a otras condiciones no relacionadas con el precio, todas ellas volvieron a endurecerse, en términos netos, tanto para las grandes empresas como para las PYMES.

De cara al cuarto trimestre del 2008, las expectativas apuntan a que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito prácticamente no experimentará variaciones (el 66%) con respecto al observado en el tercer trimestre del 2008 (véase gráfico A).

**Demanda de préstamos:** La demanda neta de préstamos a empresas se redujo considerablemente y se mantuvo negativa en el tercer trimestre del 2008 (en el -26%, en comparación con el -16% del segundo trimestre; véase gráfico C). Esta demanda neta negativa estuvo impulsada por la disminución de las necesidades de financiación de inversiones en capital fijo (hasta el -36%, desde el -20% del segundo trimestre) y por la persistente contribución negativa de la demanda de préstamos para financiar fusiones y adquisiciones y reestructuraciones empresariales (el -32%, en comparación con el -27% del

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

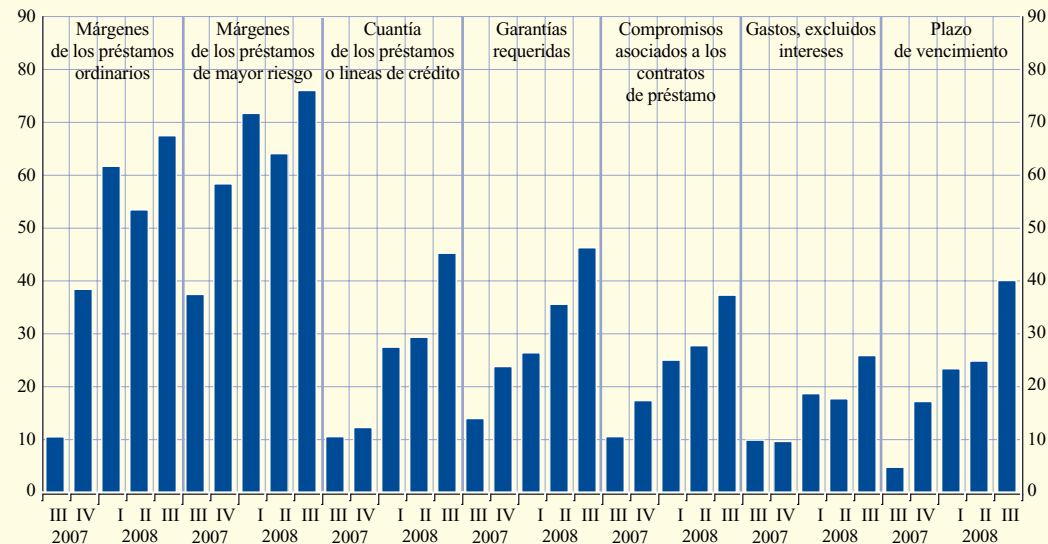
(en porcentaje neto)



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

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

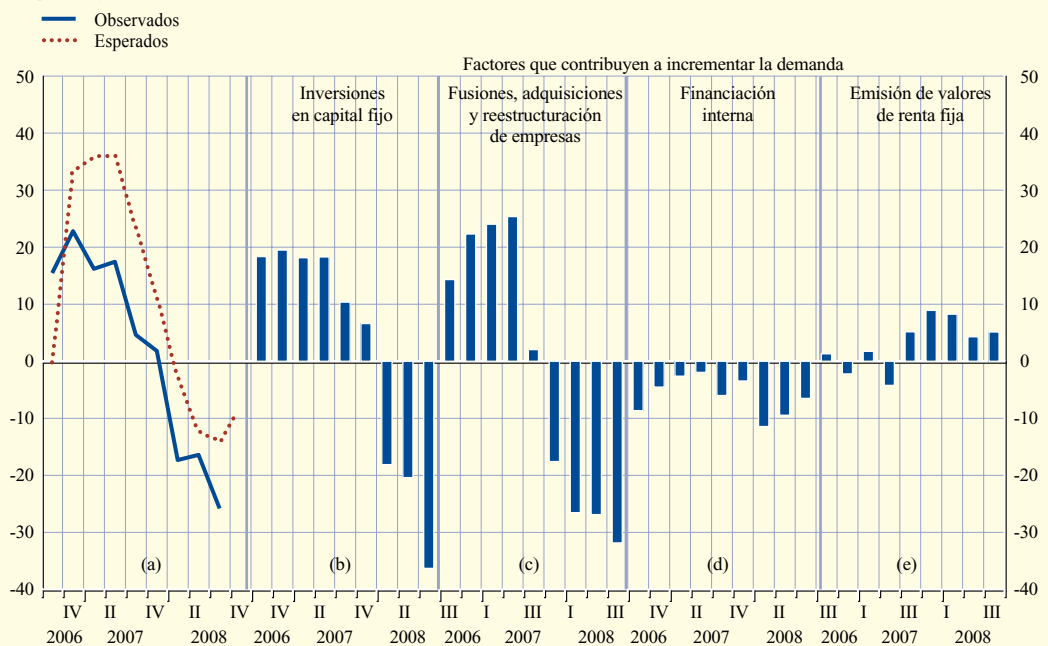
(porcentaje neto)



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

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

(en porcentaje neto)



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

segundo trimestre). Además, la financiación interna siguió favoreciendo el descenso de la demanda neta de préstamos a empresas, aunque en menor medida que en el segundo trimestre. En cambio, la emisión de valores de renta fija continuó contribuyendo positivamente a la demanda neta de préstamos a este sector, reflejando las condiciones del mercado y el aumento del coste de financiación mediante este tipo de emisiones. Por lo que se refiere al tamaño de los prestatarios, aunque la demanda neta de préstamos fue negativa tanto para las grandes empresas como para las PYMES, fue algo más reducida en el caso de las primeras, en consonancia con los resultados de trimestres anteriores. Además, la demanda neta fue negativa en todos los plazos de vencimiento.

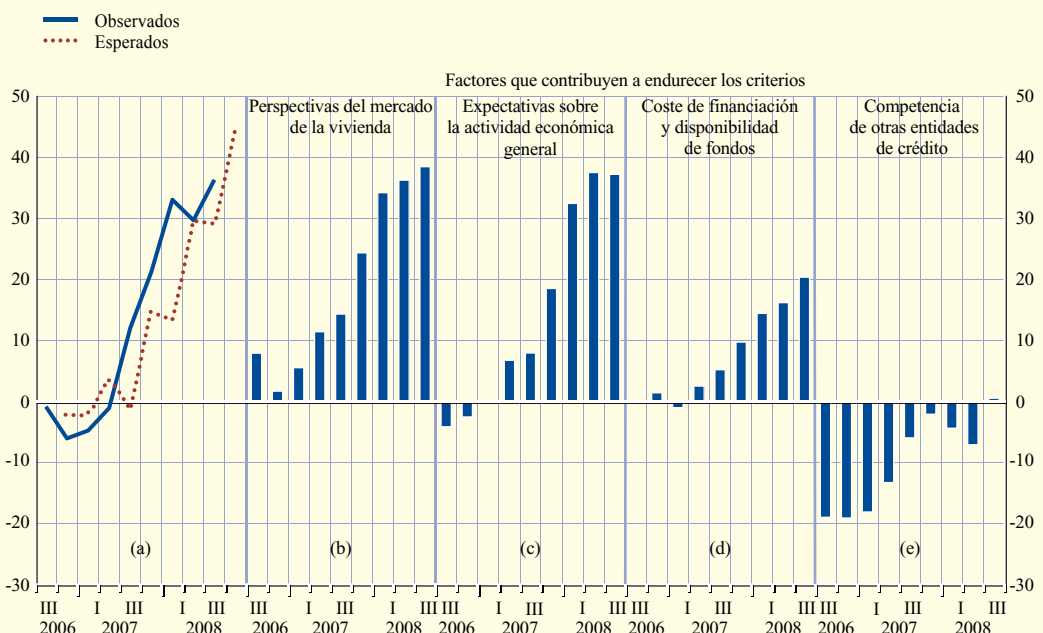
Para el cuarto trimestre del 2008 se espera que la demanda neta de préstamos a empresas sea menos negativa (del -8%) que en el tercer trimestre (véase gráfico C).

### Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

**Criterios de aprobación del crédito:** En el tercer trimestre del 2008 el porcentaje neto de entidades que señalaron que los criterios de aprobación aplicados para la concesión de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían endurecido aumentó ligeramente (hasta el 36%, desde el 30% del segundo trimestre; véase gráfico D). Las expectativas relativas a la actividad económica general y las perspectivas del mercado de la vivienda siguieron siendo los factores que más contribuyeron al endurecimiento neto de los citados criterios. Además, por primera vez desde que comenzó a realizarse la encuesta, la competencia de otras entidades no contribuyó a la relajación de los criterios, sino que fue neutral (el 0%, en comparación con el -7% del segundo trimestre).

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

(en porcentaje neto)



Nota: Véase la nota del gráfico A.



En cuanto a las condiciones establecidas para la concesión de préstamos para adquisición de vivienda, las entidades participantes señalaron un incremento neto de los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios (el 35%, en comparación con el 23% del segundo trimestre), así como de los aplicados a los préstamos de mayor riesgo (el 43%, desde el 30% del segundo trimestre). En cambio, el endurecimiento neto de otras condiciones no relacionadas con el precio, como las garantías requeridas y la relación entre el principal y la garantía, no aumentó de nuevo, sino que permaneció en niveles similares a los del segundo trimestre.

Para el cuarto trimestre del 2008 se espera que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda vuelvan a endurecerse adicionalmente (el 45%) con respecto al tercer trimestre (véase gráfico D).

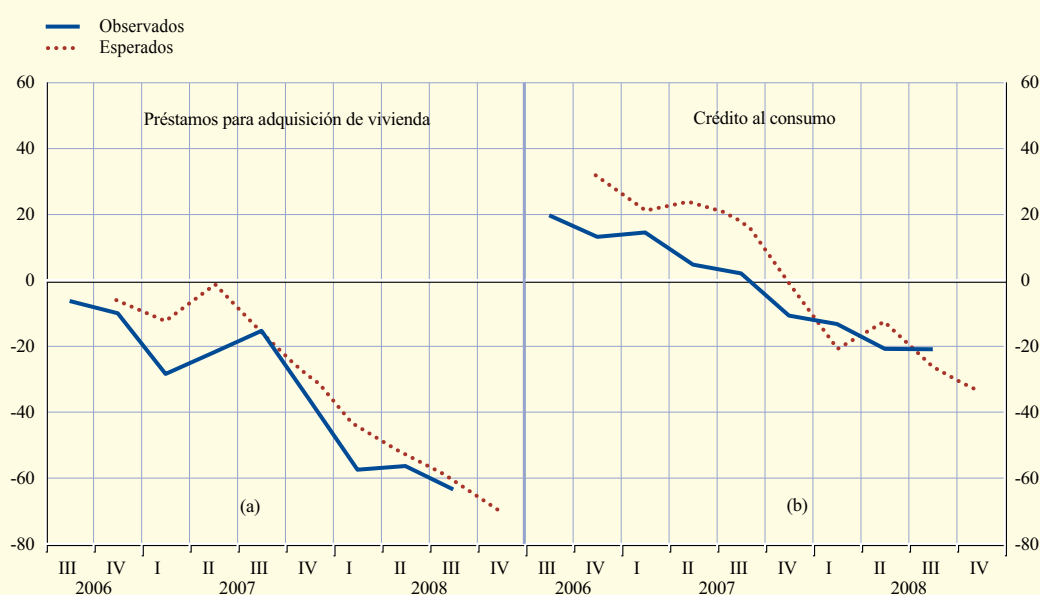
**Demanda de préstamos:** La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda se redujo en el tercer trimestre del 2008 y se mantuvo negativa (en el -64%, en comparación con el -56% del segundo trimestre; véase gráfico E). Esta evolución fue reflejo, principalmente, de las perspectivas del mercado de la vivienda y del deterioro de la confianza de los consumidores. Para el cuarto trimestre del 2008 se espera que la demanda neta de préstamos sea algo más negativa (del -70%) que en el tercero.

### Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

**Criterios de aprobación del crédito:** En el tercer trimestre del 2008, el porcentaje neto de entidades que indicó que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos se habían endu-

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

(en porcentaje neto)



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

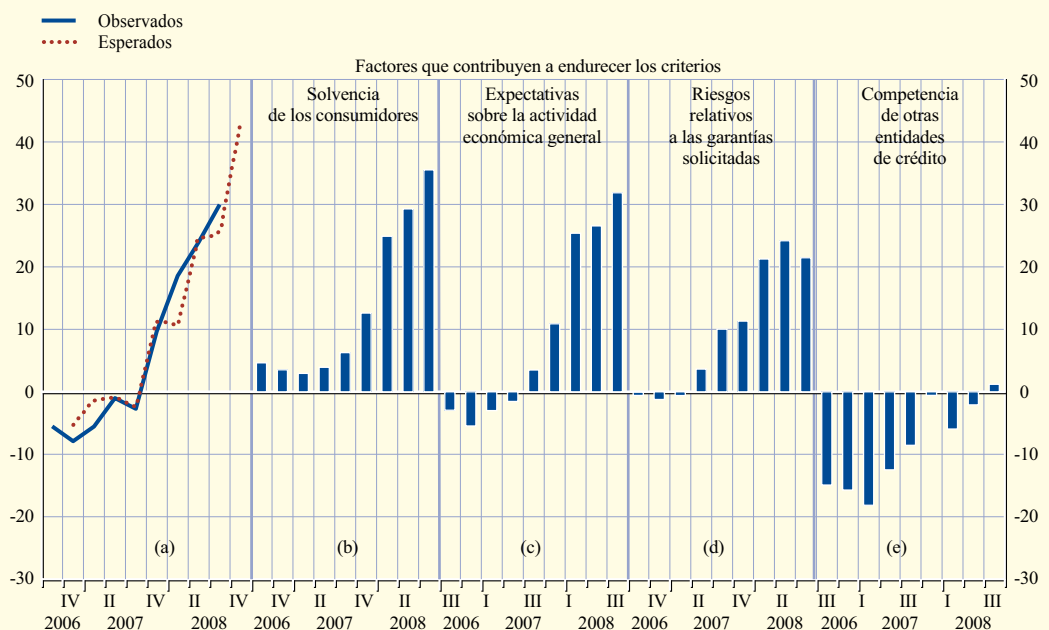
recido continuó aumentando (hasta el 30%, desde el 24% del trimestre precedente; véase gráfico F). Al mismo tiempo, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados al crédito al consumo y otros préstamos a hogares se mantuvo en un nivel inferior al señalado para los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. El principal determinante del nuevo endurecimiento neto fue la percepción de las entidades de los riesgos relacionados con las expectativas relativas a la actividad económica general y con la solvencia de los consumidores. En cuanto a las condiciones del crédito al consumo, las entidades indicaron que se había producido un aumento, en términos netos, de los márgenes aplicados tanto a los préstamos ordinarios como a los de mayor riesgo (el 32% y el 38%, respectivamente).

Para el cuarto trimestre del 2008 se espera que los criterios de aprobación aplicados al crédito al consumo y otros préstamos a hogares se endurezcan de nuevo (el 43%) con respecto al tercer trimestre (véase gráfico F).

**Demanda de préstamos:** La demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos a hogares se mantuvo negativa y continuó en el mismo nivel que en el segundo trimestre del 2008 (en el -21%; véase gráfico E). La demanda neta de esta modalidad de préstamos siguió siendo menos negativa que la de préstamos a hogares para adquisición de vivienda. Las entidades indicaron que el factor que más contribuyó a la moderación de la demanda fue el deterioro de la confianza de los consumidores. Para el cuarto trimestre del 2008 se espera que la demanda neta permanezca negativa y se reduzca (hasta el -34%) con respecto al tercer trimestre.

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

(en porcentaje neto)



Nota: Véase la nota del gráfico A.

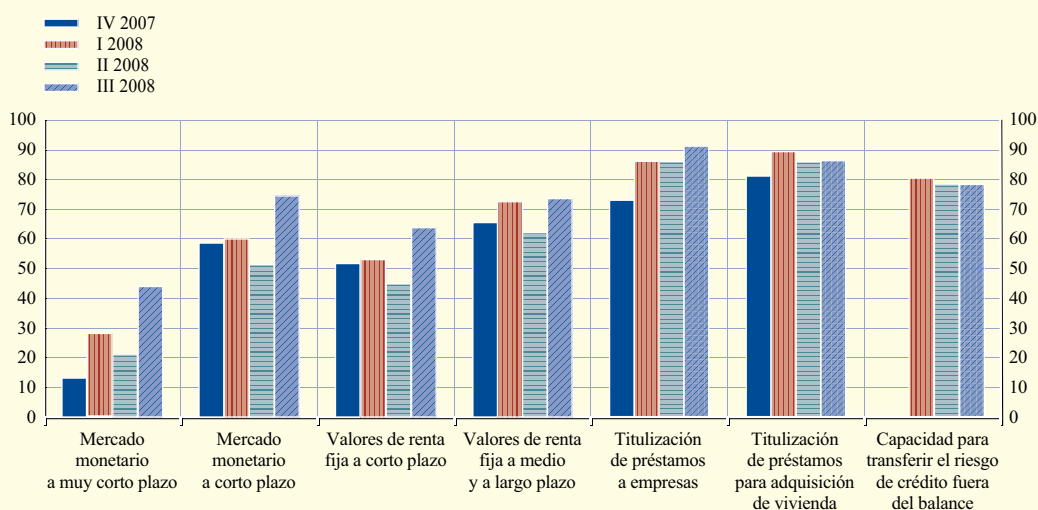
### Preguntas ad hoc sobre las turbulencias en los mercados financieros

En la encuesta de octubre del 2008 se incluyó el mismo conjunto de preguntas específicas sobre el impacto de las tensiones registradas en los mercados financieros desde el segundo semestre del 2007 que en encuestas anteriores.

En cuanto a la financiación de las entidades de crédito a través de los mercados mayoristas, las entidades señalaron que, como consecuencia de las turbulencias experimentadas en los mercados financieros, el acceso a los mercados monetarios y de renta fija se había tornado bastante más difícil en el tercer trimestre del 2008 que en el segundo (véase gráfico G). Así, tras la mejora observada en el segundo trimestre, las dificultades para acceder a los citados mercados volvieron a aumentar. A diferencia de la última encuesta, en la que las entidades participantes indicaron que habían experimentado más dificultades para obtener financiación mediante la emisión de bonos a medio y largo plazo que mediante valores de renta fija a corto plazo o a través de los mercados monetarios, en esta encuesta señalaron que los mayores obstáculos se habían observado en el acceso a los mercados monetarios a corto plazo. Las entidades indicaron que el acceso a todas las modalidades de financiación a corto plazo (mercado monetario a muy corto plazo, mercado monetario a corto plazo y valores de renta fija a corto plazo) había resultado considerablemente más difícil. El acceso a la titulización siguió viéndose obstaculizado en la misma medida que en el segundo trimestre. Entre el 80% y el 90% de las entidades participantes en la encuesta para las que las actividades de titulización eran importantes indicaron que habían tenido dificultades para acceder a los mercados de titulización. En los tres próximos meses se espera que el acceso a la financiación en los mercados monetario y de valores de renta fija plantee más dificultades que en el tercer trimestre del 2008, así como que el acceso a la titulización se vea dificultado en la misma medida que en el tercer trimestre.

Gráfico G Acceso a la financiación en los mercados al por mayor

(en porcentaje)



Nota: Las cifras indican el porcentaje de entidades que han señalado que el acceso a determinadas fuentes de financiación mayorista se ha dificultado.

En consonancia con las mayores dificultades de acceso a los mercados monetario y de valores de renta fija, las entidades participantes en la encuesta señalaron que el impacto de estas opciones de financiación sobre los criterios de concesión del crédito bancario había aumentado, tanto en lo que respecta a los importes como a los márgenes. Este impacto continuó siendo más intenso sobre los márgenes que sobre la cantidad de préstamos concedidos. En contraposición a la financiación a través de los mercados monetarios y de valores de renta fija, el impacto sobre la política crediticia de las mayores dificultades de acceso a los mercados de titulización, sobre los márgenes y sobre los importes de los préstamos otorgados, fue idéntico. Para los tres próximos meses, las entidades esperan que los mayores obstáculos para acceder a los mercados monetarios y de valores de renta fija causen mayor efecto en su disposición a conceder préstamos y en los márgenes, mientras que es probable que las dificultades de acceso a los mercados de titulización provoquen un efecto similar al observado en el tercer trimestre.

Por último, en cuanto al impacto de la variación de los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades sobre su política crediticia, en el tercer trimestre del 2008, el 43% de las entidades participantes en la encuesta señaló que se había producido un impacto considerable o moderado sobre los niveles de capital y sobre la política crediticia, lo que supone un aumento de 7 puntos porcentuales con respecto al segundo trimestre.

## 2.2 EMISIONES DE VALORES

*La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se incrementó ligeramente en agosto del 2008. Este ascenso fue principalmente resultado del aumento de la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por parte de la Administración Central y las sociedades no financieras, mientras que la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se redujo ligeramente. La tasa de crecimiento de la emisión de acciones cotizadas prácticamente no experimentó variaciones en agosto.*

### 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 agosto del 2008, hasta el 7,6%, desde el 7,1% de julio (véase cuadro 3). En cuanto a la estructura de vencimientos de la emisión de este tipo de valores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo prácticamente no se modificó y fue del 22,1% en agosto, mientras que la de los valores a largo plazo registró un aumento moderado (0,5 puntos porcentuales), hasta situarse en el 5,9%. La emisión de valores distintos de acciones a largo plazo puede descomponerse en valores a tipo de interés variable y a tipo de interés fijo. Como consecuencia de factores de demanda, las emisiones a tipo de interés variable tienden a verse favorecidas frente a las emisiones a tipo de interés fijo en períodos caracterizados por una curva de rendimientos plana. Esto explica, en cierta medida, el hecho de que, en agosto, la tasa de crecimiento interanual de los valores a tipo de interés variable alcanzara de nuevo niveles considerablemente más elevados (el 12,9%) que la tasa de crecimiento de los valores a tipo de interés fijo, que ese mes se situó en el 3,4%.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras aumentó hasta el 4,5% en agosto, desde el 2,6% de julio, interrumpiendo la caída registrada desde principios del 2008. Desde una perspectiva a más largo plazo, la actividad emisora actual es con-

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2008 Ago	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 Jul	2008 Ago
<b>Valores distintos de acciones:</b>	<b>12.687</b>	<b>9,1</b>	<b>8,9</b>	<b>8,2</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>	<b>7,6</b>
IFM	5.319	10,9	10,7	9,2	7,7	8,5	8,3
Instituciones financieras no monetarias	1.641	28,2	26,8	25,3	22,5	22,7	23,3
Sociedades no financieras	695	9,4	8,8	9,7	6,3	2,6	4,5
Administraciones Públicas	5.032	3,3	3,0	2,7	2,2	2,1	3,0
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.711	3,3	2,9	2,6	2,2	2,0	2,9
Otras Administraciones Públicas	321	2,9	4,5	2,8	2,1	3,9	4,4
<b>Acciones cotizadas:</b>	<b>5.038</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>
IFM	663	1,8	1,3	0,8	1,5	2,8	2,8
Instituciones financieras no monetarias	438	0,9	2,7	2,6	2,3	2,5	2,6
Sociedades no financieras	3.936	1,3	1,3	1,3	0,8	0,1	0,2

Fuente: BCE.

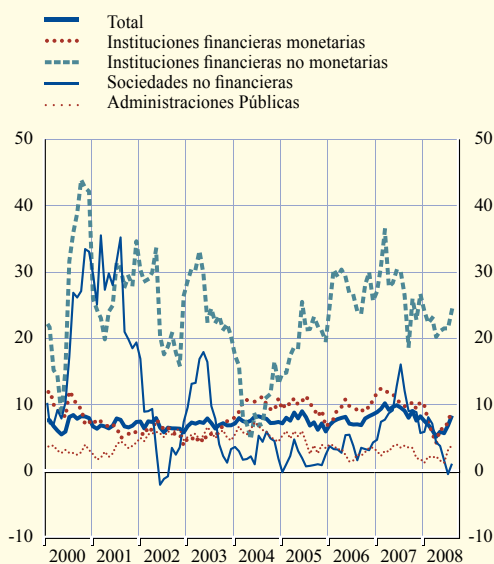
1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

siderablemente inferior a la observada antes del estallido de la crisis. En julio del 2007, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras fue del 10%. En términos de 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 se incrementó 1,9 puntos porcentuales en agosto, hasta el 2,7%, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión a corto plazo ascendió hasta el 13% ese mes, desde aproximadamente el 6% de julio. El principal factor determinante de la considerable caída de las emisiones con respecto a julio del 2007 fue la menor emisión de valores de renta fija privada a corto plazo, que se redujo 13,3 puntos porcentuales.

Si se consideran datos desestacionalizados (que son más adecuados para evaluar las tendencias a corto plazo), la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de la emisión de valores distintos de acciones aumentó hasta el 8,3% en agosto, desde el 6,8% de julio, debido fundamentalmente a que las amortizaciones disminuyeron más que en meses anteriores. Todos los sectores contribuyeron al incremento general. En particular, la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras volvió a ser positiva y se situó en el 1% ese mes, frente al -0,5% de julio (véase gráfico 7). La recuperación de la actividad emisora patente en los datos desestacionalizados se debe principalmente a la elevada emisión de valores distintos de acciones a corto plazo.

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

(tasas de crecimiento de seis meses anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM descendió moderadamente y se situó en el 8,3% en agosto, desde el 8,5% de julio. En consonancia con la tendencia observada desde el comienzo de las perturbaciones en los mercados financieros, la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo se mantuvo intensa, con una tasa de crecimiento interanual del 26,9% en agosto, que no obstante fue inferior a la registrada los tres meses anteriores. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo por parte de las IFM prácticamente no se modificó y fue del 5,3% en agosto. El hecho de que la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo continuara siendo superior a la de valores a largo plazo puede atribuirse al reajuste que ha afectado a los emisores del sector financiero desde el comienzo de las perturbaciones en los mercados financieros, que ha hecho que el endeudamiento a largo plazo resulte relativamente más caro. La magnitud de este efecto puede valorarse con más precisión si se examinan los datos desestacionalizados. Ciertamente, los datos de seis meses desestacionalizados indican que la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo por parte de las IFM fue del 7,8% en agosto, mientras que la de valores a corto plazo fue considerablemente más elevada, situándose en el 16,8% ese mes.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias aumentó ligeramente, hasta el 23,3% en agosto, desde el 22,7% de julio, confirmando la intensa actividad emisora de este sector. Gran parte de esta actividad está relacionada con las diversas operaciones de titulización llevadas a cabo por sociedades instrumentales (entidades, generalmente patrocinadas por entidades de crédito, 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.

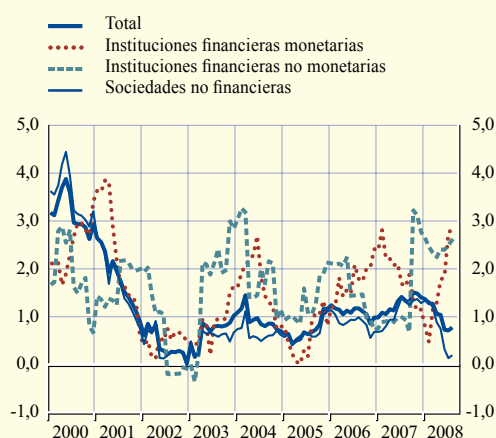
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se incrementó hasta el 3% en agosto, desde el 2,1% de julio. Esta evolución se debió, en líneas generales, al aumento de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central y las Administraciones Locales.

### ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro fue del 0,8% en agosto, prácticamente sin variaciones con respecto a julio (véase cuadro 3). Esta estabilidad se debe, en líneas generales, al moderado ascenso de la tasa de crecimiento de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, hasta el 0,2%, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión por parte de las instituciones financieras no monetarias aumentó ligeramente, desde el 2,5% hasta el 2,6%. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM no se modificó y se situó en el 2,8% en agosto (véase gráfico 8).

**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.

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías experimentaron un acusado descenso en octubre, una evolución acorde con las revisiones a la baja de las expectativas de los mercados en relación con los tipos de interés oficiales del BCE en el futuro. Sin embargo, la caída de los tipos de interés sin garantías fue menor. En consecuencia, los diferenciales entre los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías volvieron a aumentar en un contexto de intensificación de las tensiones en los mercados financieros. Las modificaciones introducidas en el marco de gestión de la liquidez del Eurosistema facilitaron la provisión de liquidez en octubre.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un acusado descenso entre el 1 de octubre y el 5 de noviembre de 2008, fecha en que los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 4,37%, el 4,70%, el 4,75% y el 4,81%, respectivamente, es decir, 72, 59, 65 y 70 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 1 de octubre (véase gráfico 9).

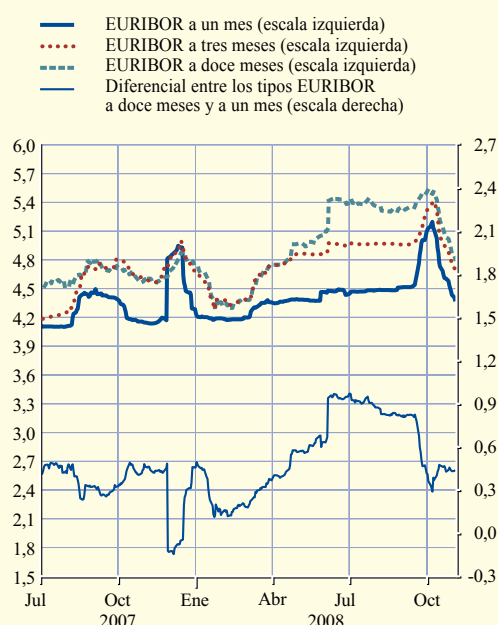
Esta caída fue más o menos similar para todos los plazos de vencimiento, por lo que el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes se situó en 44 puntos básicos el 5 de noviembre, prácticamente sin variación con respecto al 1 de octubre (véase gráfico 9). Al mismo tiempo, los tipos del EONIA *swap* experimentaron un acusado descenso durante el mes, en consonancia con el recorte de los tipos de interés del 8 de octubre y con las expectativas de los mercados de nuevas bajadas de los tipos de interés oficiales del BCE. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR sin garantías y el índice del EONIA *swap* aumentó, ya que la reducción de los tipos EURIBOR no consiguió igualar la fuerte caída de los tipos EONIA. Más concretamente, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el índice del EONIA *swap* al mismo plazo se incrementó de 118 puntos básicos el 1 de octubre a 177 puntos básicos el 5 de noviembre.

El 5 de noviembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2008 y marzo y junio del 2009 se situaban en el 3,730%, el 3,225% y el 2,955%, respectivamente, lo que supone unos descensos de 122, 113 y 113 puntos básicos, respectivamente, con respecto a los niveles del 1 de octubre, reflejo, en parte, de la fuerte disminución de las expectativas relativas a los tipos de interés oficiales del BCE.

El 2 de octubre, 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 se mantuvo en el 4,25%. El 8 de octubre, el Consejo de Gobierno

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

recortó 50 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE en una acción concertada con otros importantes bancos centrales. Ese mismo día se introdujeron cambios en el marco de gestión de la liquidez del Eurosistema y se anunció que las operaciones principales de financiación posteriores se llevarían 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. También se anunció la reducción de la banda que determinan las facilidades permanentes en torno al tipo de interés de la operación principal de financiación, de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos, con efecto inmediato. Las dos medidas continuarán aplicándose durante el tiempo que se estime necesario y, como mínimo, hasta el final del primer período de mantenimiento del 2009, que concluirá el 20 de enero. Por otra parte, el 15 de octubre, el BCE anunció la ampliación del sistema de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, así como la mejora de la provisión de liquidez en las operaciones a plazo más largo con la introducción de operaciones a tres meses y a seis meses, a tipo de interés fijo y con adjudicación plena, que se realizarán mensualmente hasta marzo del 2009.

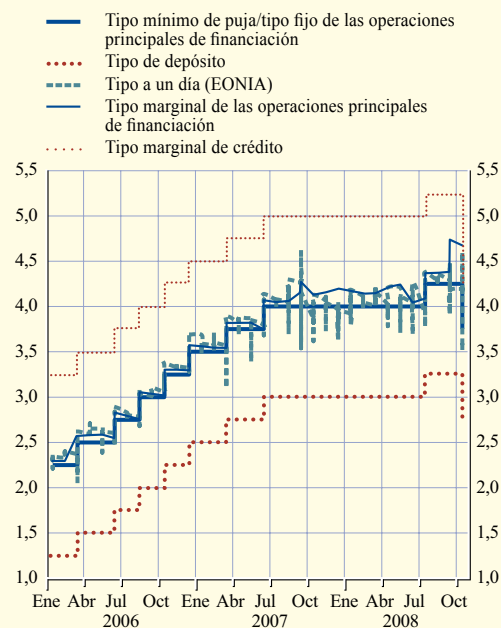
Al comienzo del décimo período de mantenimiento del año (que finalizó el 12 de noviembre) el EONIA alcanzó niveles en torno al 4,5% (véase gráfico 10), debido a la intensificación de las tensiones en los mercados monetarios los primeros días de octubre. Poco después, el EONIA empezó a disminuir considerablemente, en consonancia con el recorte de los tipos de interés oficiales y como consecuencia de los cambios introducidos en el marco de gestión de la liquidez. Este descenso continuó durante el resto del período de mantenimiento, aunque a un ritmo más lento. El 5 de noviembre, el EONIA se situaba en el 3,442%.

Con el fin de amortiguar 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 7, 14, 21 y 28 de octubre y 4 de noviembre, el BCE adjudicó 209,5 mm de euros, 357,4 mm de euros, 358,5 mm de euros, 309,6 mm de euros y 243,4 mm de euros por encima de los respectivos importes de referencia. Además, el Eurosistema proporcionó liquidez por importe de 24,7 mm de euros a un tipo de interés fijo del 3,75% en una operación de ajuste con vencimiento a una semana realizada el 9 de octubre.

El recurso a la facilidad marginal de depósito aumentó considerablemente entre el 10 de octubre y el 5 de noviembre, con un volumen medio de alrededor de 224 mm de euros diarios durante este período. El

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.



recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito prácticamente no se modificó y fue de unos 14 mm de euros. Esto apuntaría a una absorción neta de liquidez de unos 210 mm de euros al día a través de las facilidades permanentes. Esta evolución es acorde con la provisión de importantes volúmenes de liquidez y con una banda más estrecha en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación.

Además, haciendo uso de los acuerdos recíprocos de divisas (líneas *swap*) con la Reserva Federal, el Eurosistema continuó proporcionando financiación a un día en dólares estadounidenses, respaldada por activos de garantía admitidos por el Eurosistema, los días 7, 8, 9, 14 y 15 de octubre, y realizó operaciones con vencimiento a siete días los días 15, 22 y 29 de octubre y 5 de noviembre, una operación con vencimiento a 28 días el 21 de octubre, y una operación con vencimiento a tres meses el 4 de noviembre. El BCE también proporcionó a las entidades de contrapartida del Eurosistema financiación en dólares estadounidenses y francos suizos a cambio de euros a través de operaciones de *swaps* de divisas. El BCE proporcionó 3,8 mm de dólares, 14,5 mm de dólares y 0,96 mm de dólares a una semana los días 22 y 29 de octubre y 5 de noviembre, respectivamente, 22,6 mm de dólares a un mes el 21 de octubre y 0,65 mm de dólares a tres meses el 4 de noviembre, así como 15,3 mm de francos suizos, 13,6 mm de francos suizos y 15,1 mm de francos suizos a una semana el 20 y el 27 de octubre y el 3 de noviembre, respectivamente, y 0,9 mm de francos suizos a tres meses el 5 de noviembre.

En la operación de financiación a plazo más largo complementaria del Eurosistema realizada el 8 de octubre (con un volumen de adjudicación fijo de 50 mm de euros y vencimiento a seis meses), el tipo de interés marginal fue del 5,36% y el tipo medio ponderado del 5,57%. En la operación de financiación a plazo más largo del 29 de octubre (con adjudicación plena a un tipo de interés fijo del 3,75% y vencimiento a tres meses), el importe adjudicado fue de 103 mm de euros.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

*En octubre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo mostró una elevada volatilidad, descendiendo en general en la zona del euro y en Estados Unidos a lo largo del periodo analizado, mientras que no experimentó prácticamente cambios en Japón. Esta evolución es probablemente reflejo de los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros y más líquidos, al intensificarse nuevamente las tensiones en los mercados financieros en el mes de octubre. En este contexto, la volatilidad implícita en los mercados de renta fija aumentó de forma significativa en los principales mercados. Las expectativas de los participantes en el mercado sobre la inflación a medio y largo plazo de la zona del euro (y las correspondientes primas de riesgo), medidas por las tasas de inflación implícitas, disminuyeron acusadamente, como resultado de la caída de los precios del petróleo y de la creciente inquietud en torno a las perspectivas económicas mundiales. Además, las perturbaciones observadas en los mercados de bonos indicados con la inflación provocaron un fuerte incremento del rendimiento real, lo que contribuyó a rebajar las tasas de inflación implícitas. Por último, los diferenciales de rendimiento de la renta fija privada de la zona del euro se ampliaron considerablemente, ante las persistentes tensiones registradas en los mercados.*

Entre finales de septiembre y el 5 de noviembre, el rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó en torno a 10 puntos básicos en la zona del euro y 5 puntos básicos en Estados Unidos, situándose, el 5 de noviembre, en el 4,2% y el 3,8%, respectivamente. En consecuencia, el diferen-

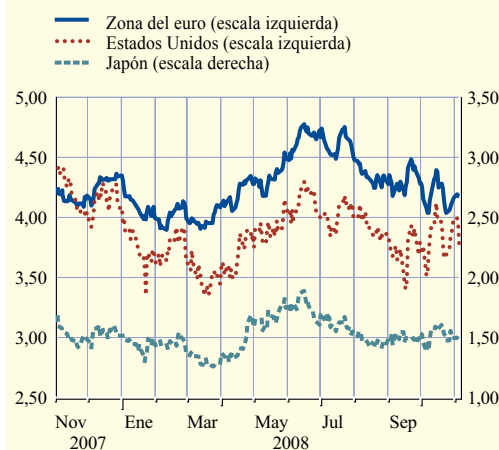
cial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se estrechó, hasta situarse en torno a -40 puntos básicos el 5 de noviembre. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años no experimentó variaciones, manteniéndose en el 1,5% al final del período examinado. La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, aumentó notablemente en los principales mercados, en el contexto de la intensificación de las tensiones registradas en los mercados financieros mundiales.

En el mes de octubre, el rendimiento de la deuda pública siguió caracterizándose por la volatilidad en Estados Unidos y en la zona del euro, con marcadas fluctuaciones diarias tanto al alza como a la baja. Esta evolución es consecuencia

del nerviosismo que se apoderó de los mercados financieros ante los persistentes temores respecto a la rentabilidad de las entidades financieras, la estabilidad general del sistema financiero y las perspectivas macroeconómicas mundiales. En este contexto, los rendimientos pueden haber disminuido, como resultado de la búsqueda de activos más seguros y más líquidos, que impulsa a los inversores a adquirir deuda pública, lo que eleva los precios y rebaja el rendimiento. Sin embargo, los posibles costes del Programa de Ayuda para Activos Problemáticos, conocido como TARP (*Troubled Asset Relief Program*), de Estados Unidos, y los numerosos planes de rescate propuestos por los gobiernos europeos pueden haber llevado a los participantes en el mercado a revisar al alza sus expectativas acerca de las futuras necesidades de financiación del Estado, lo que provocaría una perturbación al alza en la oferta prevista de deuda pública. Esta perturbación implicaría un descenso de los precios de la deuda pública y un aumento de su rendimiento a largo plazo, lo que contrarrestaría, en parte, los efectos de los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros y más líquidos y permitiría que el rendimiento no bajara tanto como cabría esperar. En el recuadro 2 se analiza brevemente la ampliación reciente de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana.

**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.

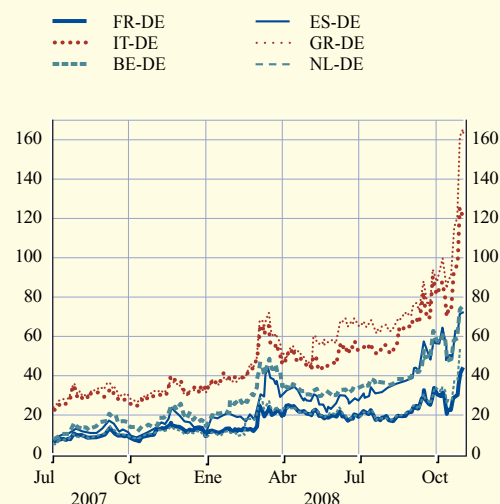
## Recuadro 2

### AMPLIACIÓN RECIENTE DE LOS DIFERENCIALES DE RENDIMIENTO DE LA DEUDA SOBERANA DE LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se analiza la evolución reciente de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de los países de la zona del euro y el papel que pueden haber desempeñado los riesgos de crédito y de liquidez. Por otro lado, se examina dicha evolución en relación con la situación de las finanzas públicas y las perspectivas presupuestarias de estos países, teniendo en cuenta las medidas adoptadas recientemente por los gobiernos para garantizar el buen funcionamiento de los mercados financieros. El análisis pone de manifiesto que los inversores se han mostrado selectivos respecto a los países a la hora de buscar activos de mejor calidad.

**Gráfico A Diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años frente a Alemania**

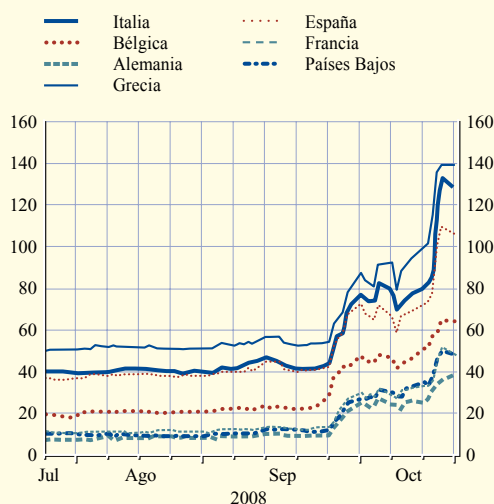
(en puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico B Primas de seguro de riesgo de crédito a cinco años de los distintos países**

(en puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

En los últimos meses, las diferencias entre el rendimiento de la deuda pública de Alemania y de otros países de la zona del euro se han acentuado notablemente. Después de experimentar un fuerte repunte en la primavera de este año<sup>1</sup>, los diferenciales de rendimiento alcanzaron nuevos máximos en octubre, en un clima de gran agitación en los mercados internacionales de dinero, de crédito y de valores (véase gráfico A)<sup>2</sup>. Tras el anuncio de las medidas adoptadas por numerosos gobiernos para aliviar las tensiones en los mercados de dinero y de crédito, los inversores recobraron momentáneamente algo de confianza y los diferenciales de rendimiento frente a Alemania se estrecharon inicialmente de forma muy acusada (por ejemplo, el diferencial de rendimiento entre la deuda pública a diez años en Italia y en Alemania se redujo en 15-20 puntos básicos). Sin embargo, al poco tiempo esta tendencia se invirtió y los diferenciales de rendimiento volvieron a ampliarse, toda vez que, en algunos casos, la percepción del riesgo se trasladaba del sector bancario al sector público, tal y como indica la evolución de la prima de los seguros de riesgo de crédito, o CDS (*credit default swaps*), que mide el riesgo de impago de la deuda soberana (véase gráfico B).

En efecto, tras los anuncios realizados por varios gobiernos, las primas de los CDS de algunos de los bancos más afectados disminuyeron en cierta medida, mientras que los diferenciales de la deuda soberana se ampliaron. Incluso las primas de los CDS de Alemania aumentaron después del anuncio de las medidas de rescate, mientras que las de los CDS de los bancos disminuyeron. En general, el rendimiento de la deuda soberana y las primas de los CDS frente a Alemania se han elevado, en un contexto de creciente diferenciación entre los países de la zona del euro.

<sup>1</sup> Véase el recuadro 3, titulado «Evolución reciente de los diferenciales de rendimientos de la deuda pública», en el Boletín Mensual de mayo del 2008.

<sup>2</sup> Los gráficos se refieren a los cinco países más grandes de la zona del euro (Francia, Alemania, Italia, Países Bajos y España), así como a los que registran elevados niveles de deuda (Bélgica, Grecia e Italia).

### **El riesgo de crédito y el riesgo de liquidez como factores explicativos**

El nuevo aumento de los diferenciales de la deuda soberana puede atribuirse a las diferencias entre los distintos emisores en lo que se refiere a su solvencia (prima de riesgo de crédito) y a la relativa liquidez de los bonos respectivos (cuanto más baja sea la prima de liquidez, más fácilmente podrá negociarse el bono).

Un análisis más detallado de estos dos factores pone de relieve dos hechos. En primer lugar, la reciente revisión de la valoración del riesgo soberano de los países de la zona del euro concuerda con el pronunciado incremento de la aversión al riesgo observado en los últimos meses en los mercados financieros mundiales. Los diferenciales de todas las clases de activos financieros de riesgo, que ya se habían ampliado desde que se desató la crisis de las hipotecas *subprime*, volvieron a aumentar en las últimas semanas, especialmente tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre. En todos los países de la zona del euro se ha elevado la prima de riesgo de crédito, lo que se refleja en la prima de los CDS (véase gráfico B).

En segundo lugar, desde el inicio de las turbulencias financieras en agosto del 2007, la liquidez del mercado secundario de deuda pública de la zona del euro se ha concentrado principalmente en el mercado alemán de futuros sobre renta fija (en el mercado bursátil Eurex), lo que ha beneficiado a la deuda de Alemania en relación con la deuda soberana de otros países de la zona, especialmente en cada pico de las turbulencias. Ello podría explicar el hecho de que Alemania haya obtenido mejores resultados que otros países de la zona del euro para los que las perspectivas presupuestarias son similares o incluso más favorables.

El agotamiento de la liquidez en el mercado de deuda pública de la zona del euro observado en la primera quincena de marzo volvió a registrarse con más intensidad en las primeras semanas de octubre. Durante varios días, la actividad de creación de mercado de deuda pública de todos los países de la zona del euro, salvo algunos bonos alemanes, se interrumpió, y sólo se pudieron realizar operaciones de emparejamiento, en las que el intermediario en deuda pública intenta emparejar los compradores y vendedores de su base de clientes, sin tomar una posición él mismo.

Al igual que en el período de ampliación de los diferenciales de rendimiento observado en la primavera de este año, es probable que tanto la prima de riesgo de crédito como la prima de liquidez hayan contribuido al reciente aumento de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana frente a la deuda pública alemana. Sin embargo, es difícil determinar cuál de los dos factores ha tenido un mayor impacto.

La marcada reducción inicial de los diferenciales de deuda pública tras el anuncio de las medidas adoptadas por los gobiernos y los bancos centrales para aliviar las tensiones en los mercados de dinero y de crédito sugiere que los factores de primas de liquidez pueden haber desempeñado un papel fundamental en las últimas semanas.

### **El aumento de los diferenciales como reflejo de una mayor selectividad en la búsqueda de calidad**

Tal y como se indicaba en el Boletín Mensual de mayo del 2008, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro y el de los valores incluidos en el índice Dow Jones EURO STOXX 50 han venido mostrando una fuerte correlación negativa desde el principio del presente año, lo que revela dife-

rencias en la búsqueda de calidad por parte de los inversores. Además, la ampliación de las diferencias entre las distintas medidas de correlación observada en marzo y abril (en comparación con el inicio del año) se consideró como reflejo de una mayor selectividad en la búsqueda de calidad por parte de los inversores.

Entre mayo y agosto, ante ciertas señales de mejora de la situación en los mercados financieros, las medidas de correlación mostraron una tendencia ascendente, lo que sugiere una reversión gradual de las tendencias en la búsqueda de calidad. Durante el mismo periodo, también disminuyó el grado de selectividad. Sin embargo, en septiembre, en la fase más aguda de la crisis financiera, que provocó la liquidación o reestructuración de varios bancos, los inversores volvieron a buscar la calidad. En consecuencia, las medidas de correlación disminuyeron nuevamente de forma acusada. En esta fase parece que las preferencias de los inversores se orientaron otra vez hacia la deuda pública alemana (y también holandesa), mientras que la italiana fue la menos solicitada (véase gráfico C). Tras el anuncio de medidas de rescate realizado a primeros de octubre, los desplazamientos de fondos en busca de calidad volvieron a invertirse de forma pronunciada, aunque se mantuvo la dispersión entre los países emisores. Mientras que la correlación del rendimiento de la deuda pública italiana y griega con el de los valores bursátiles es actualmente bastante débil, la correlación de la deuda pública alemana (y la de los demás países considerados) es mucho más fuerte.

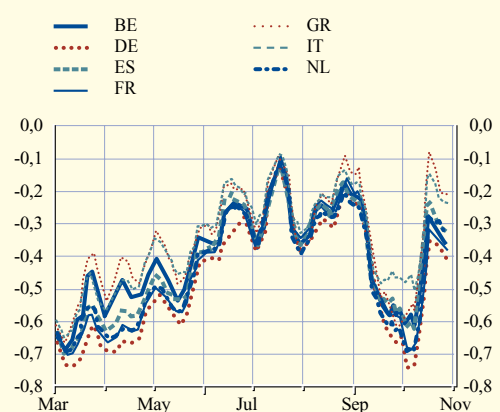
### La sostenibilidad de las finanzas públicas

El aumento de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana refleja también factores de riesgo específicos de cada país, especialmente la sostenibilidad de las finanzas públicas. Para el 2008, en las proyecciones económicas de otoño del 2008 de la Comisión Europea (que constituyen la última información disponible) se prevén déficit presupuestarios del 2% del PIB para los países considerados en este recuadro, o superiores en los casos de Francia, Italia, Portugal y Grecia, lo que supone un retroceso en los procesos de saneamiento logrados en los dos primeros países mencionados. Para el 2009, la Comisión prevé déficit presupuestarios superiores al 3% del PIB para Francia, y un saneamiento nulo o escaso en los países que registran un déficit elevado. Los niveles de deuda pública siguen siendo altos en Italia, Grecia y Bélgica.

Existe el riesgo adicional de que se produzcan presiones fiscales como consecuencia de los costes derivados de la intervención directa de los gobiernos para respaldar a las instituciones financieras. Dependiendo de los mecanismos adoptados para la realización de dichas intervenciones (nacionalización, inyecciones de capital) y para su financiación, podrían aumentar los niveles de deuda, gasto y déficit públicos, con posibles efectos de segunda vuelta materializados en una mayor carga de in-

**Gráfico C Correlación variante en el tiempo entre el rendimiento diario de los valores incluidos en el índice Dow Jones EURO STOXX 50 y el de la deuda pública a diez años**

(medias de cinco días, 1 de marzo de 2008 a 27 de octubre de 2008)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.  
Nota: Las correlaciones se calculan utilizando un modelo bivalente tipo GARCH (BEKK).

## Saldo y deuda de las Administraciones Públicas

(en porcentaje del PIB)

	Saldo			Deuda		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Bélgica	-0,3	-0,5	-1,4	83,9	86,5	86,1
Alemania	-0,2	0,0	-0,2	65,1	64,3	63,2
Irlanda	0,2	-5,5	-6,8	24,8	31,6	39,2
Grecia	-3,5	-2,5	-2,2	94,8	93,4	92,2
España	2,2	-1,6	-2,9	36,2	37,5	41,1
Francia	-2,7	-3,0	-3,5	63,9	65,4	67,7
Italia	-1,6	-2,5	-2,6	104,1	104,1	104,3
Chipre	3,5	1,0	0,7	59,5	48,2	44,7
Luxemburgo	3,2	2,7	1,3	7,0	14,1	14,6
Malta	-1,8	-3,8	-2,7	62,2	63,1	63,2
Países Bajos	0,3	1,2	0,5	45,7	48,2	47,0
Austria	-0,4	-0,6	-1,2	59,5	57,4	57,1
Portugal	-2,6	-2,2	-2,8	63,6	64,3	65,2
Eslovenia	0,5	-0,2	-0,7	23,4	21,8	21,1
Finlandia	5,3	5,1	3,6	35,1	31,6	30,2
Zona del euro	-0,6	-1,3	-1,8	66,1	66,6	67,2
Zona del euro*	-0,6	-1,0	-1,1	66,4	65,2	64,3

Fuente: Previsiones económicas de otoño del 2008 de la Comisión Europea.

\* Previsiones económicas de primavera del 2008 de la Comisión Europea.

tereses<sup>3</sup>. Por otra parte, numerosos gobiernos han asumido importantes pasivos contingentes en forma de garantías de depósitos y de crédito. Un crecimiento del PIB real más reducido a lo largo de varios años dificultaría aún más la sostenibilidad fiscal.

Las menores perspectivas de saneamiento fiscal y de crecimiento pueden dar la señal a los mercados de capitales de la posible necesidad de incrementar la deuda soberana, lo que generaría presiones al alza sobre los tipos de interés a largo plazo, al elevarse la prima de riesgo de crédito, especialmente en los países que presentan desequilibrios presupuestarios. Por otro lado, dada la acentuada aversión al riesgo que muestran los inversores, ha crecido la demanda de deuda pública en relación con los activos de riesgo, como los valores de renta variable. Esto se ha reflejado en la evolución de los indicadores que intentan medir el proceso de búsqueda de calidad y en las estimaciones de las primas nominales por plazo incorporadas en la deuda pública a largo plazo, que se encuentran actualmente en niveles muy bajos. Por último, el aumento de la deuda pública, que será probablemente necesario para financiar las medidas de rescate, incrementará la oferta de renta fija y tenderá, ceteris paribus, a reducir el precio de la deuda pública y a elevar su rendimiento.

En resumen, los diferenciales de rendimiento entre la deuda pública de Alemania y la de otros países de la zona del euro han vuelto a ampliarse. También han crecido notablemente las primas de los CDS, es decir, de los seguros contra el riesgo de impago de la deuda soberana. Al igual que en la primavera del 2008, las primas de riesgo de crédito y de liquidez han contribuido al nuevo aumento de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana frente a Alemania observado recientemente. Tras

3 Es extremadamente difícil evaluar los costes fiscales de las actuales turbulencias financieras. Al principio de noviembre del 2008, el efecto directo que los planes de rescate anunciados por los gobiernos podrían tener sobre la deuda pública de la zona del euro se estima en 288,6 mm de euros (cerca del 3% del PIB de la zona); el impacto de las medidas ejecutadas sobre el déficit público de la zona del euro se estima en 2,5 mm de euros (en torno al 0,03% del PIB de la zona) y la incidencia en los pasivos contingentes del sector público se estima en 2 billones de euros (lo que corresponde al 21% del PIB de la zona).

las medidas de apoyo a las instituciones financieras adoptadas en octubre por los gobiernos, los desplazamientos de fondos en busca de calidad se invirtieron temporalmente, aunque se mantuvo cierto grado de selectividad entre los países emisores. Además de una mayor percepción de los riesgos específicos de cada país en relación con las perspectivas presupuestarias y macroeconómicas, han aumentado claramente los riesgos generales para la sostenibilidad fiscal a largo plazo.

El rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación de la zona del euro se elevó notablemente en octubre, comportamiento que puede parecer algo contraintuitivo en relación con el clima de los mercados respecto a las perspectivas de la economía real. En octubre, el rendimiento real *spot* a cinco y a diez años aumentó en 80 y 68 puntos básicos, respectivamente (véase gráfico 12). El efecto neto de la disminución del rendimiento nominal de la deuda pública y del incremento del rendimiento real ha sido un fuerte descenso de las tasas de inflación implícitas. Aunque la caída de los precios del petróleo y la moderación de las perspectivas acerca de la economía real han contribuido a rebajar las expectativas de inflación, este panorama ha quedado difuminado por factores técnicos relacionados con los mercados de bonos indicados con la inflación, lo que dificulta la interpretación del grado de moderación de las expectativas de inflación basadas en los mercados. En el recuadro 3 se analizan los factores determinantes de esta situación y las consecuencias para la evolución de las tasas de inflación implícitas.

En octubre, las tasas de inflación implícitas *forward* de la zona del euro (que son normalmente un indicador muy fiable de las expectativas de los participantes en el mercado sobre la inflación a largo plazo y las correspondientes primas de riesgo) disminuyeron en unos 25 puntos básicos. Al final del período de referencia, la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años, dentro de cinco años, se situó en el 2,06%. El descenso de las tasas de inflación implícitas fue incluso más pronunciado para los tipos *spot*. En el período considerado, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años disminuyeron en 135 y 80 puntos básicos, respectivamente. La caída de los precios del petróleo y el temor de que las turbulencias de los mercados financieros repercutiesen negativamente en la economía real contribuyeron a rebajar las expectativas de inflación. Sin embargo, tal y como se indicaba anteriormente, la evolución de las tasas de inflación implícitas refleja también, en parte, los factores técnicos que son origen de perturbaciones en los mercados de bonos indicados con la inflación.

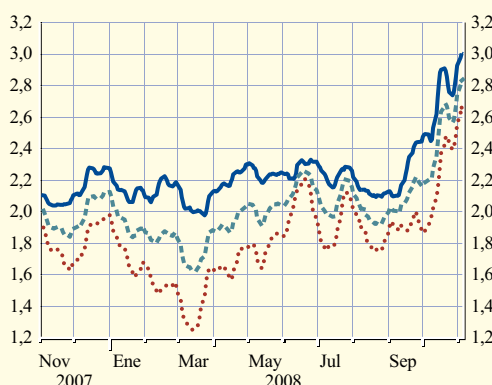
Entre finales de septiembre y comienzos de noviembre, la curva de tipos *forward* nominales implícitos a un día de la zona del euro experimentó un fuerte desplazamiento a la baja en el horizonte temporal de dos años. En los plazos más largos no se registraron cambios significativos (véase gráfico 14).

En el mes de octubre, los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro siguieron ampliándose para todas las calificaciones crediticias, salvo para

**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)

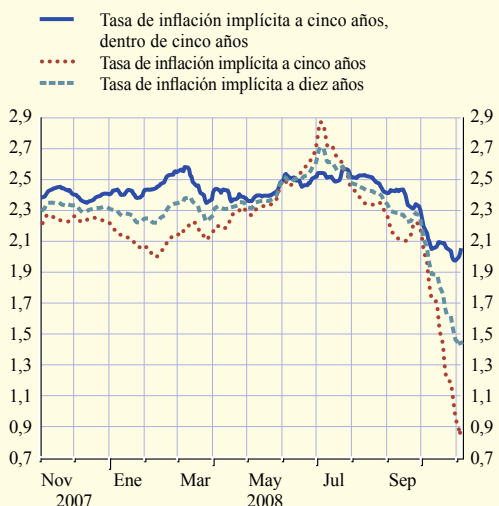
- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años, dentro de cinco años
- ..... Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años
- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a diez años



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

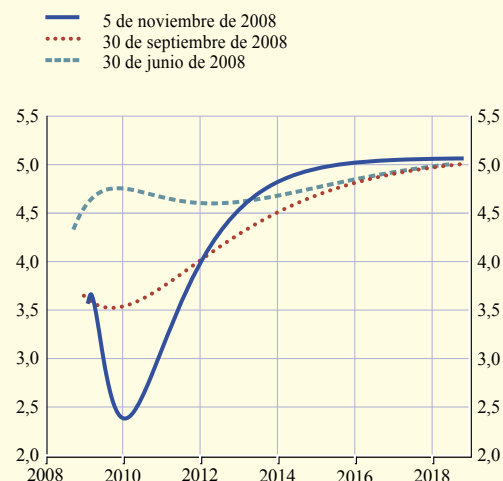
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

**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.

los bonos AAA. En el citado mes, los diferenciales de renta fija privada BBB y de alta rentabilidad se ampliaron en torno a 164 y 602 puntos básicos, respectivamente. Si se distingue entre los sectores financiero y no financiero, los diferenciales de renta fija privada BBB se ampliaron en unos 270 y 162 puntos básicos, respectivamente, en el período analizado. Esta evolución es reflejo de la incertidumbre del mercado respecto a la situación del sector financiero y al creciente impacto de las turbulencias financieras sobre las perspectivas macroeconómicas. Para los bonos AAA, el estrechamiento de los diferenciales refleja, en conjunto, un marcado aumento de 32 puntos básicos en el sector no financiero, y una disminución de 12 puntos básicos en el sector financiero. El estrechamiento de los diferenciales de los bonos AAA en el sector financiero se produce tras la presentación de varios planes estatales de rescate para el sector financiero en el período examinado.

**Recuadro 3**

**INCREMENTOS RECIENTES DE LOS RENDIMIENTOS REALES Y SUS CONSECUENCIAS PARA EL ANÁLISIS DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN**

Entre mediados de septiembre y finales de octubre, los rendimientos reales de los bonos indicados con la inflación han experimentado un acusado aumento en los principales mercados (véase gráfico A). Los aumentos más pronunciados los han registrado los bonos estadounidenses y japoneses, aunque los rendimientos de los bonos indicados al IAPC de la zona del euro (excluido el tabaco) también han registrado un notable incremento. En circunstancias normales en los mercados, la evolución de los



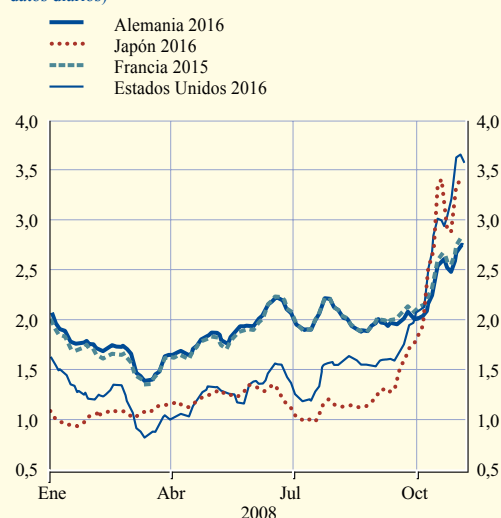
rendimientos reales refleja, entre otras cosas, revisiones de las perspectivas a más largo plazo de la economía real por parte de los inversores. Sin embargo, interpretar los recientes movimientos conforme a esos parámetros conduciría a la inverosímil conclusión de que los inversores se han vuelto más optimistas respecto a las perspectivas económicas. Esta valoración chocaría claramente con los resultados de la mayoría de los demás indicadores puntuales en relación con las perspectivas de la economía mundial. A continuación, se presenta una interpretación alternativa, vinculando los recientes incrementos de los rendimientos reales a escala mundial con las turbulencias que atraviesan actualmente los mercados, que se caracterizan por los esfuerzos realizados por los inversores para reducir los niveles de riesgo y apalancamiento, y por una fuerte preferencia por los activos más líquidos. Asimismo, se destacan las consecuencias de esas «distorsiones» de los rendimientos de los bonos indicados para las tasas de inflación implícita, las medidas de las expectativas de inflación basadas en los mercados de renta fija y las consiguientes primas de riesgo de inflación.

Los recientes incrementos de los rendimientos reales parecen tener relación con el proceso de reducción del endeudamiento que se observa actualmente entre los inversores a plazo más corto en el contexto de la intensificación de la crisis financiera. Según fuentes de los mercados, varios inversores que tenían posiciones apalancadas en valores indicados con la inflación se han visto obligados últimamente a liquidar sus posiciones en vista de los ajustes de los márgenes de garantía y del aumento de los costes de la financiación. En un contexto en el que las expectativas de los mercados apuntan, en general, a un fuerte descenso de la inflación durante el próximo año, la demanda de los inversores a plazo más largo, como los fondos de pensiones, no ha sido suficiente para absorber la presión a vender sin descensos notables de los precios de los bonos indicados con la inflación.

Otra posible causa del descenso de los precios de los bonos indicados con la inflación es la liquidez de mercado comparativamente más baja de estos instrumentos. Incluso en circunstancias normales, los bonos indicados con la inflación son algo menos líquidos que sus contrapartes nominales, pero esta desventaja en materia de liquidez tiende a agravarse en períodos de tensiones en los mercados financieros, lo que los convierte en un instrumento considerablemente menos atractivo para los inversores que buscan protegerse en el corto plazo frente a la volatilidad de otros activos de más riesgo. El hecho de que los inversores muestren ahora un interés excepcionalmente grande por los activos que ofrecen mayor liquidez se manifiesta en el incremento tan acusado del diferencial entre el rendimiento de los bonos a diez años del Tesoro de Estados Unidos emitidos recientemente y la curva de rendimientos de los penúltimos valores emitidos a cada plazo, estimada a partir de pagarés

### Gráfico A Rendimientos reales de los bonos indicados con la inflación

(tasas de variación interanual; medias móviles de cinco días de los datos diarios)



Fuentes: Bloomberg, cálculos del BCE.  
Nota: Los rendimientos de los bonos de Estados Unidos y Japón se han anualizado. 2015 y 2016 son los años en que vencen los bonos.

y bonos del Tesoro de menor liquidez. Este diferencial es un instrumento de uso común para calibrar las primas de liquidez.

Abstracción hecha de los factores técnicos de mercado, las expectativas de los mercados respecto a un incremento de las necesidades de financiación del sector público tras el anuncio de las medidas de rescate para el sector financiero podrían, en principio, haber generado también cierta presión al alza sobre los tipos de interés a plazo más largo en los principales mercados (véase recuadro 2). No obstante, los rendimientos reales aumentaron de forma más acusada que los correspondientes rendimientos nominales, y este fuerte aumento se produjo al mismo tiempo que la escalada de las primas de liquidez. En estas circunstancias, podría pensarse que los efectos de un aumento esperado de la oferta futura de deuda pública sólo desempeñó un papel secundario en el reciente máximo registrado por los rendimientos mundiales de los bonos indicados con la inflación. Cabe señalar, no obstante, que tanto los rendimientos nominales de la deuda pública como los rendimientos reales han resistido las presiones a la baja derivadas del desplazamiento de las inversiones hacia los activos más seguros, en este caso, la deuda pública que ofrece mayor seguridad y liquidez.

Las tasas de inflación implícita se obtienen restando el rendimiento real de un bono indicado con la inflación del rendimiento de un bono nominal convencional con plazo de vencimiento comparable. Por lo tanto, una consecuencia importante que se desprende de la aparente distorsión de los niveles alcanzados por los rendimientos reales es que las tasas de inflación implícita al contado son ahora probablemente más bajas que la compensación real que los inversores demandan a cambio del riesgo asumido respecto a la tasa de inflación que prevén y del consiguiente riesgo de pérdida de poder adquisitivo en general, que conlleva el hecho de mantener un bono nominal. Por consiguiente, el reciente descenso de las tasas de inflación implícita basadas en el mercado no puede atribuirse en su totalidad a una reducción de las expectativas de inflación (y de las primas de riesgo de inflación), aunque, la evidencia de los *swaps* indicados con la inflación (véase gráfico B) sí sugiere que se ha producido también una cierta reducción de las expectativas de inflación a largo plazo.

**Gráfico B Tasas de inflación implícita a cinco años de la zona del euro a cinco años vista extraídas de los bonos y *swaps* indicados con la inflación**

(tasas de variación interanual; medias móviles de cinco días de los datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos utilizados son tipos cupón cero.

## 2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

*En agosto del 2008, los tipos de interés a corto y a largo plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a hogares aumentaron considerablemente, mientras que los tipos similares aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras prácticamente no se modificaron. Los tipos de interés de mercado a corto plazo permanecieron más o menos estables durante ese período, mientras que los tipos a largo plazo experimentaron un descenso considerable.*

En agosto del 2008, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a hogares aumentaron notablemente, mientras que los tipos similares aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras prácticamente no se modificaron (véanse cuadro 4 y gráfico 15). Es muy probable que la estabilidad de los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos concedidos al sector privado no financiero en agosto del 2008 sea reflejo del hecho de que los tipos sin garantías del mercado monetario apenas hayan variado en los últimos meses. En agosto, los tipos de interés de los depósitos a corto plazo (es decir, depósitos con vencimiento inferior a un año) de las sociedades no financieras y de los hogares no registraron cambios con respecto a julio. 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 aumentaron ligeramente, 4

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

(en porcentaje; puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta agosto 2008 <sup>1)</sup>		
	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 Jul	2008 Ago	2008 Ene	2008 Abr	2008 Jul
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos</b>									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	4,07	4,28	4,14	4,43	4,61	4,59	40	31	-2
A plazo a más de dos años	2,92	3,18	3,08	3,28	3,37	3,45	2	31	8
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,58	2,57	2,69	2,74	2,81	2,87	30	15	6
Disponibles con preaviso a más de tres meses	3,50	3,68	3,78	3,88	3,94	3,98	23	17	4
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
Depósitos de las sociedades no financieras	1,91	1,95	2,03	2,06	2,14	2,17	16	12	3
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	4,14	4,26	4,20	4,28	4,46	4,46	33	19	0
A plazo a más de dos años	4,41	4,03	4,07	4,01	4,57	4,55	-13	-9	-2
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos</b>									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	8,49	8,05	8,43	8,61	8,82	8,86	74	53	4
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	5,23	5,32	5,20	5,48	5,67	5,77	45	54	10
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	5,09	5,07	4,96	5,08	5,22	5,29	22	34	7
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros	6,49	6,62	6,56	6,67	6,74	6,77	15	23	3
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	5,93	6,08	5,91	6,16	6,26	6,27	34	24	1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,23	5,30	5,23	5,43	5,53	5,49	22	29	-4
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	5,20	5,35	5,19	5,35	5,45	5,44	32	14	-1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,41	5,48	5,34	5,52	5,55	5,56	33	17	1
<b>Pro memoria</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	4,74	4,85	4,60	4,94	4,96	4,97	49	19	1
Rendimiento de la deuda pública a dos años	4,10	4,06	3,54	4,72	4,61	4,26	52	40	-35
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	4,19	4,14	3,65	4,75	4,70	4,28	42	28	-42

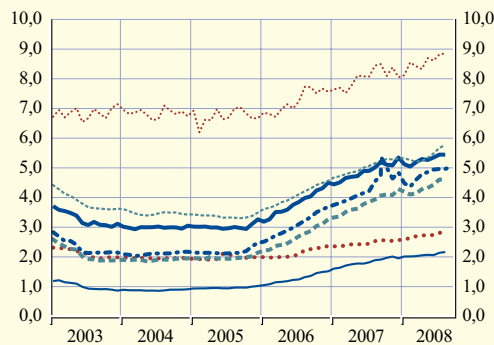
Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

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

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

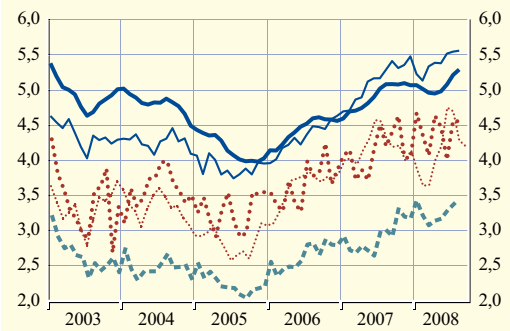


Fuente: BCE.

**Gráfico 16 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)

- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años
- ..... Depósitos a plazo a más de dos años de las sociedades no financieras
- - - Depósitos a plazo a más de dos años de los hogares
- 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
- ..... Rendimiento de la deuda pública a cinco años



Fuente: BCE.

puntos básicos, en agosto, mientras que los tipos de interés aplicados a préstamos equivalentes para adquisición de vivienda se incrementaron algo más, 10 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 no se modificaron y los tipos aplicados por las IFM a los descubiertos en cuenta de este sector experimentaron un leve ascenso, de 3 puntos básicos.

Desde una perspectiva a más largo plazo, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se incrementó 75 puntos básicos entre julio del 2007 y agosto del 2008, mientras que los tipos a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras aumentaron 73 y 44 puntos básicos, respectivamente. Los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para consumo sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año experimentaron un ascenso de 78 puntos básicos, mientras que los tipos de interés aplicados a los préstamos equivalentes para adquisición de vivienda subieron algo menos, 70 puntos básicos. Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos hasta un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras aumentaron 69 puntos básicos durante ese 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.

En agosto del 2008, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos a plazo a más de dos años de las sociedades no financieras prácticamente no experimentaron variaciones, mientras

que los de los depósitos de los hogares aumentaron 8 puntos básicos (véanse cuadro 4 y gráfico 16). Al mismo tiempo, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos para adquisición de vivienda se elevaron 7 puntos básicos, mientras que los aplicados a los préstamos por importe superior a un millón de euros a las sociedades no financieras apenas se modificaron. Esta evolución se produjo en un contexto de considerables caídas de los rendimientos de la deuda pública, reflejo de los efectos de la mayor aversión al riesgo. En particular, los rendimientos de la deuda pública a dos años y a cinco años se redujeron 35 y 42 puntos básicos, respectivamente, ese mes. En consecuencia, los diferenciales entre los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y los tipos de mercado a plazos similares se ampliaron de nuevo en agosto del 2008.

Si se considera la evolución durante un período más prolongado se observa que los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos de los hogares aumentaron moderadamente entre julio del 2007 y agosto del 2008. Los tipos de interés aplicados por el citado 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 27 puntos básicos, mientras que los tipos de los depósitos a plazo a más de dos años de los hogares se incrementaron 48 puntos básicos en ese mismo período. Al mismo tiempo, los tipos de interés de 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 39 puntos básicos, mientras que los de los depósitos a plazo a más de dos años de este sector subieron bastante menos, sólo 5 puntos básicos. Por el contrario, los rendimientos de la deuda pública registraron un ligero descenso, y los de la deuda a cinco años se redujeron 27 puntos básicos con respecto a julio del 2007. En consecuencia, el diferencial entre los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos y los rendimientos de la deuda pública se amplió, en promedio, de 25 a 55 puntos básicos, aproximadamente.

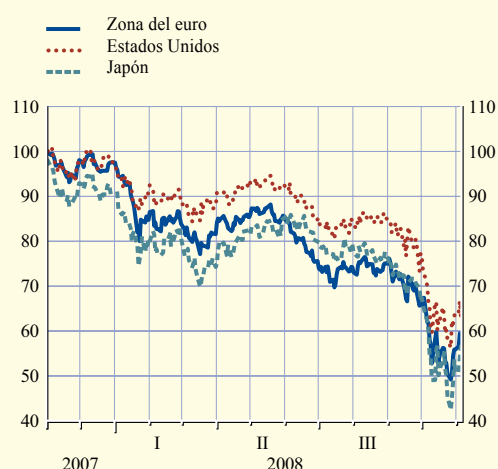
## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de septiembre y el 5 de noviembre, los índices bursátiles amplios bajaron de forma significativa en todo el mundo. Los precios de las acciones cayeron un 12% en la zona del euro y un 18% en Estados Unidos. Esta evolución refleja la creciente preocupación de los mercados respecto a la solvencia del sector bancario y la estabilidad del sistema financiero. Las posibles repercusiones de la crisis actual sobre la economía real pesaron también en la valoración de las acciones. En este contexto, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, aumentó hasta niveles que no se observaban desde el derrumbe bursátil de 1987.

Entre finales de septiembre y el 5 de noviembre se aceleró la tendencia a la baja en los mercados internacionales de renta variable, que experimentaron fuertes caídas. Ante las crecientes turbulencias financieras, en la zona del euro, Estados Unidos y Japón, las cotizaciones bursátiles medidas por los índices Dow Jones EURO STOXX, Standard & Poor's 500

Gráfico 17 Índices bursátiles

(índice: 1 noviembre 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.

y Nikkei 225, retrocedieron un 12%, un 18% y un 15%, respectivamente (véase gráfico 17).

En el período considerado, los mercados de renta variable se caracterizaron por un grado extremo de incertidumbre, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones (véase gráfico 18). En octubre, la volatilidad creció desde niveles que ya eran altos, hasta cotas que no se observaban en los mercados bursátiles desde el desplome de 1987. En este contexto, las primas de riesgo de las acciones aumentaron en los principales mercados de renta variable, contribuyendo a rebajar los precios de las acciones. Aunque los mercados de renta variable experimentaron una clara tendencia a la baja el mes pasado, el rendimiento diario de las acciones mostró una elevada volatilidad en la zona del euro y en Estados Unidos, tema que se analiza en el recuadro 4.

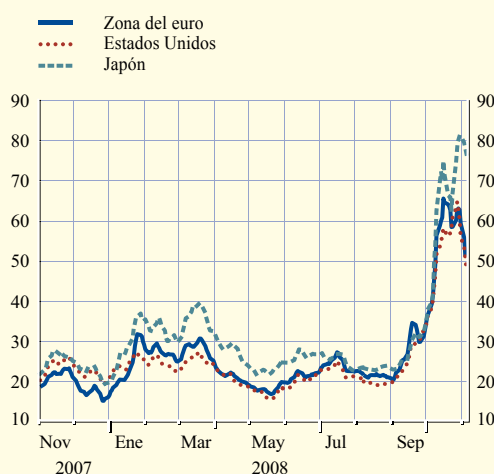
En octubre, los mercados de renta variable se vieron afectados inicialmente por la incertidumbre en torno a la aprobación del TARP, con una dotación de 700 mm de dólares, propuesto por el Tesoro estadounidense, lo que provocó abultadas pérdidas en dichos mercados. Además, se pusieron en marcha planes estatales de rescate para varias instituciones financieras europeas, como consecuencia de las turbulencias financieras que trascendieron el sector bancario estadounidense. Todo ello originó una elevada volatilidad en los mercados de renta variable. El 8 de octubre, el recorte coordinado de los tipos de interés realizado por el BCE, conjuntamente con la Reserva Federal, el Bank of England, el Bank of Canada, la Banque Nationale Suisse y el Sveriges Riksbank, dio lugar a una recuperación de corta duración de los mercados de renta variable. Sin embargo, la volatilidad volvió a adueñarse rápidamente de los mercados y los precios de las acciones siguieron bajando. A mediados de octubre, los gobiernos adoptaron una serie de medidas de apoyo y estabilización del sistema financiero, entre las que cabe destacar las siguientes: garantizar los depósitos de los particulares, ofrecer sistemas de aval del crédito interbancario, articular mecanismos de recapitalización bancaria y reforzar la liquidez de los bancos. No obstante, la incertidumbre siguió reinando en los mercados.

En la zona del euro, las mayores pérdidas se registraron en el sector financiero, aunque el sector no financiero sufrió también pérdidas importantes. En conjunto, el sector no financiero retrocedió en torno a un 17% y un 9% en Estados Unidos y en la zona del euro, respectivamente, mientras que el sector financiero perdió alrededor de un 14% en ambas áreas económicas.

La tendencia negativa registrada en octubre en los mercados de renta variable se observó también en los beneficios. En octubre, los beneficios efectivos, en términos de beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, experimentaron un crecimiento interanual negativo por segundo mes consecutivo, al descender hasta el -4%. Entre el mes de septiembre y el mes de octubre, la tasa de crecimiento de los beneficios por acción prevista para los próximos doce meses cayó desde el 9% hasta el 7%, y la tasa prevista para plazos más largos disminuyó desde el 7% al 6% en el mismo período.

**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.

Recuadro 4

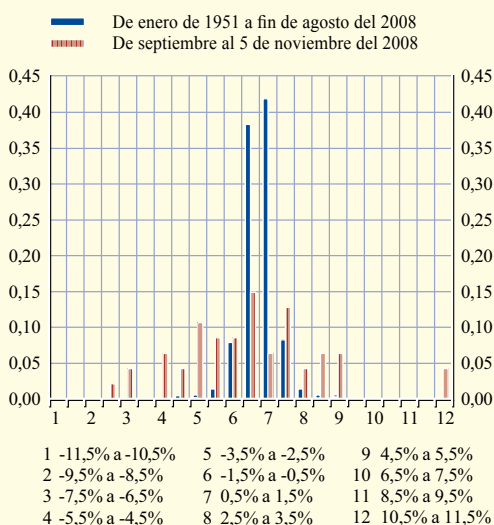
**VOLATILIDAD ANORMALMENTE ELEVADA EN LOS MERCADOS DE VALORES MUNDIALES**

En septiembre y comienzos de octubre, la tendencia a la baja del precio de las acciones en los mercados de valores mundiales se aceleró, pues los inversores empezaron a mostrarse sumamente preocupados por la salud del sector bancario y por sus posibles implicaciones en el sector financiero y en el conjunto de la economía real. En concreto, los inversores temían que se produjera un colapso del sistema financiero a escala mundial. En un intento de restablecer la confianza en el sistema financiero, los Gobiernos intervinieron adoptando distintas medidas. Garantizaron los depósitos de los particulares, ofrecieron garantías para los préstamos interbancarios, propusieron instrumentos para recapitalizar los bancos, y trataron de fortalecer la liquidez bancaria. Los bancos centrales de ambos lados del Atlántico incrementaron sus medidas para ampliar la liquidez, mientras que, al mismo tiempo, redujeron los tipos de interés oficiales. En general, los precios de las acciones aumentaron inmediatamente en todos los mercados de valores tras el anuncio de las medidas propuestas por los Gobiernos. Pese a ello, la volatilidad de los mercados siguió siendo elevada en las semanas posteriores, como consecuencia de la extremada sensibilidad de los inversores ante informaciones relativas a la situación en que se encontraban los bancos y la actividad económica en particular. En este contexto, en este recuadro se examina la volatilidad anormalmente elevada de los mercados de valores durante las últimas semanas en la zona del euro y en Estados Unidos.

Una manera de ilustrar el carácter poco habitual de la reciente volatilidad observada en los mercados de valores es compararla con otras situaciones históricas. Para ello, en el gráfico A se muestran dos histogramas en los que el eje vertical representa la frecuencia relativa de distintos valores del rendimiento diario de las acciones, con un rango comprendido entre un descenso del 11,5% y un incremento del 11,5%. Este rango se presenta en el eje horizontal, dividido en 23 segmentos del mismo tamaño, representando cada segmento un rendimiento diario dentro de un intervalo de 1 punto porcentual.

Las barras azules son el histograma de los rendimientos diarios de las acciones, en porcentaje, del índice promedio industrial Dow Jones entre el 1 de enero de 1951 y el 31 de agosto de 2008. Como se observa en el gráfico, el grueso de la distribución de frecuencia histórica de los rendimientos diarios de las acciones se agrupa en dos segmentos, que abarcan el intervalo comprendido entre un descenso del 0,5% y un incremento del 1,5%. Desde 1951, los rendimientos diarios de las acciones de EEUU se han mantenido dentro de este intervalo de dos puntos porcentuales en aproximadamente siete de cada diez días, en promedio. Al mismo tiempo, los rendimientos diarios de las acciones por debajo de -3,5% o por encima de +3,5% son poco comunes, y sólo se ha observado en un 0,5% de los días de negociación. En el segundo histograma (las barras rojas) se calculan los

**Gráfico A Distribución de los rendimientos de los activos actuales e históricos en Estados Unidos**



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.  
Nota: Rendimientos de los activos calculados como variaciones porcentuales diarias del índice promedio industrial Dow Jones.

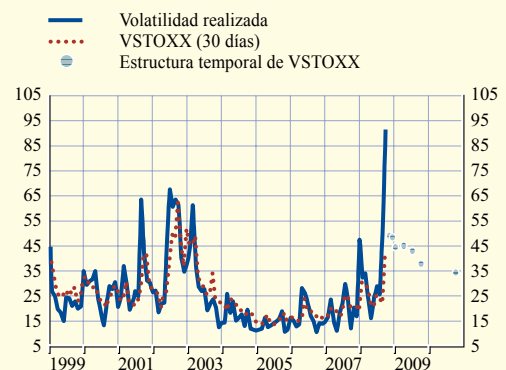
rendimientos diarios desde septiembre hasta el 5 de noviembre de 2008. Este histograma está mucho más disperso que el basado en datos desde 1951. Los rendimientos diarios de las acciones que, desde un punto de vista histórico, eran muy infrecuentes se han convertido últimamente en la norma. Desde finales de agosto, se han obtenido rendimientos diarios inferiores a  $-3,5\%$  o superiores a  $+3,5\%$  en, aproximadamente, un tercio de los días de negociación. En el caso de la zona del euro, se observa un patrón igualmente infrecuente en el precio de las acciones.

El gráfico B ilustra el grado de fluctuación tan poco habitual que se ha producido en el precio de las acciones durante las últimas semanas e indica que los participantes en el mercado esperan que, en la zona del euro, se mantenga una elevada volatilidad en el futuro inmediato. El gráfico muestra la volatilidad realizada del precio de las acciones en un mes dado y la volatilidad esperada (implícita) para esos meses, medida por el índice VSTOXX basado en el precio de las opciones a fines del mes anterior<sup>1</sup>. Los puntos representan la «estructura temporal» de la volatilidad media esperada para períodos comprendidos entre un mes y hasta dos años vista, medida por los subíndices VSTOXX basados en el precio de opciones con fechas de vencimiento correspondientes, a fecha 5 de noviembre de 2008.

Del gráfico B pueden inferirse tres características principales. En primer lugar, existe una relación estrecha entre la volatilidad real y la esperada. Esto sugiere que, en gran medida, los inversores tienden a revisar sus opiniones sobre la volatilidad a corto plazo según los niveles de las fluctuaciones más recientes ocurridas en el precio de las acciones. En segundo lugar, la volatilidad implícita en los mercados de valores tiende, en promedio, a situarse ligeramente por encima de la volatilidad realizada. Ello implica que los inversores aversos al riesgo exigen una prima por asumir el riesgo de mantener instrumentos que dependen de la volatilidad. En tercer lugar, las previsiones sobre la volatilidad, a fecha 5 de noviembre de 2008, sugieren que los inversores consideran que, en los próximos dos años, la volatilidad existente en los mercados de valores se reducirá gradualmente con respecto a los niveles actuales extremadamente elevados. Pese a esta moderación gradual, se espera que la volatilidad de los mercados de valores de la zona del euro se mantenga en niveles relativamente altos en términos históricos, tras un extenso período en el que la volatilidad se ha mantenido predominantemente por debajo de la media hasta mediados del 2007. Por ejemplo, las últimas lecturas de la volatilidad esperada a un año vista ( $38\%$ ) y dos años vista ( $34\%$ ) sugieren que los participantes en el mercado esperan que la volatilidad media anual dentro de un año se mantenga en el  $31\%$ . Este nivel esperado de fluctuaciones sigue estando por encima de la volatilidad media realizada de, aproximadamente, el  $20\%$  anual, que se ha observado desde 1986.

**Gráfico B Volatilidad realizada y esperada en los mercados de valores de la zona del euro**

(en porcentaje anual)



Fuentes: Thomson Financial Datastream, STOXX y cálculos del BCE. Nota: Los datos se explican en la nota a pie de página y en el texto del recuadro.

<sup>1</sup> La volatilidad realizada se calcula como la raíz cuadrada de la media mensual de los rendimientos del precio de las acciones al cuadrado (cambios diarios en el logaritmo natural del índice Dow Jones EURO STOXX 50), expresada en términos de porcentajes anuales. El índice VSTOXX se basa en el precio de las opciones incluidas en el Dow Jones EURO STOXX 50 y está concebido para reflejar las expectativas del mercado con respecto a la volatilidad a corto plazo (30 días), medida por la raíz cuadrada de la varianza implícita anualizada de todas las opciones desde un momento dado hasta su vencimiento. Véase <http://www.stoxx.com/index.html> para más información.



### 3 PRECIOS Y COSTES

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro ha seguido bajando con respecto al máximo registrado a mediados del año, alcanzando el 3,6% en septiembre del 2008 y, según el avance de Eurostat, el 3,2% en octubre. Las recientes caídas de los precios de las materias primas y el actual debilitamiento de la demanda sugieren que en los próximos meses proseguirá la tendencia a la baja de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC, hasta alcanzar niveles compatibles con la estabilidad de precios en el transcurso del 2009. No puede descartarse que se produzcan descensos más acusados de la inflación medida por el IAPC a mediados del año próximo, como resultado de efectos de base, pero estos descensos serían de corta duración. Teniendo en cuenta esta posible volatilidad, se observa cierta mitigación de los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Los demás riesgos alcistas están relacionados con aumentos inesperados de los precios de las materias primas, así como de los impuestos indirectos y de los precios administrados, y con la aparición de efectos de segunda vuelta generalizados en la fijación de los precios y los salarios, especialmente en economías en las que los salarios nominales están indicados con los precios de consumo.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro volvió a bajar en octubre del 2008, hasta el 3,2%, desde el 3,6% de septiembre (véase cuadro 5). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de octubre, los datos nacionales disponibles sugieren que gran parte del descenso de la inflación fue consecuencia de la continuada caída de la tasa de variación interanual de los precios de la energía y, en menor medida, de la de los precios de los alimentos.

El detalle del índice de septiembre indica que la moderada desaceleración de la inflación interanual medida por el IAPC con respecto al 3,8% de agosto fue resultado, principalmente, del crecimiento más lento de los precios de la energía y de los alimentos (véase gráfico 19).

La tasa de variación interanual de los precios de la energía volvió a disminuir en septiembre, en 1,1 puntos porcentuales, debido, fundamentalmente, a un efecto de base, al haber experimentado la tasa de variación intermensual un modesto descenso del 0,4%. Dentro del componente energético del IAPC,

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

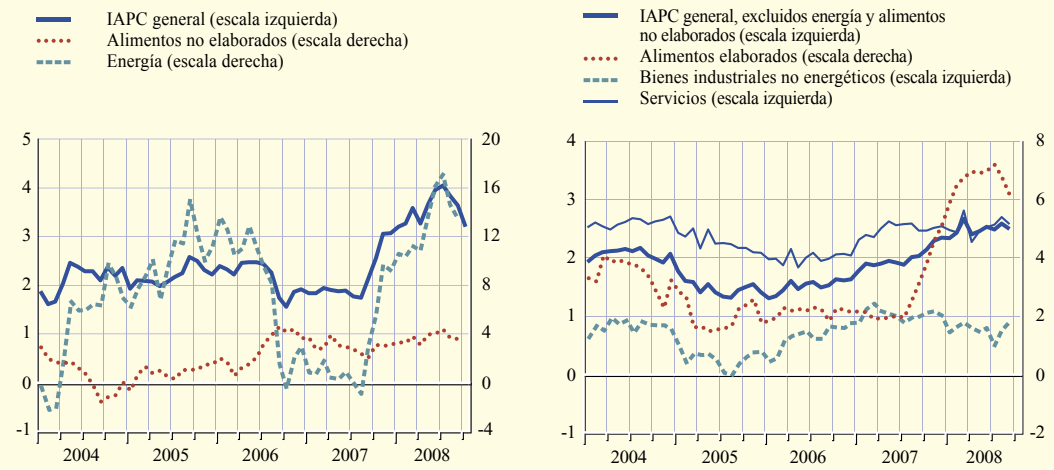
	2006	2007	2008 May	2008 Jun	2008 Jul	2008 Ago	2008 Sep	2008 Oct
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	2,2	2,1	3,7	4,0	4,0	3,8	3,6	3,2
Energía	7,7	2,6	13,7	16,1	17,1	14,6	13,5	.
Alimentos no elaborados	2,8	3,0	3,9	4,0	4,4	3,7	3,6	.
Alimentos elaborados	2,1	2,8	6,9	7,0	7,2	6,8	6,2	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	1,0	0,7	0,8	0,5	0,7	0,9	.
Servicios	2,0	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,6	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	5,1	2,8	7,1	8,0	9,2	8,5	7,9	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,9	52,8	80,1	85,9	85,3	77,0	7,0	55,2
Precios de las materias primas no energéticas	24,8	9,2	6,0	9,6	9,8	10,5	5,5	-7,4

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

1) La inflación medida por el IAPC de octubre 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.

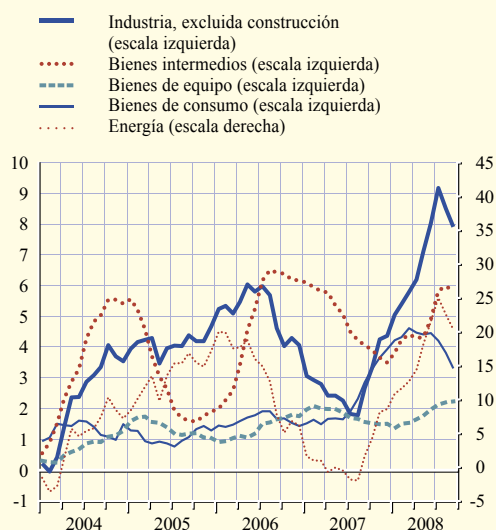
la pronunciada caída de los precios de los productos energéticos derivados del petróleo, especialmente de los combustibles para automóviles y calefacción, fue contrarrestada, en cierta medida, por un nuevo incremento de la tasa de variación interanual de los componentes energéticos no derivados del petróleo, como el gas y la electricidad. La tasa de variación interanual de los precios del gas registró un aumento particularmente acusado, ya que alcanzó en septiembre el 16,7%, su nivel más alto desde el 2001.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados disminuyó ligeramente en septiembre. El pequeño descenso de la tasa de variación interanual de los precios de la carne y de las frutas, compensó un leve aumento de la tasa de variación interanual de los precios de las hortalizas. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados se redujo también en septiembre, en concordancia con el hecho de que las tasas de variación intermensuales desestacionalizadas volvieron a las medias históricas, aunque la magnitud de las pasadas subidas de los precios de las materias primas alimentarias pueden suponer todavía la existencia de algunas presiones remanentes 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), se mantuvo sin cambios en el 1,9% en septiembre, reflejo de los movimientos compensatorios 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, hasta el 0,9% desde el 0,7% del mes anterior, fue resultado, principalmente, de un comportamiento estacional inusual de los precios de los textiles, unido al aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los automóviles. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios bajó al 2,6% en septiembre, lo que supuso un descenso de 0,1 puntos porcentuales en relación con el mes precedente. Este descenso estuvo determinado, en gran medida, por los precios del transporte aéreo y de las vacaciones organizadas, y podría ser reflejo de factores como la última caída de los precios del petróleo y las cuantiosas rebajas de temporada, aunque se trate de interpretaciones provisionales, ya que estos componentes tienden a mostrar una elevada volatilidad estacional.

**Gráfico 20 Desagregación de los precios industriales**

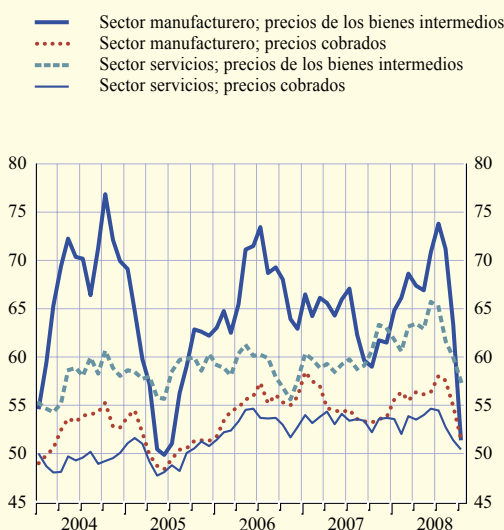
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



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

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En septiembre del 2008, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, disminuyó hasta el 7,9% desde el 8,5% de agosto (véase gráfico 20). Pese a esta reducción, la tasa de variación interanual de los precios industriales se mantuvo en un nivel históricamente alto, al que contribuyeron notablemente los precios de la energía y de los bienes intermedios. La tasa de variación interanual de los precios del componente energético del IPRI descendió hasta el 20,2% en septiembre, desde el 22,6% de agosto. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación en los precios industriales bajó al 4,1%, debido, en particular, al descenso de las tasas de variación interanual de los bienes de consumo y de los bienes intermedios. La disminución de esta última tasa, hasta el 5,8%, fue probablemente consecuencia de cierta reducción de los precios de las materias primas industriales durante el período considerado.

Los últimos datos sobre fijación de precios por las empresas, procedentes de la encuesta a los directores de compras, apuntan a una moderación continuada de las presiones inflacionistas a corto plazo en los últimos meses. Según la encuesta, en octubre las presiones sobre los precios se atemperaron notablemente en los sectores de manufacturas y de servicios (véase gráfico 21). En el sector manufacturero, el índice de precios de los bienes intermedios volvió a caer de forma significativa por tercer mes consecutivo, alcanzando el nivel más bajo observado desde julio del 2005. El índice de precios de los bienes intermedios registró también un fuerte descenso en el sector servicios. El índice de precios cobrados bajó nuevamente en octubre en ambos sectores. En general, los factores a los que se atribuyen la moderación de las presiones sobre los precios son la caída de los precios del petróleo y de otras materias primas, así como las medidas adoptadas por las empresas para impulsar las ventas en el contexto del debilitamiento de la demanda.

### 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).

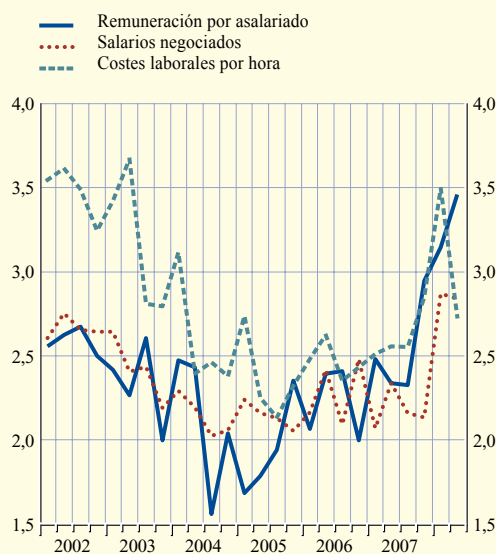
En el primer semestre del 2008, las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados, de la remuneración por asalariado y de los costes laborales por hora permanecieron en niveles elevados (véase gráfico 22). En el segundo trimestre del 2008, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó hasta el 3,5%, nivel que no se alcanzaba 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 mantuvo en el 2,8%, prácticamente en el mismo nivel que en el primer trimestre del año. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora bajó desde el 3,5% del primer trimestre del año al 2,7% del segundo trimestre.

En esta caída influyeron las fechas tempranas en que cayó la Semana Santa en el 2008, que supusieron una reducción de las horas trabajadas en el primer trimestre. Al registrarse una desaceleración del crecimiento de la productividad, en el segundo trimestre el fuerte crecimiento salarial tuvo como consecuencia una pronunciada aceleración de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios, hasta el 3,2%, el nivel más alto observado en más de una década. En este contexto, persiste el riesgo de efectos de segunda vuelta generalizados, especialmente en países que mantienen alguna forma de indicación automática de los salarios.

Los datos desagregados sobre la evolución de los costes laborales son indicativos de una contribución sectorial heterogénea al fuerte crecimiento de estos costes registrado en el primer semestre del año, aunque su evolución puede haber estado ligeramente distorsionada por el hecho de que la Semana

Gráfico 22 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Santa cayó en fechas más tempranas (véase gráfico 23). Todos los indicadores sectoriales de costes laborales apuntan a un crecimiento interanual de los costes laborales particularmente acusado en la construcción, mientras que el crecimiento de la remuneración por asalariado en los servicios ha aumentado también considerablemente. Por el contrario, el crecimiento de los costes laborales en la industria ha mostrado un alto grado de volatilidad en los últimos trimestres.

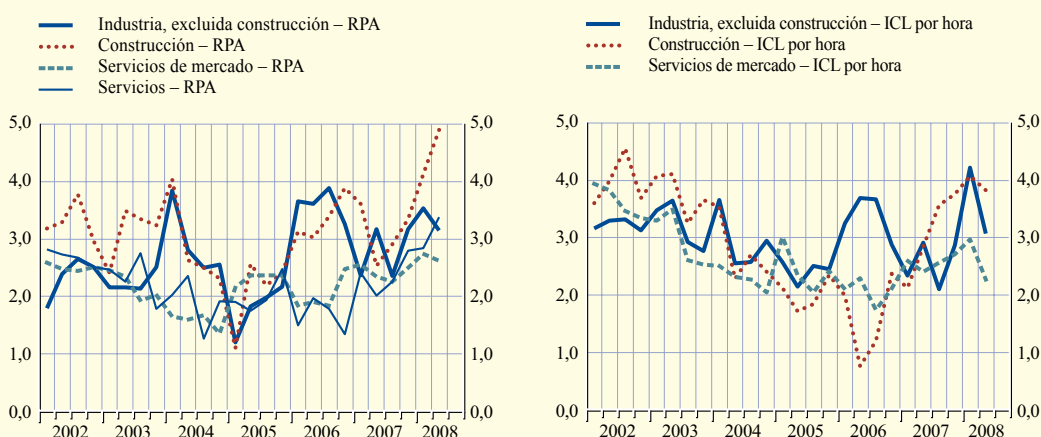
### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Aunque se ha venido manteniendo muy por encima del nivel compatible con la estabilidad de precios desde el otoño del 2007, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro ha disminuido de forma constante desde el mes de julio. El nivel persistentemente elevado de la inflación ha sido consecuencia, en gran medida, de los efectos directos e indirectos de las anteriores fuertes subidas de los precios de la energía y de los alimentos a escala mundial. Por otro lado, el pronunciado crecimiento salarial observado en el primer semestre del año, pese al debilitamiento del crecimiento económico y a la desaceleración del crecimiento de la productividad del trabajo, ha dado lugar a un marcado aumento de los costes laborales unitarios. De cara al futuro, las recientes caídas de los precios de las materias primas y la actual contracción de la demanda sugieren que, según se prevé en los mercados de futuros de las materias primas, en los próximos meses proseguirá la tendencia a la baja de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC, hasta alcanzar niveles compatibles con la estabilidad de precios en el transcurso del 2009. Aunque es posible que se produzcan descensos más acusados de la inflación medida por el IAPC a mediados del año próximo, como resultado de efectos de base, estos descensos serían de corta duración.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica recoge una revisión a la baja de las expectativas de inflación del sector privado en todos los horizontes temporales en relación con la encuesta anterior (véase recuadro 5). Así, las expectativas de inflación se sitúan en el 3,4% para el 2008, el 2,2% para el 2009 y el 2% para el 2010. Las expectativas medias de inflación a cinco años vista disminuyen también ligeramente, aunque se mantienen en el 2% (en cifras redondeadas).

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.

Teniendo en cuenta una posible volatilidad a corto plazo, se observa cierta mitigación de los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Los demás riesgos alcistas están relacionados con aumentos inesperados de los precios de las materias primas, así como de los impuestos indirectos y de los precios administrados, y con la aparición de efectos de segunda vuelta generalizados en la fijación de los precios y los salarios, especialmente en economías en las que los salarios nominales están indicados con los precios de consumo.

#### Recuadro 5

### RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL CUARTO TRIMESTRE DEL 2008

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al cuarto trimestre del 2008 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 15 y el 17 de octubre de 2008. En esta encuesta se recogen las expectativas de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB y el desempleo de la zona del euro. Dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.

#### Expectativas de inflación para los años 2008, 2009 y 2010

Desde la encuesta anterior (realizada en julio), los participantes en la EPE han revisado a la baja sus expectativas de inflación para los años 2008, 2009 y 2010, que sitúan ahora en el 3,4%, 2,2% y 2%, respectivamente. La mayor revisión fue la correspondiente al 2009, con 0,4 puntos porcentuales (véase cuadro)<sup>1</sup>. Los encuestados atribuyeron, principalmente, estas revisiones a la evolución de los precios de las materias primas (petróleo y alimentos), así como al debilitamiento de la demanda. Por el contrario, muchos de ellos atribuyeron una incidencia al alza a los tipos de cambio, y también a los costes laborales (en particular, a los que se ajustan por el crecimiento de la productividad, es decir, los costes laborales unitarios).

Las expectativas de inflación de la EPE para el 2008 y el 2009 se sitúan en el nivel más bajo, o justo por debajo, de los rangos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro en septiembre del 2008 (cerradas a finales de agosto de este año). Las relativas a los años 2008-2010 están, en general, en línea con las previsiones de octubre del 2008 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro (ambas cerradas hacia mediados de octubre).

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad a que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. La distribución de probabilidad resultante de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo calibran, en promedio, los encuestados el riesgo de que el resultado futuro se sitúe por encima o por debajo del intervalo más probable. Reflejando las estimaciones más bajas, las distribuciones de probabilidad asignadas a las previsiones se revisaron a la baja para cada uno de los años del período 2008-2010. La revisión más importante correspondió al año 2009 (véase gráfico A). No obstante, para los años 2009 y 2010, la probabilidad de que la inflación se sitúe en un nivel igual o superior al 2% es muy elevada, ya que se mantiene en el 65% y el 54%, respectivamente. En conjunto, según la distribución de probabilidad resultante de la agregación

<sup>1</sup> Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet [www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html).

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	2008	Horizonte de la encuesta					A largo plazo <sup>2)</sup>
		Sep 2009	2009	Sep 2010	2010	2010	
EPE IV 2008	3,4	1,9	2,2	2,0	2,0	2,0	
<i>EPE anterior (III 2008)</i>	3,6	-	2,6	-	2,1	2,0	
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE	3,4-3,6	-	2,3-2,9	-	-	-	
Consensus Economics (octubre 2008)	3,4	-	2,2	-	2,0	2,0	
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2008)	3,5	-	2,3	-	2,0	2,0	
Crecimiento del PIB real	2008	II 2009	2009	II 2010	2010	A largo plazo <sup>2)</sup>	
EPE IV 2008	1,2	0,1	0,3	1,2	1,4	2,0	
<i>EPE anterior (III 2008)</i>	1,6	-	1,3	-	1,8	2,1	
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE	1,1-1,7	-	0,6-1,8	-	-	-	
Consensus Economics (octubre 2008)	1,2	-	0,5	-	1,6	2,0	
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2008)	1,2	-	0,3	-	1,6	2,0	
Tasa de desempleo <sup>1)</sup>	2008	Ago 2009	2009	Ago 2010	2010	A largo plazo <sup>2)</sup>	
EPE IV 2008	7,4	8,1	8,0	8,1	8,1	7,1	
<i>EPE anterior (III 2008)</i>	7,2	-	7,4	-	7,4	6,9	
Consensus Economics (octubre 2008)	7,4	-	-	-	-	-	
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2008)	7,4	-	8,0	-	8,0	7,4	

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a largo plazo se refieren al 2013 en la EPE y en Consensus Economics, y al 2012 en el Barómetro de la Zona del Euro.

de las respuestas de los participantes, los riesgos a los que están sujetas las expectativas de inflación en los dos próximos años están, en general, equilibrados. En lo que se refiere a las respuestas cualitativas, los encuestados consideran que los riesgos bajistas se derivan, principalmente, de los precios de las materias primas y de la debilidad de la demanda, mientras que los riesgos alcistas proceden de los tipos de cambio y de los costes laborales.

**Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo**

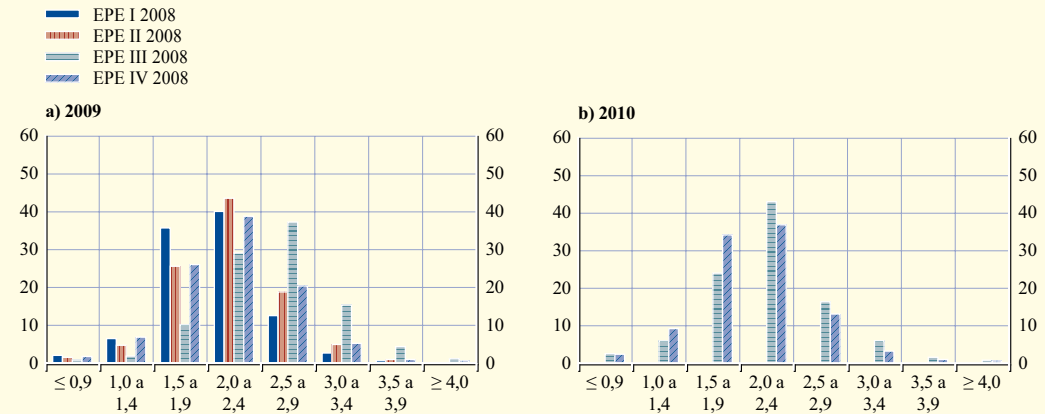
Las expectativas de inflación a más largo plazo (para el 2013) se han revisado ligeramente a la baja, en 0,04 puntos porcentuales, desde el 2,03% al 1,99%. Estas expectativas están en línea con las últimas previsiones de inflación a largo plazo del Barómetro de la Zona del Euro (para el 2012) y de Consensus Economics (para el 2013). La divergencia respecto a las expectativas de inflación a más largo plazo (medidas por la desviación típica) se ha reducido también ligeramente.

Pese al ligero descenso de las expectativas medias, la probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% se ha mantenido en torno al 57% (véase gráfico B). Estos resultados pueden compararse con la tasa de inflación implícita, que es un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado calculado como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación<sup>2)</sup>. Hasta hace poco, la probabilidad de que la inflación se sitúe, en promedio, en un nivel igual o superior al 2% en los próximos cinco años estaba generalmente en línea con la evolución del correspondiente indicador de expectativas de inflación basado en los mercados financieros, es decir, la tasa de inflación implícita a un año,

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

**Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media anual en el 2009 y 2010 en las últimas encuestas EPE<sup>1)</sup>**

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

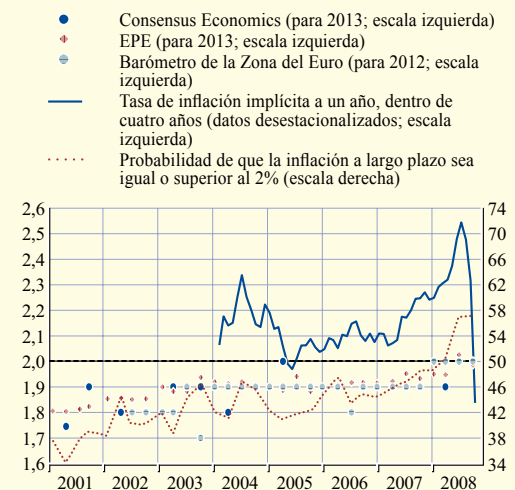
dentro de cuatro años, con datos desestacionalizados (véase gráfico B)<sup>3</sup>. Por ejemplo, ambos mostraron una tendencia al alza desde principios del 2007 hasta mediados del 2008. Sin embargo, a partir de septiembre y como consecuencia de la intensificación de las turbulencias financieras, las expectativas de inflación basadas en los mercados financieros parecen haber caído de forma acusada, en contraste con los indicadores de las encuestas. Los indicadores basados en los mercados han reflejado también los esfuerzos de los inversores por reducir el riesgo y el apalancamiento y su marcada preferencia por los activos más líquidos y seguros<sup>4</sup>.

### Expectativas de crecimiento del PIB real

En comparación con la encuesta anterior, las expectativas de crecimiento del PIB real han sufrido una fuerte revisión a la baja para cada uno de los años del periodo 2008-2010. La mayor revisión (de 1 punto porcentual) correspondió al año 2009, siendo esa la revisión más importante realizada entre una encuesta y la siguiente, en el aparta-

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

(tasas medias de variación interanual; probabilidad en porcentaje)



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

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

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



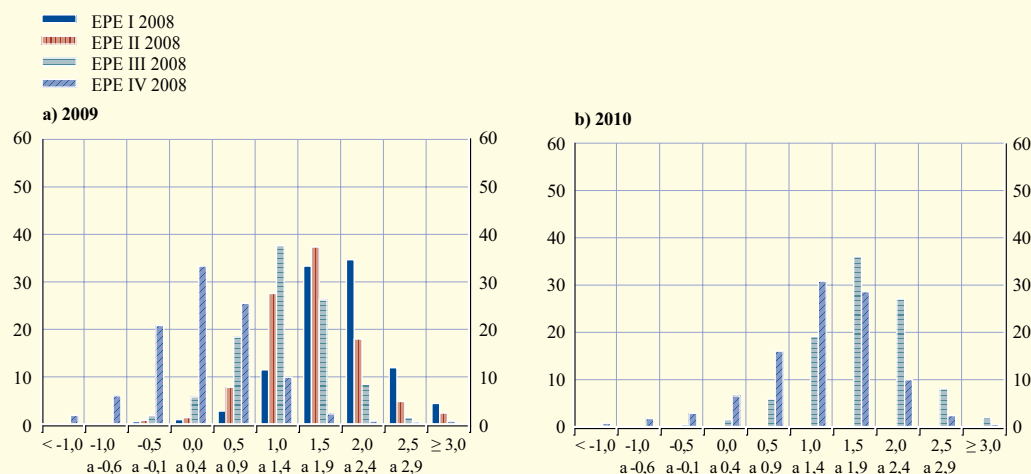
do de «previsión para el próximo año natural», desde que empezó a realizarse la EPE en 1999. Casi todos los participantes revisaron a la baja sus previsiones de crecimiento del PIB para el 2009. Estas peores perspectivas se atribuyen, principalmente, a la situación actual de los mercados financieros y a su impacto directo e indirecto sobre la actividad económica. Los encuestados esperan un debilitamiento del crecimiento de las exportaciones, de la inversión y del consumo privado, como consecuencia de la evolución de los mercados financieros, del deterioro del clima empresarial y de la confianza de los consumidores, de la desaceleración de la economía mundial y del empeoramiento de la situación de los mercados de trabajo. Entre los factores que podrían favorecer, en cierta medida, la actividad se mencionan las intervenciones de las autoridades monetarias y de los gobiernos, la depreciación del euro y la caída de los precios de las materias primas.

En línea con la revisión a la baja de las estimaciones medias, las distribuciones de probabilidad relativas al crecimiento del PIB real esperado en el 2009 y el 2010 se han desplazado hacia cifras más bajas que en las EPE anteriores. El deterioro progresivo de las perspectivas para el 2009 se ve claramente en el panel izquierdo del gráfico C, que muestra la evolución de las distribuciones de probabilidad de las cuatro últimas encuestas. En el primer trimestre del 2008, la mayor probabilidad se asignó a un crecimiento del 2%-2,4%. En la última encuesta, la probabilidad asignada a esta previsión se sitúa en un punto cercano a cero y la mayor probabilidad se asigna a un crecimiento del 0,0%-0,4%. Además, los encuestados asignan una probabilidad del 29% a un crecimiento del producto en promedio negativo en el 2009. Otro importante dato a destacar es que, pese a las fuertes revisiones a la baja, los participantes en la EPE siguen considerando que estas previsiones están sujetas a riesgos bajistas, principalmente relacionados con la posibilidad de que algunos de los factores mencionados sufran un mayor deterioro o que su impacto sea más grave de lo previsto.

Cabe señalar también el alto nivel de incertidumbre de los participantes en la EPE respecto a las perspectivas de actividad económica. La incertidumbre agregada, medida por la desviación típica de

**Gráfico C Distribución de probabilidad para el crecimiento medio anual del PIB real en el 2009 y 2010 en las últimas encuestas EPE<sup>1)</sup>**

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

la distribución de probabilidad agregada, en torno a las previsiones del PIB real a un año y a dos años vista ha aumentado considerablemente desde el inicio del 2008, y la relativa a las previsiones para dentro de dos años ha superado el máximo alcanzado anteriormente en el cuarto trimestre del 2002 (véase gráfico D).

Las expectativas de crecimiento recogidas en la EPE para el 2008 y el 2009 se sitúan en el nivel más bajo, o por debajo, de los rangos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro en septiembre del 2008. Las expectativas de crecimiento del PIB real para los años 2009 y 2010 están, en general, en línea con la media de las últimas previsiones del Barómetro de la Zona del Euro y de Consensus Economics, aunque en niveles ligeramente más bajos.

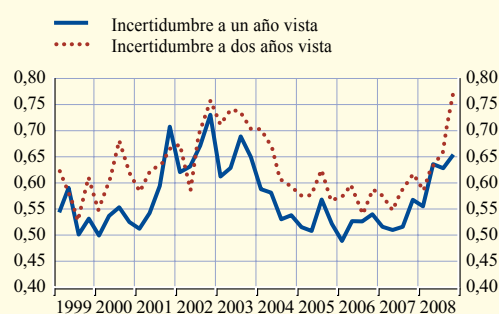
Las expectativas de los participantes en la EPE respecto al crecimiento del PIB real a largo plazo (para el 2013) descienden 0,1 puntos porcentuales en relación con la encuesta precedente y se sitúan en el 2%. Pese a que se trate de la previsión a largo plazo más baja formulada hasta la fecha por los encuestados, éstos consideran también que esta previsión está sujeta a riesgos bajistas.

### Expectativas de desempleo en la zona del euro

Las expectativas referidas a la tasa de desempleo se han revisado al alza para cada uno de los años del período 2008-2010. En opinión de los encuestados, estas revisiones son consecuencia, principalmente, de las menores perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro. Se prevé un deterioro de la situación, de forma general, en el mercado de trabajo y, en particular, en la industria y la construcción. La mayor parte de los encuestados esperan que la tasa de desempleo no empiece a estabilizarse hasta finales del 2009 y que comience a descender hacia finales del 2010. Las expectativas de la última EPE relativas a la tasa de desempleo están en línea con las previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para el período 2008-2010.

Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo se han revisado también al alza, en 0,2 puntos porcentuales, y se sitúan ahora en el 7,1% para el 2013, ligeramente por debajo de las previsiones del Barómetro de la Zona del Euro, aunque corresponden a un mayor número de respuestas. Los encuestados consideran que existen riesgos alcistas. Algunos señalan la necesidad de proseguir con las reformas de los mercados de trabajo, con el fin de que el esperado repunte del desempleo a corto plazo no se traduzca en desempleo a largo plazo.

**Gráfico D Incertidumbre en torno a las previsiones del PIB real de la EPE<sup>1)</sup>**



Fuente: BCE.  
1) Corresponde a una desviación típica de la distribución de probabilidad agregada.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Los últimos datos procedentes de las encuestas confirman que el buen ritmo de la actividad económica en la zona del euro se ha debilitado de forma significativa, habiéndose estancado tanto la demanda interna como la exterior y siendo más restrictivas las condiciones de financiación. Las medidas adoptadas por los Gobiernos para hacer frente a la crisis financiera deberían reforzar la confianza en el sistema financiero y contribuir a prevenir restricciones indebidas en la oferta de crédito a empresas y hogares. Estas medidas, junto con las caídas generalizadas observadas recientemente en el precio de las materias primas, deberían ayudar a restablecer la confianza. En general, es probable que la intensificación y ampliación de la crisis financiera modere la demanda en la zona del euro durante un período bastante prolongado. Se han materializado algunos riesgos a la baja para la actividad económica identificados anteriormente, en especial los derivados de las tensiones existentes en los mercados financieros. Otros riesgos a la baja continúan estando relacionados con una evolución desordenada consecuencia de los desequilibrios mundiales y de la intensificación de las presiones proteccionistas, así como con la posibilidad de que se produzcan nuevos incrementos en el precio de las materias primas.

### 4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

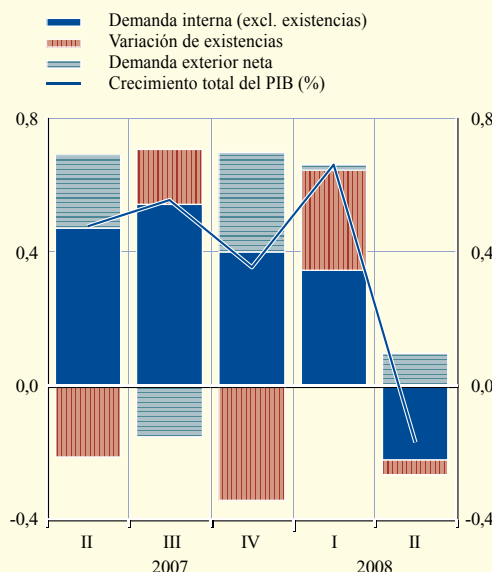
#### PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

La segunda estimación de Eurostat del crecimiento del PIB real de la zona del euro confirmó que la actividad había caído un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del 2008, tras un crecimiento del 0,7% en el trimestre anterior. Este descenso se debió en gran medida a una reducción de la demanda interna, excluida la variación de existencias (véase gráfico 24). Si se compara con la estimación anterior se observa que se han introducido algunas revisiones en los datos de comercio (las exportaciones se revisaron ligeramente al alza y las importaciones, a la baja), de modo que la contribución de la demanda exterior neta se estimó en 0,1 puntos porcentuales (frente a la aportación anterior, que fue nula).

Un factor fundamental en la debilidad de la demanda interna durante el segundo trimestre del 2008 fue el pronunciado descenso de la inversión, que cayó un 1%. La desagregación de la formación bruta de capital fijo del segundo trimestre muestra una acusada disminución de la inversión en construcción (que cayó un 1,6% en tasa de intertrimestral) y un leve retroceso de la inversión excluida la construcción (que cayó un 0,3% en tasa intertrimestral). Como se avanzó en ediciones anteriores del Boletín Mensual, es probable que las buenas condiciones meteorológicas registradas en el primer trimestre del año impulsaran la inversión en construcción, un factor que no queda reflejado de manera adecuada en los ajustes estacionales y que explica en gran medida el descenso observado en el segundo trimestre. También se observó una desaceleración en el crecimiento de la inversión empresarial, que es probable que reflejará el endurecimiento de las condiciones de financiación y el debilitamiento de la demanda y la rentabilidad.

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.

Una reducción adicional en las restricciones de la capacidad productiva puede que haya contribuido también a la moderación observada en la inversión empresarial, cayendo en octubre la utilización de la capacidad productiva en el sector industrial por debajo de su media a largo plazo, según las encuestas de opinión de la Comisión Europea. De cara al futuro, se espera que el deterioro previsto en las perspectivas económicas tanto internas como externas, la mayor incertidumbre y los costes de financiación más elevados sigan teniendo un efecto moderador sobre el crecimiento de la inversión en los próximos trimestres.

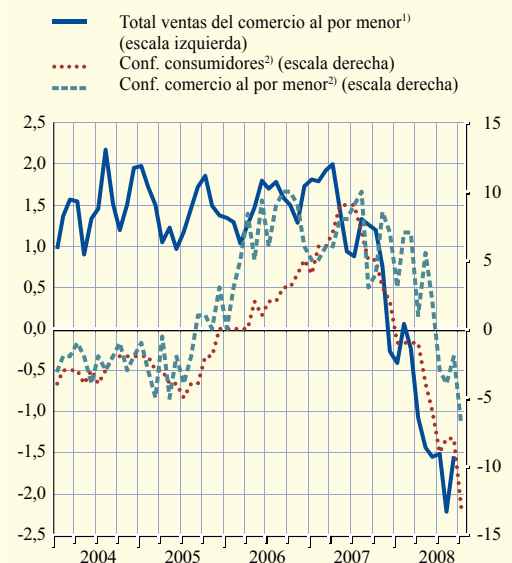
El consumo se contrajo en el segundo trimestre del 2008, pues los hogares reaccionaron ante los significativos aumentos registrados en el precio de las materias primas, que redujeron las rentas reales, así como ante la disminución de la riqueza financiera. Los indicadores disponibles sugieren que el consumo privado mantuvo su moderación en el tercer trimestre. El volumen de ventas del comercio al por menor en la zona del euro se elevó un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del 2008, mientras que las matriculaciones de automóviles retrocedieron un 1,2%, en tasa intertrimestral, en el mismo período (véase gráfico 25).

De cara al futuro, las recientes caídas generalizadas en el precio de las materias primas deberían favorecer las rentas disponibles y, con ello, estimular el gasto de los hogares. Este hecho podría ayudar a contrarrestar algunos de los efectos negativos que la crisis financiera ha tenido sobre la confianza de los hogares. No obstante, el panorama sigue siendo muy incierto y la información sobre las perspectivas de consumo de los hogares desde que se intensificó la crisis financiera es todavía muy limitada. El único indicador disponible hasta el momento para el cuarto trimestre es el indicador de confianza de los consumidores de octubre, que registró la segunda mayor caída desde que se inició la encuesta en 1985 y que descendió hasta el nivel más bajo observado desde 1994, al mostrar los consumidores su preocupación por la situación económica general y por las perspectivas del mercado de trabajo.

La confianza de los consumidores suele ser una guía razonable de la evolución del consumo privado; por ejemplo, está estrechamente correlacionada con el crecimiento interanual del gasto de los hogares. Sin embargo, la confianza de los consumidores es un indicador de sentimiento y a los hogares no se les pregunta concretamente acerca del gasto reciente o del previsto. Por ello, es posible que, en esta ocasión, el sentimiento no refleje con precisión la evolución real del gasto de los hogares. Como se analiza en el recuadro 6, ha habido momentos en el pasado —en especial durante períodos de crisis financieras tales como la de 1992 y la de 1998— en los que el descenso de la confianza de los consumidores no se vio igualado por una reducción similar del consumo privado. No obstante, desde que se inició la crisis financiera en octubre del 2007, la confianza de los consumidores ha seguido constituyendo una guía relativamente buena para la evolución del consumo de los hogares. Parece, por lo tanto, que la disminución de la confianza registrada en octubre también indica un empeoramiento de las perspectivas de gasto de los hogares en el corto plazo. Con todo, sigue existiendo un

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

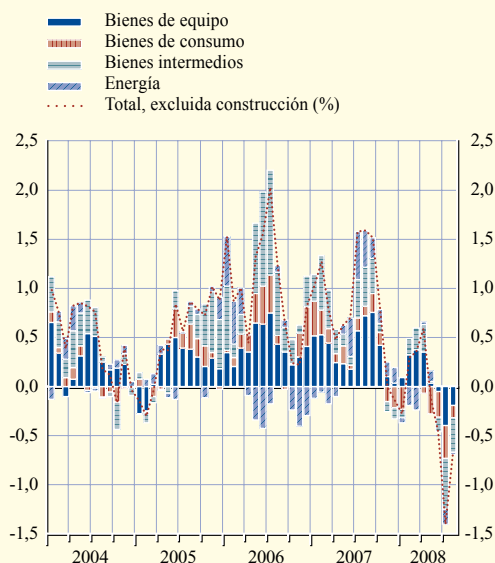
(datos mensuales)



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**

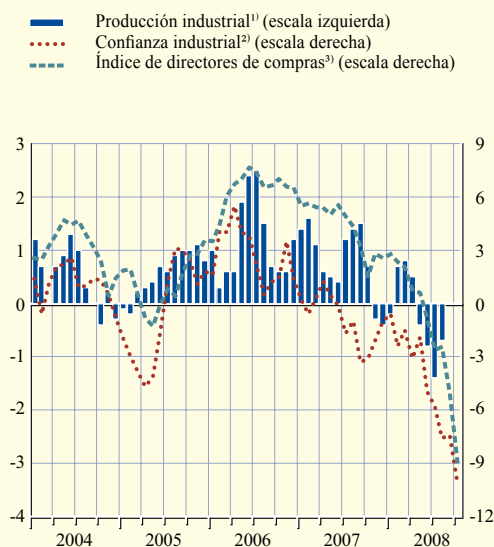
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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.

elevado nivel de incertidumbre en torno a la magnitud del impacto negativo de la crisis financiera sobre el consumo, y, más en general, sobre la evolución de la actividad real.

### PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

El retroceso del producto en la zona del euro en el segundo trimestre del 2008 reflejó una caída del valor añadido en la industria y en la construcción, que se vio compensado en parte por la resistencia observada en el crecimiento de los servicios.

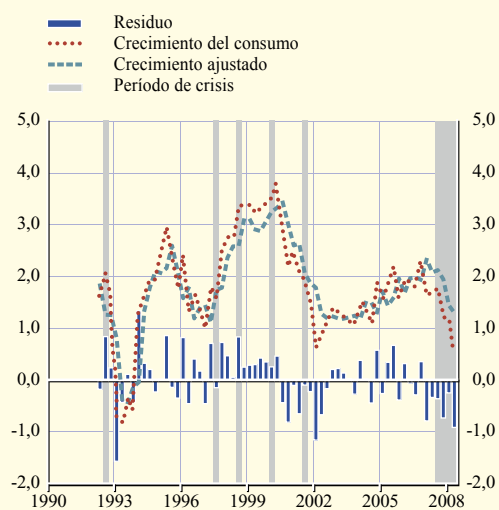
#### Recuadro 6

#### LA FIABILIDAD DE LOS DATOS PROCEDENTES DE LAS ENCUESTAS EN PERÍODOS DE CRISIS FINANCIERAS

Los indicadores para la zona del euro procedentes de las encuestas de opinión de la Comisión Europea y de la encuesta a los directores de compras han tenido siempre una relación relativamente estrecha con la situación de la actividad real. Como tales indicadores están disponibles antes de que se publiquen los datos de contabilidad nacional, son muy útiles como señales tempranas de la evolución de la actividad real. No obstante, el comportamiento de estos indicadores debe interpretarse siempre con cautela. Las importantes perturbaciones que se producen en la economía, ya sean de carácter negativo o positivo, pueden ser interpretadas de forma exagerada por los participantes en las encuestas y provocar sobrerreacciones observables en los indicadores. No es obvio, por ejemplo, hasta qué punto la crisis financiera que se inició a comienzos del verano del 2007 podría haber afectado a la relación histórica de estos indicadores con la

### Gráfico A Relación entre el indicador de confianza de los consumidores de la CE y el crecimiento del consumo

(tasa de variación anual)



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

del mecanismo de tipos de cambios (MTC), de septiembre de 1992, la crisis asiática, de julio de 1997, la crisis de Long-Term Capital Management (LTCM), de septiembre de 1998, el estallido de la burbuja de los valores tecnológicos, de marzo del 2000, y los ataques terroristas perpetrados en Estados Unidos en septiembre del 2001. La actual crisis financiera se inicia en el tercer trimestre del 2007.

Para ajustar la frecuencia con los datos reales, los indicadores se pueden promediar trimestralmente, lo que elimina también algunas de las habituales fluctuaciones mensuales. En los gráficos A a E se presenta el ajuste histórico de las regresiones de la tasa de crecimiento interanual de la actividad sobre algunos indicadores procedentes de encuestas<sup>1</sup>. Si los resultados de las encuestas muestran una sobrerreacción (es decir, caen demasiado) en períodos de crisis financiera, debería haber residuos positivos de gran tamaño (es decir, el crecimiento real menos el crecimiento ajustado debería ser positivo) en dichos períodos. En los gráficos, los períodos de crisis financieras están señalados mediante barras de color gris.

El gráfico A muestra el crecimiento interanual del consumo privado y el crecimiento ajustado a partir de una regresión lineal simple del crecimiento del consumo privado sobre el indicador general de confianza de los consumidores de la CE; también se representan los residuos de esta regresión. Existen grandes residuos positivos durante las crisis del MTC y de LTCM, lo que indica una posible sobrerreacción. No obstante, el indicador de confianza de los consumidores de la CE ha seguido, en términos generales, el crecimiento del consumo privado, y la evidencia de que esta relación se haya roto significativamente durante el último período de crisis financiera es escasa. Por el contrario, el crecimiento del consumo parece haber caído más de que lo que sugeriría el indicador de confianza de los consumidores del CE (como indican los residuos negativos).

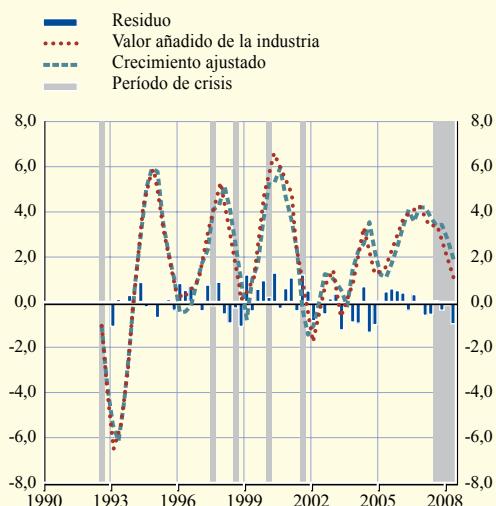
1 En las regresiones, también se incluyen los desfases de las tasas de crecimiento interanual de la actividad real.

actividad real. Una posibilidad es que los encuestados podrían haberse visto influidos de modo negativo e indebido por lo acaecido en los mercados financieros o por las malas noticias. Un movimiento a la baja en un indicador procedente de las encuestas no sólo reflejaría, por tanto, la situación de la actividad real, sino también los efectos psicológicos derivados de las crisis financieras. Ello daría lugar a que la lectura de los indicadores durante tales períodos resultara más difícil. En este recuadro se examina la evolución reciente de algunas encuestas, utilizando datos hasta septiembre de 2008, y la compara con crisis financieras anteriores.

Con el fin de investigar si los períodos de crisis financieras inciden en los indicadores de las encuestas más negativamente de lo que justificaría la evolución de la economía real, conviene analizar la relación histórica de algunos indicadores con las tasas de crecimiento interanual de la actividad real durante tales períodos, y fuera de ellos. Se consideran cinco episodios de crisis financieras: la crisis

**Gráfico B Relación entre el indicador de confianza industrial de la CE y el crecimiento del valor añadido de la industria**

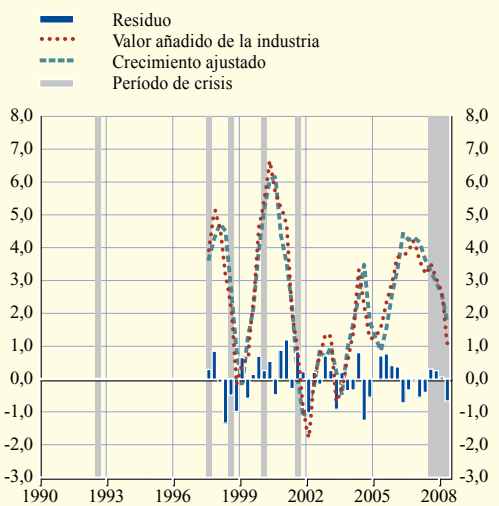
(tasa de variación anual)



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

**Gráfico C Relación entre el índice de directores de compras de las manufacturas y el crecimiento del valor añadido de la industria**

(tasa de variación anual)



Fuentes: Encuesta, Markit y cálculos del BCE.

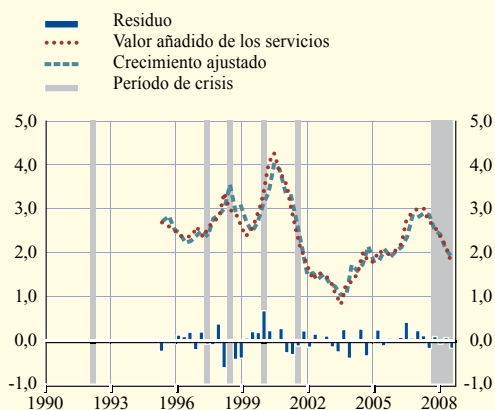
Los gráficos B y C muestran el crecimiento interanual del valor añadido de la industria y el crecimiento ajustado a partir de una regresión lineal simple del crecimiento del valor añadido sobre el indicador de confianza industrial de la CE y el índice de directores de compras de las manufacturas elaborado por Markit. El único período de crisis en que se pueden observar residuos positivos de gran tamaño es el posterior a los ataques terroristas perpetrados en Estados Unidos en septiembre de 2001. No se dispone de evidencia acerca de que ni las encuestas de la CE ni la encuesta a los directores de compras hayan proporcionado, hasta el momento, señales sesgadas sobre la actual crisis financiera. Esto queda confirmado, asimismo, por el análisis de los residuos de las regresiones, que parecen ser similares a los observados en el pasado. De todos modos, como los residuos tienden a ser negativos (en especial, en el caso de las encuestas de la CE), ciertamente no sugieren ninguna reacción excesiva, sino que antes bien indican que los resultados de las encuestas han caído demasiado poco en comparación con la actividad real.

Por último, los gráficos D y E muestran el crecimiento interanual del valor añadido de los servicios y el crecimiento ajustado a partir de una regresión lineal simple del crecimiento del valor añadido de los servicios sobre el indicador de confianza de los servicios de la CE y el índice de directores de compras del sector servicios (PMI de servicios) elaborado por Markit. Durante el estallido de la burbuja tecnológica en el 2000, la regresión muestra un importante residuo positivo. De nuevo, un examen de los residuos muestra que, hasta ahora, no parece que los indicadores hayan reaccionado de forma excesiva durante el período de crisis actual.

En general, parece que los indicadores de las encuestas promediados trimestralmente todavía no han sobrerreaccionado ni han ofrecido una señal particularmente sesgada sobre la evolución económica real durante la reciente crisis financiera. En concreto, un análisis de los residuos que resultan de efectuar regresiones lineales simples del crecimiento interanual sobre los resultados de las encuestas promediados trimestralmente no pone de manifiesto que estos resultados hayan tendido a caer dema-

**Gráfico D Relación entre el indicador de confianza de los servicios de la CE y el crecimiento del valor añadido de los servicios**

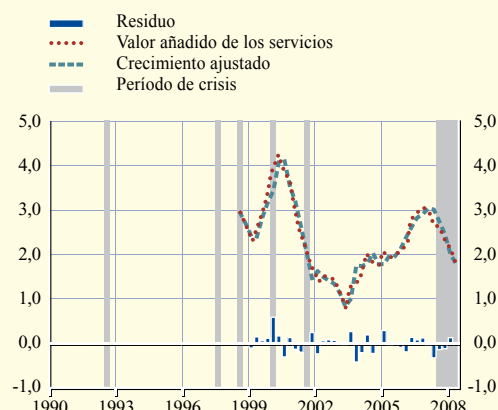
(tasa de variación anual)



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

**Gráfico E Relación entre el índice de directores de compras de los servicios y el crecimiento del valor añadido de los servicios**

(tasa de variación anual)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

siado significativamente. Los residuos existentes durante los períodos de crisis financiera no son inusualmente grandes; en realidad, con frecuencia son negativos. Si bien en ocasiones se pueden encontrar residuos positivos de gran tamaño durante períodos de crisis anteriores, ello es excepcional. En este contexto, es probable que las caídas de estos indicadores en los últimos meses reflejen la evolución económica real que debería plasmarse posteriormente en estadísticas cuantitativas, confirmando la debilidad de la actividad económica en el segundo semestre del 2008.

Los indicadores disponibles relativos al producto en la industria y los servicios sugieren un crecimiento débil durante el tercer trimestre. La producción industrial (excluida la construcción) aumentó mucho en agosto, pero se mantuvo la tendencia a la baja, situándose el nivel medio de la producción en los meses de julio y agosto por debajo del nivel observado en el segundo trimestre (véase gráfico 26). La producción de la construcción se elevó ligeramente en agosto, pero el cambio siguió siendo negativo en términos intertrimestrales. Las encuestas relativas a la actividad en la industria y en los servicios confirmaron el panorama de moderación de la actividad en el tercer trimestre.

En cuanto al cuarto trimestre, las encuestas de opinión registraron descensos generalizados en octubre. Según la encuesta de octubre de la Comisión Europea, la confianza industrial se redujo, hasta situarse en los niveles más bajos observados desde noviembre del 2001, al tiempo que la confianza de los servicios alcanzó su nivel más bajo desde que comenzó la encuesta en 1995. El índice de directores de compras también registró caídas muy acusadas en octubre del 2008, descendiendo el índice sintético a su nivel más reducido desde que se inició la encuesta en 1998.

## 4.2 MERCADO DE TRABAJO

Tras haber mostrado mejoras significativas en los últimos años, las perspectivas del mercado de trabajo de la zona del euro se han deteriorado en los últimos meses. La tasa de desempleo ha aumentado desde el comienzo de 2008 y, según las encuestas, las expectativas de creación de empleo se han moderado.



**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	-0,4	-1,2	-0,5	0,5	-1,0
Industria	0,5	1,4	0,2	0,0	0,1	0,2	-0,3
Excluida la construcción	-0,4	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0
Construcción	2,6	3,9	0,5	0,0	0,0	0,1	-1,1
Servicios	2,2	2,1	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4
Comercio y transporte	1,6	1,8	0,9	0,7	0,1	0,4	0,4
Finanzas y empresas	3,9	4,1	1,3	0,8	0,7	0,9	0,4
Administración pública <sup>1)</sup>	1,9	1,3	0,1	0,5	0,4	0,0	0,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

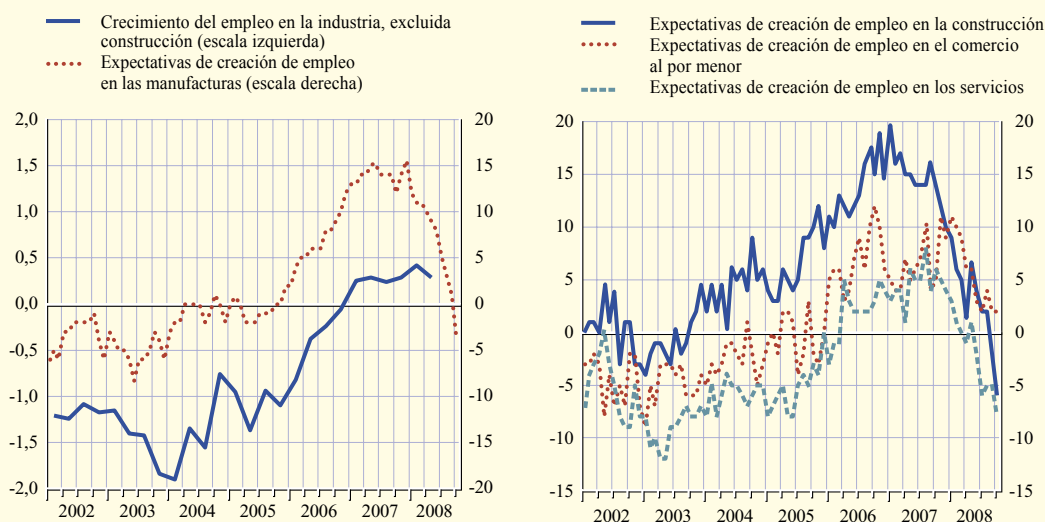
## EMPLEO

La segunda estimación de Eurostat confirmó que, en la zona del euro, el empleo creció un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del año, tras aumentar un 0,3% en el período anterior (véase cuadro 7). La reducción del crecimiento en el segundo trimestre fue reflejo de un acusado deterioro en el empleo en la construcción.

En cuanto a la evolución más reciente, las expectativas de creación de empleo se moderaron aún más en octubre. El índice de directores de compras indica que el empleo ha caído en los últimos cuatro meses, manteniéndose el índice de empleo por debajo de 50 desde julio del 2008. La encuesta de la Comisión Europea ha registrado un descenso en las expectativas de creación de empleo, situándose los

**Gráfico 28 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo**

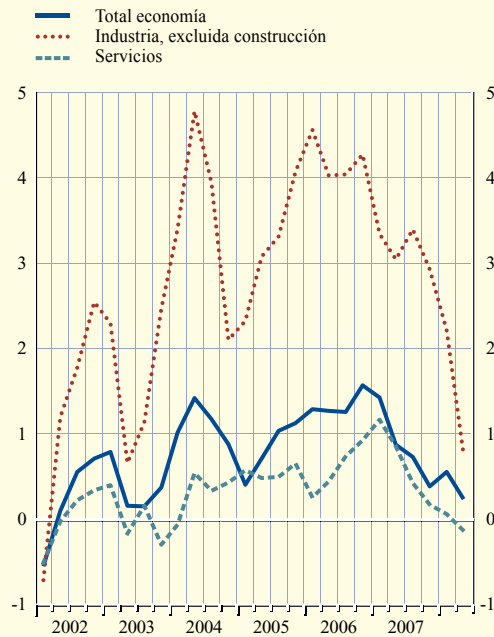
(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



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

Gráfico 29 Productividad del trabajo

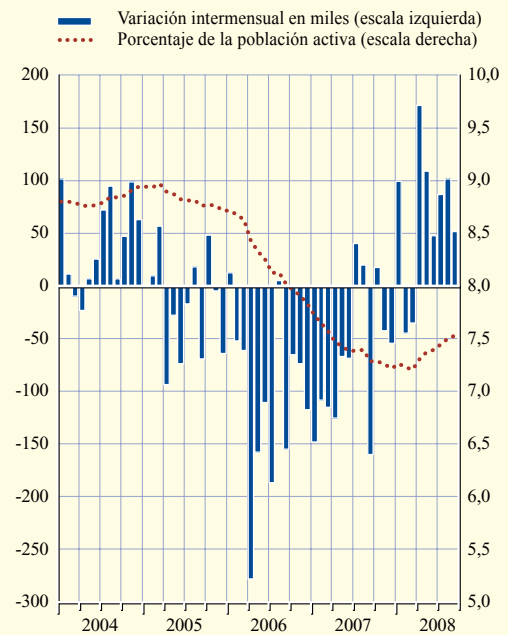
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 30 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

indicadores para los servicios y la industria en niveles reducidos no observados desde comienzos del 2004. En general, y dada la moderación de la actividad económica esperada, es probable que el crecimiento del empleo sea muy débil durante el segundo semestre del 2008 (véase gráfico 28).

Como consecuencia del retroceso del producto y del crecimiento del empleo, la productividad del trabajo se redujo en el segundo trimestre del 2008. Se estimó que el crecimiento interanual de la productividad del trabajo fue del 0,2% en el segundo trimestre (véase gráfico 29). Los datos más recientes del índice de directores de compras sugieren que la productividad del trabajo ha seguido siendo débil.

### DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro se mantuvo estabilizada en el 7,5% en septiembre del 2008 (véase gráfico 30). Sin embargo, en septiembre, el número de parados se elevó por encima de las 50.000 personas por sexto mes consecutivo.

### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Las perspectivas para la actividad económica son extraordinariamente inciertas, debido en gran medida a la intensificación y ampliación de la crisis financiera. Los últimos datos procedentes de encuestas confirman que el buen ritmo de actividad en la zona del euro se ha debilitado significativamente, habiéndose estancado tanto la demanda interna como la exterior y siendo más restrictivas las condiciones de financiación. Las medidas adoptadas por los Gobiernos para hacer frente a la crisis financiera debe-

rían reforzar la confianza en el sistema financiero y contribuir a prevenir restricciones indebidas en la oferta de crédito a empresas y hogares. Estas medidas, junto con las caídas generalizadas observadas recientemente en el precio de las materias primas, deberían ayudar a restablecer la confianza.

Se han materializado algunos riesgos a la baja para la actividad económica identificados anteriormente, en especial los derivados de las tensiones existentes en los mercados financieros. Otros riesgos a la baja continúan estando relacionados con una evolución desordenada consecuencia de los desequilibrios mundiales y de la intensificación de las presiones proteccionistas, así como con la posibilidad de que se produzcan nuevos incrementos en el precio de las materias primas.

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

### 5.1 TIPOS DE CAMBIO

En las últimas semanas, la volatilidad ha registrado máximos históricos en los mercados de divisas. Tras repuntar en la segunda mitad de septiembre, el euro volvió a depreciarse en octubre. El 5 de noviembre, la moneda única cotizaba, en términos efectivos nominales, un 8,3% por debajo del nivel observado a finales de julio y un 1,8% por debajo de la media del 2007.

#### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 5 de noviembre de 2008, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 22 de los socios comerciales importantes de la zona del euro— se situaba un 8,3% por debajo del nivel observado a finales de julio y un 1,8% por debajo de la media del 2007 (véase gráfico 31).

El tipo de cambio efectivo del euro ha experimentado un fuerte aumento de volatilidad en el contexto de un debilitamiento generalizado de la moneda única en los tres últimos meses, que tuvo su origen, principalmente, en una significativa depreciación frente al yen japonés, el dólar estadounidense, el renminbi chino y el franco suizo. Esta evolución se compensó ligeramente con la apreciación del euro frente a la libra esterlina, la corona sueca, la corona noruega y las monedas de algunos de los países que se han incorporado a la UE desde el año 2004.

#### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

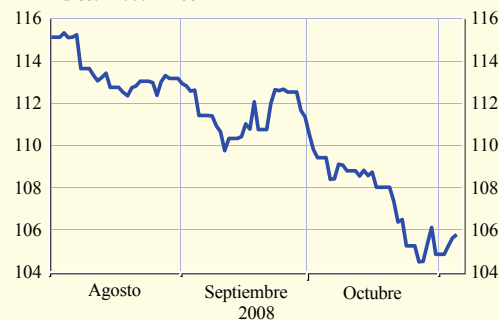
En los últimos meses, el euro se ha depreciado frente al dólar estadounidense en un contexto de fuerte volatilidad. En octubre experimentó una depreciación especialmente acusada, situándose en el nivel más bajo registrado en más de dos años. Al mismo tiempo, la volatilidad esperada alcanzó máximos históricos.

La fuerte depreciación del euro en octubre se produjo al mismo tiempo que una caída de los mercados bursátiles en un clima de mayor aversión al riesgo a escala mundial. Al parecer, este debilitamiento de la moneda única tiene su origen, en parte, en la repatriación masiva de inversiones extranjeras a Estados

Gráfico 31 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes<sup>1)</sup>

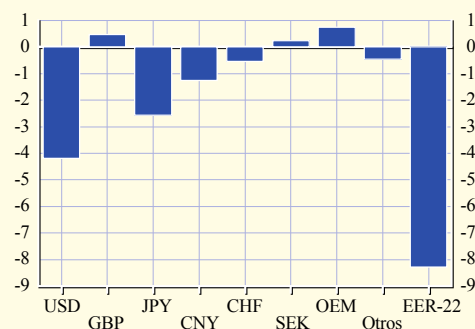
(datos diarios)

Índice: 1 1999 = 100



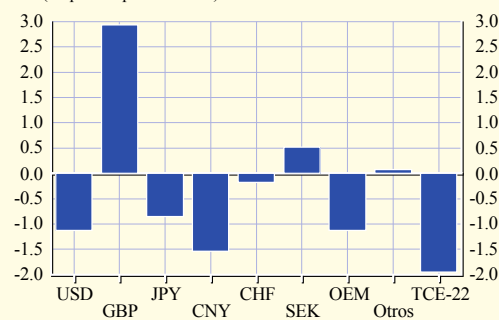
#### Contribuciones a las variaciones del TCE<sup>2)</sup>

Del 31 de julio de 2008 al 5 de noviembre de 2008 (en puntos porcentuales)



#### Contribuciones a las variaciones del TCE<sup>2)</sup>

Del 3 de enero de 2005 al 5 de noviembre 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.

Unidos. En un clima de menor liquidez en los mercados monetarios, otro factor que ha incidido negativamente sobre el euro ha tenido, al parecer, su origen en las cuantiosas compras de dólares necesarias para hacer frente a los abultados pasivos bancarios transfronterizos denominados en dólares estadounidenses. En este contexto, parece ser que a algunos bancos europeos que necesitaban dólares les resultó más barato contraer préstamos en euros y, posteriormente, transformar los fondos en dólares. La decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de recortar el tipo de interés de los fondos federales en octubre sólo ha tenido un impacto limitado sobre el tipo de cambio del dólar estadounidense.

El 5 de noviembre de 2008, el euro cotizaba a 1,29 dólares, un 17,6% por debajo del nivel observado a finales de julio y un 6,1% por debajo de la media del 2007 (véase gráfico 32).

### YEN JAPONÉS/EURO

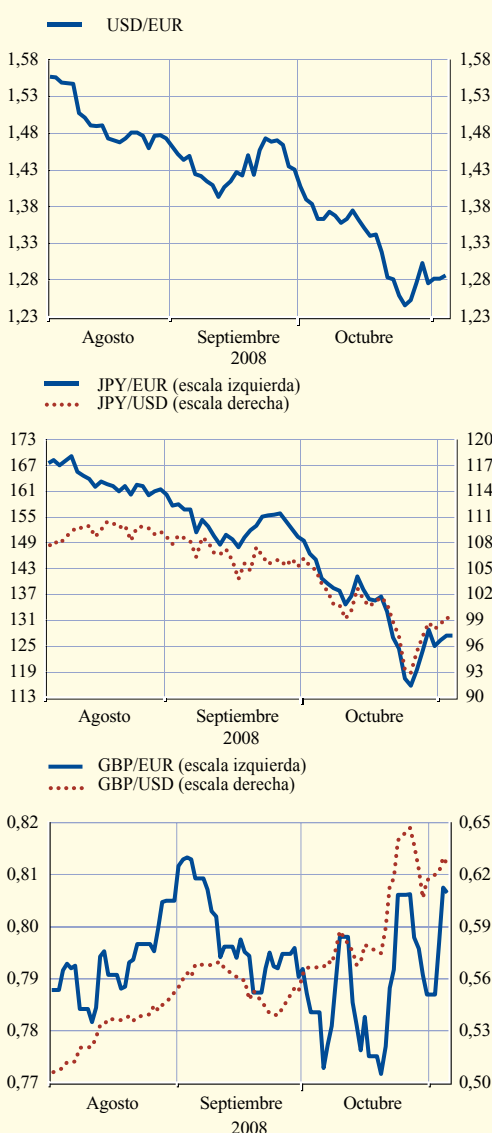
En octubre, el euro se depreció mucho más frente al yen que frente al dólar estadounidense. La rápida depreciación del euro frente a la moneda japonesa se produjo en el contexto de un aumento históricamente alto de la volatilidad esperada de los tipos de cambio. Esta situación ha favorecido al yen en la medida en que ha reducido el atractivo de endeudarse en yenes como medio para financiar las estrategias de *carry trade*, es decir, actividades consistentes en obtener préstamos en una moneda con tipos de interés bajos (como el yen) e invertir en una moneda remunerada a tipos de interés altos. La decisión del Banco de Japón de reducir el tipo de interés que utiliza como objetivo en 20 puntos básicos no tuvo un impacto notable en la moneda japonesa. En general, el euro se ha depreciado un 24,6% frente al dólar desde finales de julio para cotizar, el 5 de noviembre, a 127,4 yenes.

### MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los últimos meses, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables frente al euro y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 33). Tras la revaluación de su paridad central en el MTC II con efectos a partir del 29 de mayo de este año, la corona eslovaca ha estado cotizando ligeramente por debajo de su nueva paridad central de 30,1260 coronas por euro, situándose, el 5 de noviembre, un 0,7%

Gráfico 32 Evolución de los tipos de cambio

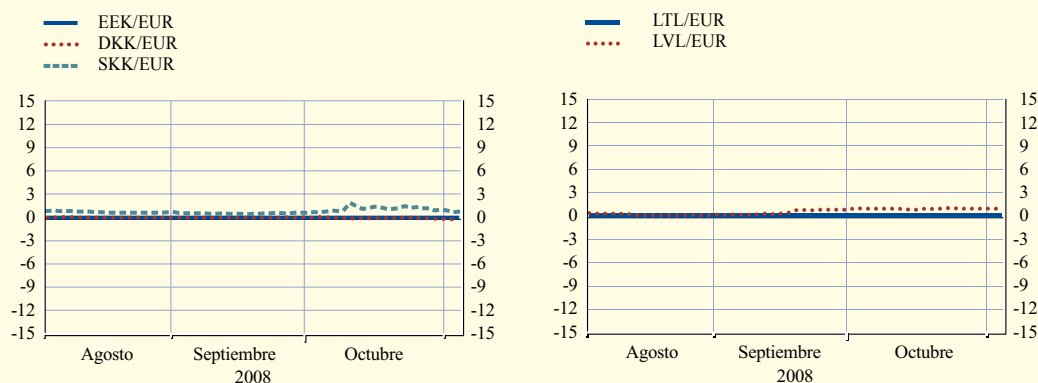
(datos diarios)



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.

por debajo de dicha paridad. Durante el mismo período, el lats letón se ha depreciado ligeramente frente al euro para cotizar, el 5 de noviembre, un 0,9% por debajo de su paridad central. En octubre, el Danmarks Nationalbank elevó en dos ocasiones el tipo de interés de los préstamos, por un total de 90 puntos básicos, hasta el 5,5%, para hacer frente a las presiones en un clima de creciente turbulencia en los mercados financieros.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se apreció un 2,2% frente a la libra esterlina entre finales de julio y el 5 de noviembre de 2008, en un contexto en el que los mercados esperaban una prolongada desaceleración de la economía británica. La moneda única también se apreció un 5% frente a la corona sueca. Al mismo tiempo, el euro se apreció un 9,7% frente al zloty polaco y un 12,1% frente al forint húngaro, ante la inquietud suscitada en los mercados por la vulnerabilidad externa de Hungría. Además, se apreció un 5,5% frente al leu rumano.

#### OTRAS MONEDAS

Entre finales de julio y el 5 de noviembre de 2008, el euro se depreció en torno a un 8% frente al franco suizo, que los participantes en el mercado han considerado como moneda refugio en el actual contexto de turbulencias financieras y del consiguiente aumento de la aversión al riesgo. La moneda única se depreció también alrededor de un 18% frente al dólar de Hong Kong y el renminbi chino, que están vinculados al dólar estadounidense, y aproximadamente un 11% frente al dólar de Singapur y un 7% frente al dólar canadiense. Al mismo tiempo, se apreció alrededor de un 13% frente al dólar australiano, un 8% frente a la corona noruega y un 2% frente al won coreano.

## 5.2 BALANZA DE PAGOS

*La balanza por cuenta corriente, acumulada de doce meses hasta agosto del 2008, registró un déficit de 25,6 mm de euros (0,3% del PIB), frente al superávit de 46,9 mm de euros contabilizado un año*

antes. Este cambio de signo refleja, en gran medida, un descenso del superávit de la balanza de bienes, como consecuencia de la subida de los precios del petróleo, 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 por importe de 134 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta agosto del 2008, frente a las entradas netas de 167 mm de euros contabilizadas un año antes. El cambio de dirección de los flujos tuvo su origen, principalmente, en un descenso de las compras netas de valores de cartera de la zona del euro por inversores no residentes.

#### COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

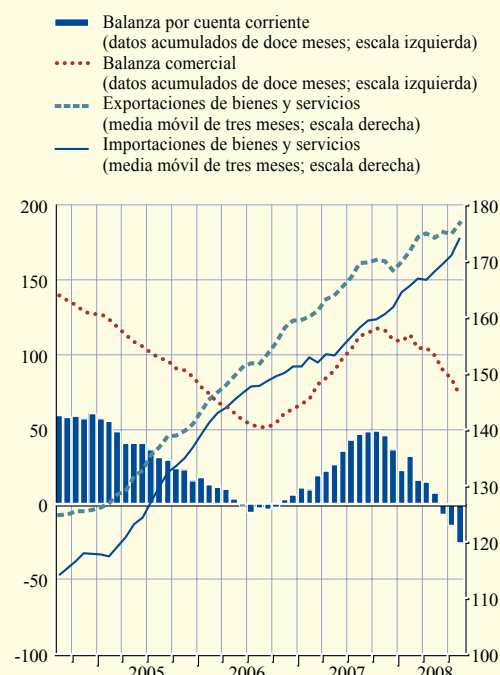
En agosto del 2008, la balanza por cuenta corriente, acumulada de doce meses, registró un déficit que ascendió a 25,6 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas por días laborables), o lo que es lo mismo, al 0,3% del PIB, frente al superávit de 46,9 mm de euros contabilizado un año antes. Esta evolución tuvo su origen, en gran medida, en una contracción del superávit de la balanza de bienes, en un aumento del déficit de la balanza de transferencia corrientes y en un cambio de signo de la balanza de rentas que pasó de superávit a déficit, factores, todos ellos, que sólo se compensaron ligeramente con un incremento del superávit de la balanza de servicios (véase gráfico 34).

El déficit acumulado de doce meses de la balanza de transferencias corrientes (91,8 mm de euros) fue resultado, principalmente, de un déficit estructural frente a las instituciones de la UE y los países no pertenecientes al G-10 ni a la Unión Europea, y, en gran medida, vino determinado por las salidas de asistencia externa y remesas de los trabajadores. El descenso del superávit de la balanza de bienes (48,5 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta agosto del 2008) es un fenómeno más reciente, que tiene su origen, fundamentalmente, en la combinación de dos factores: el debilitamiento de las exportaciones y el sólido crecimiento de las importaciones en términos nominales. El fuerte crecimiento de las importaciones nominales es atribuible al alza de los precios del petróleo y de otras materias primas. Más concretamente, en cifras acumuladas de doce meses, el déficit comercial del petróleo ascendió a 215 mm de euros en julio del 2008, déficit que ha ido constantemente en aumento desde el cuarto trimestre del 2002.

En los tres meses transcurridos hasta agosto del 2008, las exportaciones en términos nominales aumentaron un 1,5% (véase cuadro 8). No obstante, en el contexto del debilitamiento de la demanda mundial y de la anterior apreciación del tipo de cambio efectivo del euro, las exportaciones en términos reales habían experimentado una contracción del 2,7% en el período de tres meses transcurrido hasta julio. Examinando con más detalle la evolución de las exportaciones reales a países no pertenecientes a la

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

### 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	
	Jul	Ago	2007 Nov	2008 Feb	2008 May	2008 Ago	2007 Ago	2008 Ago
<i>mm de euros</i>								
<b>Cuenta corriente</b>	-3,0	-7,3	1,8	-2,3	-2,8	-5,2	46,9	-25,6
Bienes	-0,4	-3,3	4,6	1,1	1,3	-1,6	64,6	16,1
Exportaciones	135,1	136,9	128,3	129,9	132,2	134,9	1.485,0	1.576,1
Importaciones	135,5	140,1	123,6	128,9	130,9	136,6	1.420,5	1.559,9
Servicios	4,9	4,1	4,8	5,1	4,7	4,3	47,7	56,7
Exportaciones	41,0	43,0	41,8	41,9	41,9	41,9	470,2	502,6
Importaciones	36,2	38,9	37,0	36,8	37,2	37,6	422,5	445,9
Rentas	-0,6	-1,3	0,3	-0,6	-1,0	-0,9	15,5	-6,6
Transferencias corrientes	-6,8	-6,9	-7,9	-7,9	-7,8	-7,0	-80,8	-91,8
<b>Cuenta financiera<sup>1)</sup></b>	-5,7	-27,1	-16,7	-15,2	29,6	-6,3	112,1	-25,7
Total inversiones directas y de cartera netas	-21,1	-25,5	-0,6	-21,2	-14,3	-8,4	166,7	-133,7
Inversiones directas netas	-12,3	-11,6	0,9	-32,2	-17,0	-14,5	-175,8	-188,5
Inversiones de cartera netas	-8,8	-13,9	-1,6	11,0	2,7	6,1	342,5	54,7
Acciones y participaciones	-0,8	-1,6	-10,2	20,4	-7,8	-5,5	128,0	-9,3
Valores distintos de acciones	-8,0	-12,3	8,6	-9,4	10,5	11,6	214,6	64,0
Bonos y obligaciones	-0,3	21,4	11,3	9,7	19,4	17,9	262,8	174,6
Instrumentos del mercado monetario	-7,8	-33,7	-2,6	-19,0	-8,8	-6,4	-48,2	-110,6
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
<b>Bienes y servicios</b>								
Exportaciones	1,0	2,1	0,2	1,1	1,3	1,5	11,2	6,3
Importaciones	-0,1	4,3	1,6	3,1	1,5	3,6	7,9	8,8
<b>Bienes</b>								
Exportaciones	1,7	1,3	-0,1	1,3	1,7	2,1	11,7	6,1
Importaciones	1,1	3,4	1,8	4,2	1,6	4,3	7,4	9,8
<b>Servicios</b>								
Exportaciones	-1,4	4,9	1,3	0,4	-0,0	-0,1	9,3	6,9
Importaciones	-4,2	7,6	1,0	-0,5	1,1	1,0	9,9	5,5

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.

zona del euro, se observa que la caída de las exportaciones fue bastante generalizada y afectó a las diversas categorías de bienes, aunque resultó especialmente pronunciada en el caso de los bienes de consumo e intermedios.

La acusada subida del precio del petróleo fue un importante factor determinante del crecimiento de las importaciones nominales durante el período de referencia. La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta julio del 2008, indica un aumento sostenido de los precios de importación desde el cuarto trimestre del 2007, mientras que las importaciones en términos reales se han reducido de forma constante, debido, en particular, a la contracción de la producción industrial de la zona del euro.

Por lo que respecta a otras rúbricas de la balanza por cuenta corriente, en cifras acumuladas de doce meses, el superávit de la balanza de servicios se elevó hasta 56,7 mm de euros en agosto del 2008, desde los 47,7 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 22,1 mm de euros, en cifras acumuladas de doce meses, pasando de un superávit de 15,5 mm de euros en los doce



meses transcurrido hasta agosto del 2007 a un déficit de 6,6 mm de euros en el período de doce meses que finalizó en agosto del 2008).

### CUENTA FINANCIERA

En los tres meses transcurridos hasta agosto del 2008, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, salidas netas mensuales por importe de 8,4 mm de euros, como consecuencia de las salidas netas de inversiones directas, inversiones de cartera en forma de valores de renta variable e instrumentos del mercado monetario, que sólo se compensaron en parte con las fuertes entradas netas de bonos y obligaciones (véase cuadro 8). Esto último podría atribuirse a la evolución de los diferenciales de rendimiento de los bonos y obligaciones a largo plazo entre la zona del euro y Estados Unidos. En julio y agosto, la inversión de cartera transfronteriza en valores de renta variable fue moderada, posiblemente como consecuencia del acusado deterioro de las perspectivas de crecimiento de los beneficios empresariales en los países de la OCDE. Además, en agosto, tanto los residentes en la zona del euro como los no residentes repatriaron parte de sus inversiones de cartera en valores de renta variable en el exterior, como resultado de la mayor aversión al riesgo por parte de los inversores.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró salidas netas de 133,7 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta agosto del 2008, frente a las entradas netas de 166,7 mm de euros contabilizadas un año antes (véase gráfico 35), como consecuencia de un descenso de las entradas netas de inversiones de cartera. Las turbulencias financieras que se iniciaron en agosto del 2007, como resultado de la crisis de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos ha creado incertidumbre en los mercados financieros, lo que se ha traducido en decisiones sobre la reasignación de las carteras a escala mundial, que han afectado a los flujos de inversiones de cartera transfronterizas de la zona del euro.

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) siguieron una tendencia alcista hasta julio del 2007, que se interrumpió al desencadenarse las turbulencias financieras. Desde julio del 2007 hasta agosto del 2008, se produjo una contracción de los activos y de los pasivos en cifras acumuladas de doce meses; en concreto, los inversores no residentes redujeron sus flujos de cartera en la zona del euro. Por lo tanto, los flujos netos de inversiones de cartera disminuyeron desde los 342 mm de euros registrados en los doce meses transcurridos hasta julio del 2007 hasta 55 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta agosto del 2008, debido, principalmente, a la reducción de las entradas netas de valores de renta variable. Los inversores mundiales redujeron, en particular, su inversión en acciones y participaciones de la zona del euro.

En cuanto a las inversiones directas, las salidas netas acumuladas de inversiones directas se incrementaron en los doce meses transcurridos hasta agosto del 2008 en comparación con las cifras registradas

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.

un año antes, pasando de 175,8 mm de euros a 188,5 mm de euros, debido en parte a la fortaleza del tipo de cambio del euro. Como resultado, 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

# SEGUIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN DE LOS COSTES LABORALES EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO



*Los incrementos acumulados de los costes laborales en los países de la zona del euro pueden ser indicativos de un aumento de los desequilibrios y las pérdidas de competitividad y, como tales, son una importante señal anticipada de la necesidad de ajustes. Por consiguiente, es necesario realizar un estrecho seguimiento de la evolución relativa de los costes laborales en los países de la zona del euro y de otros indicadores de competitividad.*

*En el contexto de la zona del euro, en la que la política monetaria ha de orientarse hacia el mantenimiento de la estabilidad de precios para el conjunto de la zona, la acumulación de pérdidas de competitividad y desequilibrios en un país es un indicio de que las autoridades nacionales deben reaccionar. Esa reacción debería centrarse en la aplicación de medidas para mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo y de productos y atenuar los incrementos de los costes laborales. Cuanto antes adopten las autoridades nacionales esas medidas correctivas, menores serán los riesgos de entrar en un período prolongado de bajo crecimiento y pérdidas de empleo en el país en cuestión.*

*En el presente artículo se examinan las principales regularidades empíricas de la evolución de los costes laborales y los indicadores de competitividad en los países de la zona del euro, así como los respectivos procesos de ajuste, centrando la atención en el período transcurrido desde el inicio de la Tercera Fase de la UEM en 1999. A continuación, se analizan los principales factores determinantes de dicha evolución y se destacan algunas consideraciones relevantes en materia de política económica, tanto para las autoridades nacionales como para los agentes sociales.*

### I INTRODUCCIÓN

La zona del euro es una unión monetaria en expansión que experimentará una nueva ampliación en enero del 2009 con la incorporación del decimosexto país. Concretamente, la introducción de una moneda común ha eliminado los efectos de la fluctuación de los tipos de cambio entre los países miembros de la unión, reduciendo así los costes de transacción y fomentando la transparencia en materia de precios a escala internacional, lo que ha estimulado el comercio y, en última instancia, ha favorecido una mayor integración económica. Con todo, se observan diferencias en los resultados macroeconómicos entre los países y regiones que integran la zona del euro, algunas de las cuales se manifiestan en la evolución de los costes laborales.

En principio, los diferenciales entre los costes laborales puede ser una característica deseable de toda economía que funcione correctamente. Esos diferenciales reflejan las distintas situaciones de los mercados de trabajo locales y la diversa evolución de la productividad. En el contexto de una unión monetaria, la diferente evolución de los salarios nominales en los países que integran la unión puede ser un im-

portante medio para realizar el ajuste en caso de perturbaciones en un país en concreto o de perturbaciones comunes con una transmisión interna distinta.

No obstante, la persistencia de diferenciales amplios y positivos en el crecimiento de los salarios nominales, que no reflejen la evolución de la productividad, podría ser indicativa de pérdidas de competitividad y de cuota de mercado de exportación susceptibles, entre otras cosas, de repercutir en las perspectivas de crecimiento a medio plazo del producto y del empleo en algunos países de la zona del euro. En particular, existe el riesgo de que un aumento persistente y sustancial de los costes laborales se traduzca, en última instancia, en un deterioro de la situación del mercado de trabajo nacional en estos países, lo que entrañaría dolorosos costes de ajuste en términos de pérdidas de empleo y producto, que podrían haberse evitado de varias maneras, entre otras, con un funcionamiento más flexible y eficiente del mercado de trabajo y la moderación de los costes laborales.

El Consejo de Gobierno del BCE ejecuta la política monetaria con el objetivo principal de mantener la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del

euro. Por lo tanto, la política monetaria no puede resolver las diferencias en los costes laborales ni cualquier otra cuestión económica específica de un país. Sin embargo, el BCE tiene que considerar los factores que motivan la aparición de esos diferenciales por tratarse de un elemento clave para comprender mejor lo que ocurre en la zona del euro.

En este contexto, se describen a continuación las principales características y las posibles causas de los diferenciales en la evolución de los costes laborales y los procesos de ajuste entre los distintos países de la zona del euro y se analizan sus consecuencias para las políticas económicas nacionales<sup>1</sup>. El artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se presenta evidencia sobre la evolución de los costes laborales; en la sección 3, se describen algunas regularidades empíricas sobre diversas medidas de la competitividad y la evolución de la balanza por cuenta corriente y las exportaciones; en la sección 4 se analizan los determinantes de los diferenciales de los salarios y sus consecuencias para los procesos de ajuste; por último, en la sección 5 se examinan las repercusiones de dichos diferenciales en las políticas económicas y se extraen varias conclusiones.

## 2 EVIDENCIA RESPECTO A LA EVOLUCIÓN DE LOS COSTES LABORALES: REGULARIDADES EMPÍRICAS

Para facilitar la comparación de la evolución en el tiempo y entre países, los costes laborales pueden medirse en términos de unidad de trabajo, es decir, remuneración por asalariado, o en términos de unidad de producto, es decir, coste laboral unitario. Aunque existen varias formas de calcular el coste laboral unitario, una fórmula estándar es dividir la remuneración por asalariado por la productividad, medida ésta como la producción real dividida por el empleo. De esta forma, resulta evidente que los aumentos de los costes laborales unitarios son el resultado de un incremento de la retribución por asalariado o de un descenso de la productividad, o de una combinación de ambos factores.

No obstante, es necesario tener presentes algunas cuestiones y advertencias respecto a la medición a

la hora de calcular los costes laborales, especialmente cuando se compara la evolución en distintos países. En primer lugar, el factor trabajo puede medirse de varias formas, a saber, en número de personas, en empleos equivalentes a tiempo completo o en horas. Para facilitar la homogeneidad de los datos en el tiempo y su comparabilidad entre países, en el presente artículo se utiliza el empleo en términos de equivalente a tiempo completo. El empleo equivalente a tiempo completo se define como el número total de horas trabajadas dividido por el número medio anual de horas trabajadas en empleos a tiempo completo dentro del territorio económico. Por ejemplo, una persona que trabaje conforme a un contrato a tiempo parcial del 50%, equivaldría a 0,5 en términos de empleo equivalente a tiempo completo. En segundo lugar, el cálculo de los costes laborales unitarios mostrados en este artículo se refiere al total de la economía y no a un sector concreto, como el sector manufacturero. En tercer lugar, al calcular los costes laborales unitarios se supone, implícitamente, que a los trabajadores autónomos se les remunera al mismo nivel medio de remuneración que a los asalariados<sup>2</sup>.

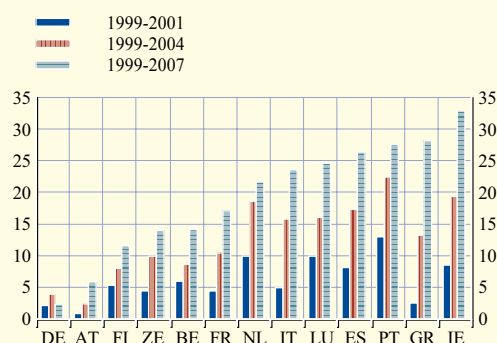
En general, aunque el cálculo de las tasas de crecimiento de los costes laborales unitarios en los distintos países puede variar ligeramente en función de los datos antes mencionados que se elijan y de ciertas limitaciones asociadas a los mismos, el principal objetivo del análisis que se muestra en el presente artículo no parece verse afectado por estos problemas de medición.

1 En dos artículos publicados por el BCE se han abordado ya varios aspectos de los diferenciales entre los países de la zona del euro, a saber, «Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones» y «La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea» publicados en el Boletín Mensual de abril del 2007 y de mayo del 2005, respectivamente.

2 En esta sección, los datos sobre costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad en los países de la zona del euro se han extraído de la base de datos macroeconómicos anuales de la Comisión Europea. En esta base de datos, el empleo se mide en términos de empleo equivalente a tiempo completo en los casos de Alemania, España, Francia, Italia, Países Bajos y Austria, mientras que en los restantes países de la zona del euro se mide en número de personas. Esta base de datos se actualiza dos veces al año, en primavera y otoño, y está vinculada a los dos principales trabajos de proyecciones que realiza la Comisión Europea. Concretamente, los datos que figuran en este artículo corresponden a las proyecciones de la base de datos de la primavera del 2008.

**Gráfico 1** Crecimiento acumulado de los costes laborales unitarios

(tasas de variación)



Fuente: Comisión Europea.

Notas: Los países aparecen en orden ascendente en función del crecimiento acumulado de los costes laborales unitarios durante el período 1999-2007. En el caso de Grecia, el año de referencia es el 2001 (véanse también las notas del cuadro 1).

En el cuadro 1 puede observarse que varios países de la zona del euro han registrado incrementos relativamente fuertes de los costes laborales unitarios desde comienzos de 1999. Concretamente, en cifras acumuladas, en los nueve años transcurridos entre 1999 y el 2007, varios países han acumulado incrementos del 25% al 35% en sus costes laborales unitarios,

porcentajes muy superiores al incremento medio acumulado de la zona del euro, que se sitúa en torno al 14%. Esta evolución contrasta con los incrementos acumulados muy moderados registrados en otros pocos países<sup>3</sup>.

Una característica especial de la evolución de los costes laborales en los países de la zona del euro es su elevado grado de persistencia. En algunos países, el crecimiento acumulado de dichos costes ha sido constantemente superior o inferior a la media de la zona. Como puede observarse en el gráfico 1,

- 3 A los efectos de este artículo, el horizonte temporal para examinar la evolución de cada país comienza en 1999 y finaliza en el 2007, y se limita al período en el que los países se incorporaron a la zona del euro. Por ese motivo, sólo se presentan cálculos correspondientes a Grecia a partir del 2001. No obstante, con ello se reduce la comparabilidad, con otros países de la zona del euro, de las tasas de crecimiento acumulado. El uso de la misma fecha de partida para estos países podría no ser siempre apropiado, ya que las condiciones iniciales pueden variar desde una perspectiva de equilibrio. En un análisis específico para un país podría justificarse, por lo tanto, el uso de un horizonte temporal diferente. No se presentan datos correspondientes a Chipre, Malta ni Eslovenia porque estos países se incorporaron a la zona del euro en fechas relativamente recientes y no es posible calcular tasas acumuladas significativas. Eslovaquia se incorporará a la zona del euro al comienzo del 2009. No obstante, es importante subrayar que todas las enseñanzas y consecuencias para la política económica extraídas en este artículo son plenamente aplicables a todos los países de la zona del euro.

**Cuadro 1** Costes laborales unitarios en los países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Crecimiento acumulado 1999 - 2007
Zona del euro	0,9	1,1	2,3	2,3	2,1	0,8	1,1	1,0	1,5	14,0
Bélgica	1,3	0,3	4,2	2,1	0,7	-0,3	1,5	1,6	2,0	14,2
Alemania	0,5	0,7	0,9	0,9	1,0	0,0	-0,8	-1,0	0,2	2,3
Irlanda	0,6	3,4	4,4	0,8	3,9	5,1	3,7	3,1	4,2	33,0
Grecia <sup>1)</sup>			2,5	6,0	2,4	1,8	3,7	4,6	4,4	28,3
España	1,9	2,8	3,2	2,9	2,9	2,4	2,5	2,3	2,7	26,4
Francia	0,9	1,1	2,3	2,9	1,8	1,1	1,7	1,9	2,3	17,2
Italia	1,2	0,6	3,1	3,6	4,4	2,1	2,8	2,3	1,5	23,7
Luxemburgo	0,7	2,5	6,5	2,2	1,9	1,3	1,7	2,2	3,4	24,7
Países Bajos	1,7	2,9	5,0	4,8	2,7	0,2	-0,2	1,1	1,6	21,7
Austria	0,1	-0,2	1,0	1,0	0,8	-0,3	1,4	0,7	1,2	5,9
Portugal	2,4	4,9	5,2	3,7	3,2	1,2	2,0	1,8	0,4	27,6
Finlandia	0,8	1,0	3,5	1,1	1,1	0,2	2,3	-0,2	1,1	11,6

Fuente: Comisión Europea.

Nota: El cuadro muestra los datos correspondientes a los años siguientes a la introducción del euro en los respectivos países.

1) En el caso de Grecia, el crecimiento acumulado de los costes laborales corresponde al período comprendido entre el 2001 y el 2007. Los cálculos realizados por el Banco de Grecia pueden no coincidir con los que aparecen en este cuadro.

**Cuadro 2 Crecimiento acumulado de los costes laborales unitarios, la remuneración por asalariado y la productividad del trabajo (1999-2007)**

(tasas de variación)

	Costes laborales unitarios	Remuneración por asalariado	Productividad del trabajo
Zona del euro	14,0	25,9	11,0
Bélgica	14,2	27,6	11,7
Alemania	2,3	17,6	15,0
Irlanda	33,0	68,4	26,6
Grecia <sup>1)</sup>	28,3	55,6	21,3
España	26,4	31,5	4,1
Francia	17,2	28,0	9,2
Italia	23,7	28,5	3,9
Luxemburgo	24,7	40,1	12,3
Países Bajos	21,7	39,4	14,6
Austria	5,9	20,4	13,7
Portugal	27,6	39,2	9,1
Finlandia	11,6	32,7	18,9

Fuente: Comisión Europea.

1) En el caso de Grecia, las tasas de crecimiento acumulado corresponden al período 2001-2007.

los países que durante los primeros años de la UEM comenzaron a acumular incrementos de los costes laborales unitarios superiores a la media se han mantenido en la misma posición relativa en años más recientes. Además, en algunos casos, se ha

producido una notable aceleración de esos incrementos en los últimos años.

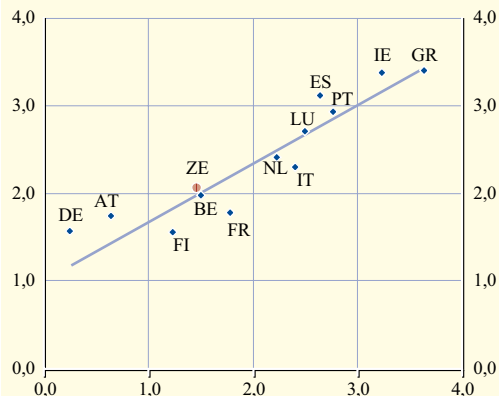
**Gráfico 2 Inflación medida por el IAPC y crecimiento de los costes laborales unitarios (1999-2007)**

(tasas de variación)

Eje de abscisas: crecimiento medio de los costes laborales unitarios desde 1999 hasta el 2007

Eje de ordenadas: crecimiento medio del IAPC desde 1999 hasta el 2007

R<sup>2</sup> = 0,86



Fuentes: Comisión Europea y Eurostat.

Notas: El gráfico muestra el crecimiento medio desde la introducción del euro en los respectivos países, es decir, 2001-2007 en el caso de Grecia. El R<sup>2</sup> es un indicador de 0 a 1, que muestra hasta qué punto la línea que representa la tendencia estimada se ajusta a las variables efectivamente observadas.

Como ya se indicó anteriormente, desde una perspectiva contable, los incrementos de los costes laborales unitarios son el resultado de un aumento de la remuneración por asalariado, de un descenso de la productividad, o de una combinación de ambos factores. En el cuadro 2, se observa que las divergencias en la evolución acumulada de los costes laborales unitarios en los países de la zona del euro entre 1999 y el 2007 parecen ser, en gran medida, resultado de diferencias en las tasas de crecimiento de la remuneración por asalariado más que de la evolución de crecimiento de la productividad. No obstante, en unos pocos países la tasa de crecimiento de la productividad acumulada durante el período de referencia de nueve años parece ser extraordinariamente baja, lo que ha contribuido a que los costes laborales unitarios hayan crecido por encima de la media.

Por último, las diferencias en la evolución de los costes laborales unitarios entre los distintos países de la zona del euro han estado clara y positivamente asociadas a las diferencias en sus tasas de inflación, medidas por el IAPC, durante el mismo período. Como se observa en el gráfico 2, los países que durante el período en cuestión, registraron tasas de crecimiento de los costes laborales unitarios superiores a la media, también registraron

tasas de inflación superiores a la media. Concretamente, un grupo de países registraron tasas medias de inflación de entre el 3,0% y el 3,5%, y tasas de crecimiento de los costes laborales unitarios, igualmente superiores a la media<sup>4</sup>. En otras palabras, los persistentes incrementos de los costes laborales unitarios observados en algunos países de la zona del euro desde 1999 han venido acompañados de diferenciales de inflación positivos.

La persistencia de las diferencias en la evolución de los costes laborales unitarios puede tener consecuencias importantes para la competitividad, en términos de precios y costes, de algunos países. En la sección siguiente, se examinan varias medidas de la competitividad exterior, en las que se tienen en cuenta la estructura del comercio de cada país y los indicadores del comportamiento de las exportaciones.

### 3 COMPETITIVIDAD DE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO: ALGUNAS REGULARIDADES EMPÍRICAS

El concepto de competitividad de un país no es inequívoco ni fácil de definir. En sentido estricto, suele referirse a la competitividad internacional en términos de precios medida por varios indicadores del tipo de cambio efectivo. Un segundo enfoque, ex-post, vincula el concepto de competitividad con el «desempeño externo» de un país, por lo que normalmente se examinan la evolución de las cuotas de mercado de exportación y la balanza por cuenta corriente, así como los factores determinantes que pueden afectar a la capacidad de una economía para competir en los mercados internacionales. Un tercer enfoque amplía la definición de competitividad para incluir un concepto de productividad relativa, siendo la economía más competitiva la que mejores perspectivas tiene de generar empresas capaces de contribuir al crecimiento económico a más largo plazo y al bienestar<sup>5</sup>. Así pues, los dos primeros enfoques se centran explícitamente en la dimensión externa de la economía y sus procesos de ajuste, mientras que el tercero tiende a

centrarse más en las tendencias a más largo plazo de la economía. A continuación, se examinan brevemente las tendencias recientes asociadas a los dos primeros conceptos, a fin de determinar el grado de heterogeneidad existente entre los países de la zona del euro.

#### 3.1 COMPETITIVIDAD EN TÉRMINOS DE PRECIOS Y COSTES

La evaluación de la competitividad internacional en términos de precios y costes de cada uno de los países de la zona del euro se basa en los indicadores armonizados de competitividad (IAC) que calcula el BCE<sup>6</sup>. Estos indicadores se definen como los precios relativos entre los países de la zona del euro y sus socios comerciales expresados en una moneda común y difieren en función del deflactor de precios empleado. En general, se

- 4 Por razones de comodidad, el gráfico muestra las tasas de inflación medias. Se obtendrían los mismos resultados representando los incrementos acumulados de la inflación medida por el IAPC y las tasas de crecimiento de los costes laborales unitarios.
- 5 Desde la tercera perspectiva sobre el concepto de competitividad se aborda la capacidad de los países para generar empresas sumamente productivas que puedan, en última instancia, competir con éxito en los mercados internacionales. De acuerdo con esta visión, la competitividad internacional de un país se obtiene mediante la agregación de la competitividad de cada una de las empresas nacionales en relación con sus contrapartes extranjeras. Esto significa que las características específicas nacionales son un importante factor determinante. En particular, los países en los que la competencia en el mercado nacional es más intensa, cuentan con mejor tecnología y tienen mayor facilidad de acceso tienden a ser, en general, más competitivos. Véase, por ejemplo, M. Melitz y G. Ottaviano (2008) «Market size, trade and productivity», *Review of Economic Studies*, Vol. 75, pp. 295-316. Véase también G. Ottaviano, D. Taglioni y F. di Mauro (2007), «Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, eastern enlargement and competitiveness in the European Union», documento de trabajo n.º 847 del BCE.
- 6 El Eurosistema ha publicado con regularidad los IAC, que se basan en el IPC, a fin de proporcionar una media comparable de la competitividad en términos de precios de cada uno de los países de la zona del euro, que sea también coherente con la metodología y las fuentes de los datos utilizados para calcular los tipos de cambio efectivos del euro. Véase el recuadro titulado «Introducción de los indicadores armonizados de competitividad de los países de la zona del euro», en el Boletín Mensual de Febrero del 2007. El Eurosistema ha decidido recientemente ampliar, a partir de noviembre de este año, la publicación de los ICA a otros dos deflatores utilizados en el cálculo del tipo de cambio efectivo real del euro, a saber, el deflactor del PIB y los costes laborales unitarios del total de la economía. Para la zona del euro, las medidas de los tipos de cambio efectivos reales se calculan también utilizando medidas de los costes laborales unitarios del sector manufacturero y el índice de precios industriales (IPRI).

consideran más adecuados para medir la competitividad que una comparación de precios acumulados, ya que tienen en cuenta los movimientos de los tipos de cambio nominales. Las ponderaciones utilizadas para agregar los países competidores dependen de la estructura del comercio de cada país.

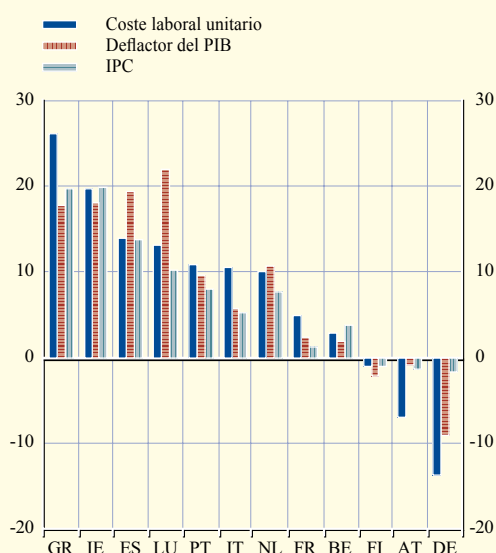
En general, los indicadores armonizados de competitividad sugieren que ha habido un considerable grado de heterogeneidad en la evolución de la competitividad en términos de precios en los países de la zona del euro. Considerando el comercio total, la mayoría de los países de la zona del euro han registrado pérdidas de competitividad en términos de precios frente a sus socios comerciales, que se han visto acentuadas por la fortaleza del euro con respecto a 1999 (véase gráfico 3). No obstante, la magnitud de estas pérdidas varía con-

siderablemente de unos países a otros. Al parecer, esta heterogeneidad puede explicarse, en gran medida, por la diferente evolución de la inflación a nivel de país más que por diferencias en la estructura del comercio.

Si se considera el comercio entre países pertenecientes a la zona del euro, la mayoría de los países han experimentado ciertas pérdidas de competitividad en términos de precios, que se han compensado con las ganancias registradas en otros pocos países, principalmente en Alemania (véase gráfico 4). El resultado total es, en general, robusto a la elección del indicador, es decir, si los IAC se basan tanto en el IPC, como en el deflactor del PIB o en los costes laborales unitarios de la economía en su conjunto. Si bien las conclusiones cualitativas siguen siendo prácticamente las mismas, la magnitud de las variaciones de la

**Gráfico 3 Variaciones acumuladas de los indicadores armonizados de competitividad (IAC) basados en el comercio total (1999-2007)**

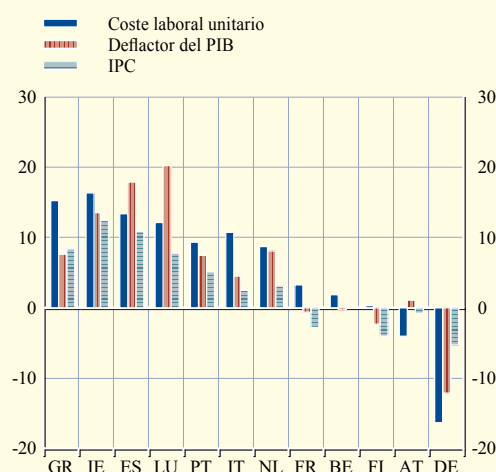
(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del BCE.  
 Notas: En los IAC basados en el comercio total se tienen en cuenta tanto los intercambios comerciales que se producen dentro de la zona del euro como los que se realizan con un grupo de 22 países no pertenecientes a la zona. Un aumento de los índices significa una apreciación del tipo de cambio efectivo real o una caída de la competitividad nacional. El gráfico muestra las tasas de crecimiento acumulado desde la introducción del euro en los respectivos países, es decir, desde el primer trimestre del 2001 en el caso de Grecia. Los países se presentan en orden descendente en función del IAC basado en el coste laboral unitario.

**Gráfico 4 Variaciones acumuladas de los indicadores armonizados de competitividad (IAC) basados en el comercio entre países de la zona del euro (1999-2007)**

(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del BCE.  
 Notas: En los IAC basados en el comercio entre países de la zona del euro sólo se tienen en cuenta los intercambios comerciales que se producen dentro de la zona. Un aumento de los índices significa una apreciación del tipo de cambio efectivo real o una caída de la competitividad nacional. El gráfico muestra las tasas de crecimiento acumulado desde la introducción del euro en los respectivos países, es decir, desde el primer trimestre del 2001 en el caso de Grecia. Los países se presentan en el mismo orden que en el gráfico 3.



competitividad en términos de precios parece ser sensible a la selección del deflactor de precios<sup>7</sup>.

### 3.2 COMPORTAMIENTO DEL SECTOR EXTERIOR

Por lo que respecta al desempeño de los países de la zona del euro en relación con el sector exterior, la zona en su conjunto ha perdido cuotas de mercado en los últimos años. Este ajuste, que está en consonancia con lo que ha ocurrido en otros países desarrollados, tiene su origen en la creciente importancia en el comercio mundial de algunos grandes países de ingresos más bajos, sobre todo China. Por lo tanto, para poder evaluar la competitividad dentro de la zona del euro es importante comparar los cambios relativos en las cuotas de mercado de los países de la zona.

Sin embargo, las cuotas de mercado de exportación no son siempre una buena variable sustitutiva para aproximar el desempeño económico de un país. Concretamente, en un entorno de creciente fragmentación internacional de la producción, la contribución de canales como la producción extrafronteriza —que podría sustituir parcialmente al comercio— no la reflejan exactamente las cuotas de mercado de exportación relativas y su evolución. A pesar de todas estas matizaciones, el grado de heterogeneidad en la evolución de dichas cuotas en los distintos países de la zona del euro ha sido notable. Si bien algunos países han registrado acusados descensos desde 1999, otros sólo se han visto afectados ligeramente o incluso han mostrado una tendencia a aumentar sus cuotas de mercado tanto dentro de la zona del euro como a escala mundial. Esta evolución parece asociarse en parte a los cambios en las condiciones de competitividad en términos de precios. Por ejemplo, en varios países parece observarse, a nivel interno de la zona del euro, un movimiento coincidente de la evolución de las cuotas de mercado de exportación y de la competitividad en términos de precios (véase gráfico 5). No obstante, algunos factores estructurales, como la especialización en ciertas ramas de actividad, también pueden desempeñar un papel importante para determinar el comportamiento de las exportaciones.

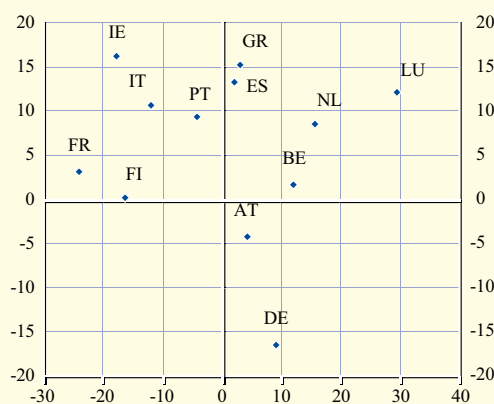
También se espera que la competitividad en términos de precios influya en la balanza por cuenta corriente de un país a través de las exportaciones.

**Gráfico 5 Variaciones acumuladas de la competitividad en términos de costes y cuotas de mercado de exportación entre países de la zona del euro (1999-2007)**

(tasas de variación)

Eje de abscisas: crecimiento acumulado de las cuotas de mercado de exportación entre países de la zona del euro

Eje de ordenadas: crecimiento acumulado de los IAC entre países de la zona del euro (basados en los costes laborales unitarios)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

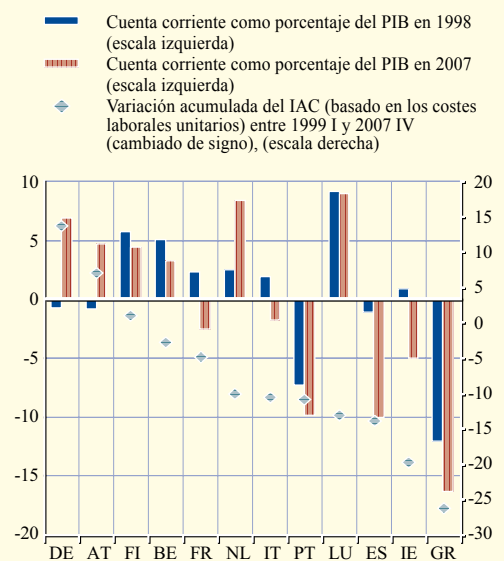
Notas: En los IAC basados en el comercio entre países de la zona del euro sólo se tienen en cuenta los intercambios comerciales que se producen dentro de la zona. Un aumento de los índices significa una apreciación del tipo de cambio efectivo real o una caída de la competitividad nacional.

Aunque existen otros factores que explican la evolución de la cuenta corriente, en la mayoría de los países de la zona del euro que registraron una notable pérdida de competitividad en términos de precios y costes durante el período comprendido entre los años 1999 y 2007 parece haberse producido también un empeoramiento de la balanza por cuenta corriente. Por el contrario, en los países que incrementaron su competitividad en términos

<sup>7</sup> En el recuadro titulado «Indicadores de competitividad de la zona del euro en términos de costes y precios: similitudes y diferencia» que se publicó en el Boletín Mensual de junio del 2005, se presenta un breve resumen de estos indicadores para la zona del euro. Asimismo, en el artículo titulado «Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes» del Boletín Mensual de agosto del 2003, se presenta un debate más extenso sobre las ventajas e inconvenientes de los diversos indicadores. En el caso de la zona del euro, M. Ca' Zorzi y B. Schnatz (2007), «Explaining and forecasting euro area exports: which competitiveness indicator performs best?», documento de trabajo n.º 833 del BCE, sostienen que el contenido en información de las proyecciones de la evolución de las exportaciones de la zona del euro ha sido similar en los distintos indicadores.

**Gráfico 6 Saldo de la balanza por cuenta corriente de los países de la zona del euro e Indicador Armonizado de Competitividad (IAC)**

(en porcentaje; tasas de variación)



Fuentes: Comisión Europea y BCE.  
Notas: El año inicial representado en el gráfico corresponde al año anterior a la introducción del euro en los respectivos países, es decir, el 2000 en el caso de Grecia. Los países aparecen en orden descendente en función de la variación acumulada del IAC (basado en los costes laborales).

de precios, se observó una mejora de la balanza por cuenta corriente (véase gráfico 6)<sup>8</sup>.

En resumen, el alto grado de heterogeneidad que muestra la competitividad en términos de precios y costes en los países de la zona del euro explica algunas de las divergencias en los resultados de las cuentas externas cuando la evaluación se basa en las variaciones de las cuotas de mercado de exportación y de la balanza por cuenta corriente.

#### 4 FACTORES DETERMINANTES Y PROCESO DE AJUSTE

La persistencia de los diferenciales de crecimiento de los costes laborales puede tener distintas consecuencias para la política económica dependiendo de su origen. Por ello es importante identificar cuidadosamente los factores que la motivan. Sin embargo, no es éste un ejercicio sencillo, ya que

son varios los factores —a veces intrínsecamente vinculados— que pueden contribuir a la presencia de esas diferencias. En esta sección se presenta un breve resumen de los principales factores determinantes de la existencia de persistentes diferencias de crecimiento en los costes laborales entre los distintos países de la zona del euro y del papel que desempeñan en los procesos de ajuste.

#### 4.1 PRINCIPALES FACTORES DETERMINANTES

Aunque son varios los factores que pueden guardar una estrecha relación entre sí y actuar simultáneamente, tres grandes categorías generales de determinantes pueden explicar los aumentos relativamente fuertes, en cifras acumuladas, de los costes laborales o de los precios en un país dado. En primer lugar, los factores que pueden tener relación con el proceso de convergencia real e integración económica de un país y/o con los incrementos relativos de su productividad tendencial; un segundo grupo lo constituyen los determinantes relacionados con diferencias de larga duración en las instituciones y estructuras económicas nacionales, que reflejan, principalmente, características inapropiadas asociadas a las políticas de los mercados de trabajo y productos; en tercer lugar, las presiones intensas y persistentes de la demanda en un contexto de rigidez de la oferta, y posiblemente también bajo la influencia de una política fiscal inadecuada, pueden dar lugar a un período prolongado de crecimiento por encima del potencial y brechas de producción positivas que, en última instancia, se reflejarían en un recalentamiento de la economía nacional y en presiones sobre los precios y los costes laborales.

Expresado con más detalle, los incrementos relativamente mayores de los costes laborales en un país dado pueden estar asociados a un proceso de convergencia económica hacia unos niveles de vida más elevados o, más concretamente, con in-

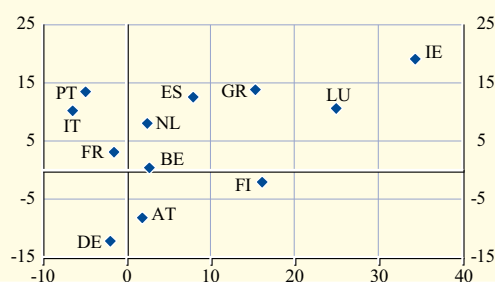
<sup>8</sup> La balanza por cuenta corriente también se ve afectada por muchos otros factores que pueden desempeñar un papel prominente; es el caso de Luxemburgo, que presenta un notable saldo positivo en las actividades relacionadas con los servicios. Véase también el recuadro titulado «La balanza por cuenta corriente de los países de la zona del euro desde la perspectiva del ahorro y de la inversión» en el Boletín Mensual de julio del 2007.

**Gráfico 7 Crecimiento acumulado del PIB real per cápita y costes laborales unitarios en relación con la zona del euro (1999-2007)**

(tasas de variación)

Eje de abscisas: crecimiento acumulado del PIB real per cápita

Eje de ordenadas: crecimiento acumulado de los costes laborales unitarios



Fuente: Cálculos del BCE, basados en datos de la Comisión Europea.

Nota: El gráfico muestra las diferencias en el crecimiento acumulado con respecto a la zona del euro desde la introducción de la moneda única en los respectivos países, es decir, en el período 2001-2007 en el caso de Grecia.

crementos tendenciales relativamente más altos del PIB per cápita<sup>9</sup>. Si esas tendencias son sostenibles, los niveles relativamente más altos de precios y costes podrían, hasta cierto punto, ser coherentes con un cambio en las variables fundamentales y, como tales, no representarían ninguna amenaza para la evolución futura de la economía. En esas circunstancias, podrían aparecer diferenciales de salarios e inflación en los precios durante un período de tiempo limitado, sin que ello fuera necesariamente incompatible con el equilibrio. Sin embargo, en la práctica, es sumamente difícil separar la parte de los diferenciales de precios y costes laborales que reflejan el ajuste a un nuevo nivel de equilibrio.

En el contexto de la UEM, con las ventajas que entraña la positiva dinámica del comercio exterior, resultantes de la eliminación de la incertidumbre relativa a los tipos de cambio y, en general, la integración de los mercados de bienes y servicios, cabe esperar un mayor apoyo al proceso de convergencia. No obstante, en ese proceso, es esencial que la posición de competitividad exterior del país no se vea comprometida significativamente por rápidos y excesivos incrementos de los costes laborales, lo que podría dar lugar, en

presencia de perturbaciones adversas imprevistas, a un período prolongado de desempeño insatisfactorio. En otras palabras, es importante que esa convergencia se produzca de forma sostenible, evitando la acumulación de grandes desequilibrios que podrían dar lugar a un proceso de «auge y caída»<sup>10</sup>.

El gráfico 7 ayuda a determinar si los fuertes incrementos acumulados del PIB real per cápita en el período 1999-2007 en los países de la zona del euro, utilizados como variable sustitutiva para aproximar las mejoras relativas de los niveles de vida, podrían explicar, en cierta medida, los grandes aumentos acumulados de los costes laborales analizados anteriormente en este artículo. Como puede observarse, la relación parece ser muy heterogénea. La mayoría de los países parecen agruparse en torno a una línea vertical (próxima al eje de ordenadas), lo que indica con toda probabilidad que otros factores, distintos de las diferencias en la evolución del PIB per cápita, podrían también contribuir a explicar los divergentes resultados en términos de costes laborales unitarios. En particular, hay un grupo de países en el panel superior izquierdo del gráfico, indicativo de un crecimiento del PIB per cápita inferior a la media, acompañado de fuertes incrementos acumulados de los costes laborales. En estos casos, parece existir una probabilidad significativa de que, desde 1999, se hayan acumulado incrementos insostenibles de los costes laborales relativos, con consecuencias negativas para las perspectivas del PIB per cápita.

Una segunda categoría de determinantes, relacionados con algunos factores institucionales de los mercados de productos y trabajo, también podría haber contribuido a la diferente evolución, en ci-

9 Existe cierta evidencia de que la convergencia de los niveles salariales entre los países de la zona del euro se produjo, principalmente, antes de 1999, sobre todo en la década de los ochenta, y prácticamente llegó a su fin tras el inicio de la tercera fase de la UEM. Véase un análisis más detallado en M. Andersson et al. (2008), «Wage growth dispersion across euro area countries: some stylised facts», documento ocasional n.º 90 del BCE.

10 Véase un análisis más detallado sobre los precios de los activos en el artículo titulado «Burbujas del precio de los activos y política monetaria» en el Boletín Mensual de abril del 2005.

fras acumuladas, del crecimiento de los costes laborales observado en los países de la zona del euro. La falta de flexibilidad en estos mercados puede provocar, en presencia de perturbaciones adversas, incrementos persistentes de los costes y los precios relativos en los países afectados. El estrecho vínculo que existe entre la persistencia de salarios e inflación puede guardar relación con ciertos factores institucionales, por ejemplo, la indiciación de los salarios<sup>11</sup>. Esa indiciación puede dar lugar a notables rigideces a la baja de los salarios. Dado que los salarios son un importante factor determinante de los precios, la indiciación basada en la evolución pasada de la inflación permite a las perturbaciones temporales de los

precios o los costes iniciar espirales salarios-precios, que dan lugar a desviaciones persistentes tanto de unos como de otros con respecto a la media de la zona del euro<sup>12</sup>. Como se explica con más detalle en el recuadro 1, es lo que ocurre concretamente en situaciones en las que las economías de la zona se ven afectadas por perturbaciones externas.

11 Véase M. Andersson et al. (2008), «Wage growth dispersion across euro area countries: some stylised facts», documento ocasional n.º 90 del BCE.

12 Véase el recuadro titulado «Mecanismos de indiciación de los salarios en los países de la zona del euro» en el Boletín Mensual de mayo del 2008.

#### Recuadro 1

### COSTES DE LOS EFECTOS DE SEGUNDA VUELTA EN EL CASO DE PERTURBACIONES EXTERNAS DE LOS PRECIOS

El impacto de las perturbaciones económicas externas en los distintos países de la zona del euro depende, en gran medida, de las reacciones de los agentes económicos y, en particular, de los agentes sociales que interactúan en el mercado de trabajo. Ello reviste particular importancia en la actual situación de aumento de las presiones de costes externas que tienen su origen en la subida de los precios de las materias primas, la energía y los alimentos. En esas circunstancias, y en la medida en que las expectativas inflacionistas no estén creíblemente ancladas, existe el riesgo de que los agentes económicos en un país dado puedan tratar de elevar los precios de los bienes y servicios que proporcionan en el mercado, a fin de compensar la evolución de los costes y/o las pérdidas de poder adquisitivo. No obstante, es más probable que estos efectos de segunda vuelta se traduzcan en incrementos de los precios y pérdidas de producto más persistentes y fuertes de lo que podría explicarse por el efecto de primera ronda de la perturbación externa inicial derivada de una reducción de los costes.

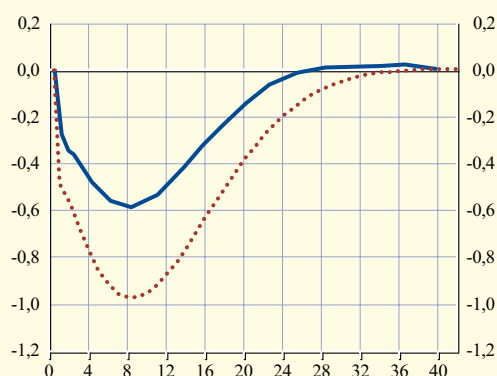
En una situación de incrementos externos de los costes, suele requerirse un aumento de los salarios nominales para compensar a los asalariados por la subida del coste de la vida y proteger a los hogares frente a las pérdidas de renta real. La medida en que los responsables de fijar los salarios traten de lograr —y sean capaces de conseguir— unos salarios nominales más elevados en un país, depende de las características estructurales e institucionales de la economía. Sin embargo, el impacto macroeconómico de una subida de los salarios nominales en respuesta a los incrementos externos de los costes depende de la interacción de los precios y los salarios con otras variables económicas. En estas circunstancias, se analizan a continuación, las repercusiones que tendría la exigencia de salarios nominales más altos en respuesta a una perturbación externa de los costes en el contexto de un modelo dinámico y estocástico de equilibrio general (DSGE). El modelo, que es una versión ampliada del nuevo AWM, se calibra para representar a cuatro países o regiones de forma estilizada, a saber, un país grande de la zona del euro a título individual, el resto de la zona del euro, Esta-

## Dinámica del ajuste en un país de la zona del euro en respuesta a una perturbación de costes externa

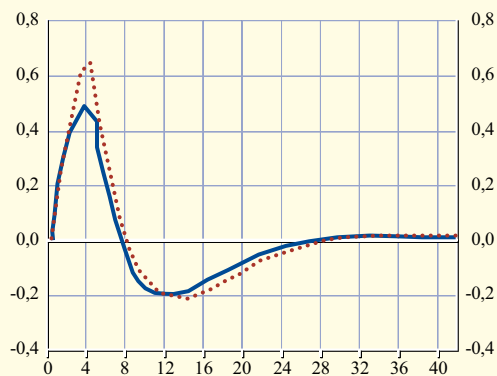
(en porcentajes; trimestres)

— Perturbación derivada de una reducción de los costes  
 ..... Perturbación derivada de una reducción de los costes más aumento salarial

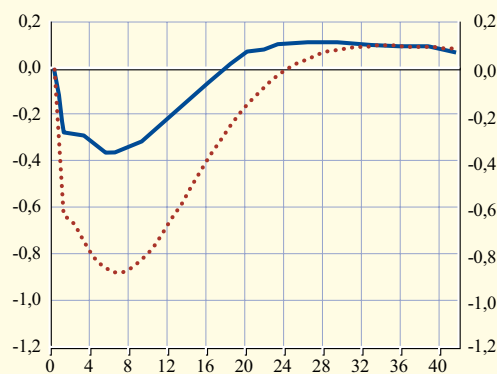
## PIB



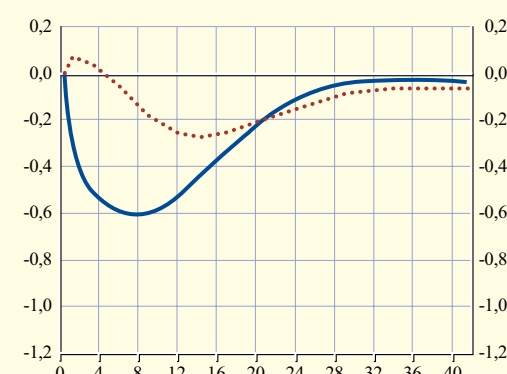
## Inflación medida por los precios de consumo



## Empleo



## Salarios reales



Notas: El gráfico describe la dinámica de ajuste trimestral de algunas variables económicas en un país de la zona del euro en respuesta a una perturbación externa derivada de una reducción de los costes como resultado de un aumento transitorio de los precios de exportación en el resto del mundo. Los efectos de una perturbación derivada de una reducción de los costes en sentido estricto (línea continua) se comparan con un escenario en que dicha perturbación vendría acompañada de incrementos salariales compensatorios (línea de puntos). La inflación medida por los precios de consumo se declara como desviaciones respecto a las tasas de variación interanual. Las otras variables se declaran como desviaciones porcentuales respecto a los niveles obtenidos en el escenario de referencia.

dos Unidos y el resto del mundo<sup>1</sup>. El modelo se basa en los avances recientes en la formulación de modelos DSGE microfundamentados apropiados para el análisis cuantitativo de las políticas económicas. Así pues, las decisiones económicas de los hogares y las empresas se modelizan rigurosamente como elecciones para maximizar la utilidad o el beneficio en un entorno de equilibrio general. Además, el modelo incorpora varias fricciones nominales y reales en un esfuerzo por mejorar su idoneidad empírica. Se supone que tanto los hogares como las empresas actúan en la fijación de los salarios y los precios con cierto grado de poder de mercado.

1 Véase G. Coenen, P. McAdam y R. Straub (2007), «Tax reform and labour market performance in the euro area: a simulation-based analysis using the New Area-Wide Model», documento de trabajo n.º 747 del BCE.

La perturbación externa derivada de una reducción de los costes se introduce en el modelo como un incremento transitorio de los precios de exportación en el resto del mundo. La perturbación se ha calibrado de forma que produzca un impacto transitorio en la inflación interanual medida por los precios de consumo en el país de la zona del euro elegido a título individual de alrededor de 0,5 puntos porcentuales, que se irá reduciendo gradualmente después. Por consiguiente, la inflación aumenta a corto plazo y se reduce después, reflejando la debilidad de la economía causada por la perturbación negativa. Luego, se comparan los efectos de esta perturbación externa en sentido estricto con un escenario en que ésta vendría acompañada de un incremento compensatorio de los salarios nominales del 0,5% en el país de la zona del euro en cuestión.

Como se indica en el gráfico, el incremento salarial intensifica notablemente los efectos negativos de la perturbación sobre el producto y el empleo en comparación con el caso de referencia en el que se considera solamente la perturbación. El impacto negativo sobre el producto tiene su origen, principalmente, en el efecto adverso de la subida de los salarios reales sobre el empleo. Así pues, si bien los asalariados logran incrementar de forma transitoria sus salarios reales, a la larga se producirán pérdidas significativas y más persistentes de empleo y producto. La magnitud de la pérdida de empleo que seguirá a la perturbación externa es de más del doble cuando, al mismo tiempo, se incrementan los salarios nominales. La inflación también es más alta a corto plazo. Por lo tanto, el análisis desarrollado en este recuadro subraya la necesidad de fijar los salarios en consonancia con la situación económica imperante en el país. Si los agentes sociales incrementan los salarios en respuesta a una perturbación externa inducida por los costes sin tener en cuenta las condiciones del mercado nacional, podrían empeorar la situación de competitividad del país y, en última instancia, agravar el impacto desfavorable de dicha perturbación sobre el empleo y el producto.

Además, en algunos casos, el sector público podría enviar una señal para la negociación salarial en otros sectores, independientemente de la evolución de la productividad del factor trabajo, las condiciones del mercado laboral o la rentabilidad de las empresas del país en cuestión. Por otra parte, cuando la negociación salarial tiene lugar en sectores que no están expuestos directamente a la competencia internacional, es posible que no se tenga en cuenta suficientemente la situación de competitividad del país, lo que podría crear también cierta inercia en los incrementos salariales y, por lo tanto, persistencia. En estos casos, el aumento de los salarios y los precios relativos puede tener relación con unas perspectivas de creación de empleo y crecimiento negativas.

Por último, una economía puede atravesar un período prolongado de fuertes presiones de demanda. Al principio, estas presiones pueden estar

relacionadas con perturbaciones de la demanda específicas del país o con una excesiva reacción ante perturbaciones comunes, e ir acompañadas de unas expectativas excesivamente optimistas por parte de los consumidores o las empresas con respecto a la futura evolución de los ingresos. Esta situación puede verse acompañada o intensificada por una política fiscal insuficientemente restrictiva. Normalmente, si las presiones de demanda son intensas, las autoridades pueden caer en el error de confundir una expansión cíclica con un desplazamiento al alza del producto potencial. Semejante situación dará lugar, probablemente, a un proceso inflacionista y a una acumulación de pérdidas de productividad. Además, puede traducirse no sólo en presiones sobre los precios de los bienes y servicios, sino también en una inflación de los precios de los activos, especialmente en los mercados de la vivienda.

Las consecuencias negativas que, a nivel interno, tendría una excesiva inflación de precios y costes laborales para el empleo y la producción pueden contrarrestarse temporalmente con una demanda interna persistentemente sólida o con un auge del mercado de la vivienda. En estos casos, los aumentos relativamente más pronunciados de los precios y de los costes laborales podrían ir acompañados inicialmente por un aumento de los niveles de vida. No obstante, en algún momento será necesario corregir la acumulación de pérdidas relativas de competencia y el aumento de los desequilibrios internos. Los costes, potencialmente elevados, que entraña una corrección de los desequilibrios —un impacto de gran magnitud sobre la producción y el empleo— quizá sólo se materialicen con cierto desfase, una vez que la economía entre en un proceso de desaceleración, posiblemente en paralelo con un ajuste en el sector de la vivienda. Si, además, la economía mostrase rigideces estructurales en los mercados de productos y trabajo, especialmente rigideces salariales a la baja, la situación podría desembocar, en última instancia, en un prolongado y doloroso proceso de ajuste de la producción y el empleo.

#### 4.2 PROCESOS DE AJUSTE EN DISTINTOS PAÍSES

En una unión monetaria como la zona del euro, con una moneda única y una política monetaria única, el principal mecanismo de ajuste —al no existir un alto grado de movilidad de la mano de obra entre unos países y otros, una suficiente «distribución de riesgos» que trascienda las fronteras ni un sistema transfronterizo de transferencias fiscales— es el canal que representa la competitividad. En general, se considera que este canal es el mecanismo equilibrador más importante. Si, un país que forma parte de una unión monetaria experimenta presiones inflacionistas internas insostenibles, por ejemplo, como consecuencia de aumentos de los salarios y de otros costes internos, esas presiones darán lugar a una gradual acumulación de pérdidas de competitividad exterior y, con el tiempo, a una reducción de la demanda externa de exportaciones del país en cuestión. El descenso resultante de la demanda de la producción de dicho país tenderá a restablecer el producto a su nivel potencial y a atenuar las presio-

nes inflacionistas registradas anteriormente. El funcionamiento de este mecanismo de ajuste a través del canal de la competitividad podría estimularse en un entorno de fuerte integración de los mercados de trabajo y productos como es la zona del euro. No obstante, la evidencia disponible sugiere que, en la zona del euro, como resultado de las rigideces estructurales y debido a que el Mercado Único no se ha implantado plenamente, se requiere un período relativamente largo para que un mecanismo equilibrador clave como éste pueda funcionar<sup>13</sup>.

Por lo tanto, para que el canal de la competitividad funcione, resulta especialmente importante que se dé un alto grado de flexibilidad a la baja en los precios y salarios, ya que ello podría ayudar a los mercados de trabajo nacionales a ajustarse a las perturbaciones económicas y facilitar la eficiente asignación del factor trabajo y otros recursos<sup>14</sup>. En el recuadro 2 se analiza con más detalle en qué medida los diferentes grados de rigidez salarial en un país pueden ser cruciales para explicar el proceso de ajuste de ese país en el seno de una unión monetaria y, en general, se hace hincapié en el papel clave que desempeña la estructura del mercado laboral para reducir la carga sobre el empleo y acelerar el ajuste en el caso de la economía se vea afectada por perturbaciones negativas.

### 5 CONSECUENCIAS PARA LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS Y CONCLUSIONES

Las diferencias en la evolución de los precios y los costes laborales entre los distintos países pueden ser,

13 Véase el artículo titulado «Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones» en el Boletín Mensual de abril del 2007 y también Comisión Europea (2006), «La economía de la UE: informe 2006 – Dinámica del ajuste en la zona del euro: experiencias y retos», Economía Europea 6.

14 La dinámica de los precios y los salarios se ha estudiado en profundidad en el contexto de la Red de Persistencia de la Inflación del Eurosistema y de la Red sobre la Dinámica de los Salarios del Eurosistema, dos redes de investigación integradas por los BCN de la zona del euro y el BCE. Véase, concretamente, el material disponible en la dirección del BCE en Internet, <http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/inflationpersistence.en.html> y [http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage\\_dynamics\\_network.en.html](http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage_dynamics_network.en.html).

## PROCESOS DE AJUSTE E INSTITUCIONES DEL MERCADO DE TRABAJO – UNA PERSPECTIVA TEÓRICA

La zona del euro se caracteriza por la existencia de grandes diferencias entre unos países y otros en materia de legislación sobre protección del empleo e instituciones para la fijación de los salarios, como el grado de descentralización y coordinación de la negociación salarial, la ampliación de los convenios a otros trabajadores, la duración de los contratos, etc. Estos rasgos distintivos pueden generar diferencias entre unos países y otros en la forma en que el empleo y los salarios se ajustan a la cambiante situación económica. En este recuadro, se analiza cómo afectan a los procesos de ajuste, dentro de una unión monetaria, los distintos grados de rigidez de los salarios, prestando especial atención a las rigideces a la baja de los salarios nominales y reales. En muchos países, los salarios presentan resistencia frente a las reducciones, ya sea en términos nominales y/o reales, mientras que los incrementos salariales son menos rígidos, como indica la evidencia empírica de la Red sobre la Dinámica de los Salarios del Eurosistema<sup>1</sup>. Esas rigideces estructurales, incluidas las asimetrías entre países y entre reducciones e incrementos salariales, crean distintas dinámicas de ajuste entre los países en otras variables económicas, especialmente, en el empleo y la inflación. El fenómeno de los diferenciales de inflación y su persistencia ha sido documentado por varios autores, por ejemplo, Angeloni y Ehrmann (2007), en cuyos estudios se señala que la heterogeneidad de los mercados de trabajo nacionales y/o las rigideces en el ajuste de los salarios son una de las principales causas de persistencia de la inflación. De hecho, como lo formalizaron Abbritti y Mueller (2007), las rigideces en la fijación de los salarios conllevan una mayor persistencia de los diferenciales de inflación entre los países tras una perturbación asimétrica de la productividad dentro de una unión monetaria. Además, generan mayor desempleo tras las perturbaciones que afectan a los sectores tecnológicos en toda la unión y hacen que a la política monetaria le resulte más difícil lograr la estabilización macroeconómica.

En una reciente contribución a la Red sobre la Dinámica de los Salarios del Eurosistema, Fahr y Smets (2008) analizaron la transmisión de las perturbaciones de la productividad dentro de una unión monetaria cuando, en los distintos países, existen diferentes grados de rigidez a la baja de los salarios nominales o de los salarios reales<sup>2</sup>. Si la unión monetaria se ve afectada por una perturbación negativa común de la productividad, los salarios reales deberían bajar para reducir los costes de producción. Sin embargo, si los salarios reales no pueden ajustarse a la baja tras una perturbación de esta naturaleza, se reduce la demanda de trabajo y se genera una caída del empleo en el país en el que las rigideces son mayores. Además, el país en el que los salarios están indiciados a los precios, es decir, que se caracteriza por la rigidez a la baja de los salarios reales, muestra tasas de inflación y salarios más elevados tras una perturbación agregada, sea ésta positiva o negativa. Así

- 1 En el contexto de la Red sobre la Dinámica de los Salarios del Eurosistema, Du Caju, Gautier, Momferatou y Ward-Warmedinger (2008) han compilado un resumen en el que se describen las instituciones del mercado de trabajo en la Unión Europea (véase la siguiente dirección en Internet: [http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage\\_dynamics\\_network.en.html](http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage_dynamics_network.en.html)).
- 2 Las rigideces a la baja de los salarios nominales pueden inducir un sesgo positivo para la inflación en el sentido de que ésta «engrasa las ruedas de la economía», lo que Tobin denominó originalmente «grease inflation» en su alocución presidencial ante la AEA en 1971.

Referencias: Abbritti, M. y A. I. Mueller (2007), «Asymmetric labour market institutions in the EMU: positive and normative implications», Economics Working Paper, Banco Central de Islandia, 37.

Angeloni, I. y M. Ehrmann (2007), «Euro Area Inflation Differentials», The Berkeley Electronic Journal of Macroeconomics, 7(1).

Du Caju, P., E. Gautier, D. Momferatou y M. Ward-Warmedinger (2008), «Institutional features of wage bargaining in 22 EU countries, the United States and Japan», Red sobre la Dinámica de los Salarios del Eurosistema.

Fahr, S. y F. Smets (2008), «Downward wage rigidities and optimal monetary policy in a monetary union», Red sobre la Dinámica de los Salarios del Eurosistema.

Tobin, J. (1972), «Inflation and unemployment», American Economic Review, 62(1), 1-18.



pues, el país con rigideces a la baja de los salarios reales se caracteriza por tener tasas de inflación más elevadas y menores niveles de empleo, lo que crea un efecto fuerte y persistente sobre los diferenciales de inflación. En todos estos casos, los diferenciales de inflación tienen su origen en rigideces estructurales de los mercados de trabajo.

Una perturbación asimétrica que sólo afecte a una región tiene también, inevitablemente, efectos nominales y reales sobre las otras regiones de la unión monetaria. Estos efectos se transmiten a través de los niveles de precios relativos de las dos regiones y del impacto sobre los tipos de interés del conjunto de la unión. En este caso, el grado de integración financiera y económica y de flexibilidad de los precios afectará notablemente al ajuste entre las dos regiones (o países).

Comparando las implicaciones de los diferentes modelos se puede extraer la conclusión de que cualquier medida de política que se traduzca en una reducción de las rigideces de los salarios reales (por ejemplo, un menor grado de indicación de los salarios) reduce significativamente el impacto de las perturbaciones económicas sobre el empleo. Al mismo tiempo, al disminuir las rigideces que afectan a los salarios, la carga del ajuste se desplaza de la economía real a las variables nominales y aumentan las posibilidades de que la política monetaria alcance el objetivo de la estabilización. Reduciendo el grado de rigidez a la baja de los salarios dentro de la zona del euro, especialmente la rigidez de los salarios reales, se reducen en mayor medida la persistencia de los diferenciales de inflación y salarios, y también los efectos nocivos de las perturbaciones negativas sobre el empleo.

hasta cierto punto, una característica normal e inevitable de las uniones monetarias. Sin embargo, en algunos casos, reflejan pérdidas insostenibles de competitividad que tienen consecuencias negativas para las perspectivas de empleo y producción. En una unión monetaria, el banco central no cuenta con los instrumentos necesarios para hacer frente a esas diferencias. Y lo que es más importante, cualquier intento por eliminarlas entraría en contradicción con los principios de cualquier área monetaria que funcione correctamente (véase recuadro 3). Para respaldar los ajustes necesarios tras las perturbaciones económicas y facilitar una reasignación fluida de las actividades a lo largo del tiempo, entre los distintos sectores y —algo importante— también dentro de cada país y entre unos países y otros, es vital que el BCE siga firmemente comprometido con el objetivo de mantener la estabilidad de precios a medio plazo en el conjunto de la zona del euro. Es necesario que las autoridades nacionales hagan frente a la dinámica de los precios y los costes laborales, específica de cada país, resultante de unos mecanismos institucionales

o de unas políticas internas relativamente ineficientes. Las medidas que se adopten ayudarían también a otros países de la zona del euro, ya que la moderación general de la evolución de los precios y los costes laborales es de crucial importancia para respaldar la política monetaria en su objetivo de alcanzar la estabilidad de precios para el conjunto de la zona.

A pesar de algunos progresos, en la mayoría de los países de la zona del euro todavía existen impedimentos estructurales que tienen su origen en un rígido entorno jurídico y regulatorio, la elevada tributación del trabajo y las rigideces asociadas a la reglamentación salarial. Por lo tanto, para potenciar el empleo, la productividad y la resistencia a las perturbaciones económicas resulta especialmente importante desarrollar aún más la política económica en los países de la zona del euro en las siguientes dimensiones<sup>15</sup>:

<sup>15</sup> Véase también el capítulo titulado «Retos de política económica y ampliación» en la edición especial del Boletín Mensual de junio de 2008, conmemorativa del décimo aniversario del BCE.

### Recuadro 3

#### LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE Y DIFERENCIALES ENTRE PAÍSES

La existencia de diferenciales entre países en la evolución de los precios y los costes laborales puede plantear varios interrogantes respecto a la apropiada ejecución de la política monetaria. A continuación, se exponen los principios estratégicos formulados en la literatura sobre las uniones monetarias.

En primer lugar, si bien la existencia de regiones heterogéneas dentro de una unión monetaria aumenta el número de precios relativos que podrían ser relevantes para la formulación de la política monetaria a escala nacional, a fin de facilitar una eficiente asignación de las actividades en la unión es esencial que la política monetaria se base en un compromiso inequívoco de estabilizar las tasas de inflación a nivel de la unión. El razonamiento se desprende, de forma natural, de la importante distinción entre los movimientos de los precios relativos y el nivel de precios promedio. La política monetaria no puede afectar a ningún comportamiento concreto de los precios relativos dentro de una economía. Por consiguiente, dado el gran número de precios que existen en una unión monetaria, es de capital importancia que la política monetaria se oriente, principalmente, a mantener la estabilidad de precios en el conjunto de la unión, proporcionando así un ancla nominal esencial para todas las decisiones económicas que se adopten en cada región y entre todas ellas. En la medida en que proporciona esta ancla, la política monetaria aporta el mecanismo de señalización más importante disponible en las economías de mercado.

En segundo lugar, las tasas de inflación de equilibrio pueden, en principio, variar de un país a otro durante ciertos períodos, como consecuencia de la diferente evolución de la productividad, sin poner en peligro la competitividad de las economías. No obstante, el alcance de esas divergencias en las tasas de inflación nacionales debería limitarse en las uniones monetarias que condicionan la adopción de la moneda común por parte de los nuevos miembros a un elevado grado de convergencia macroeconómica.

En tercer lugar, las diferencias en las características institucionales podrían significar que los países miembros presentan distintos grados de persistencia de la inflación en respuesta a ciertas perturbaciones. En este contexto, a veces se argumenta que los países que se caracterizan por una mayor persistencia de la inflación deberían ser objeto de una mayor atención por parte del banco central. Hasta cierto punto, este razonamiento puede vincularse a la opinión de que los movimientos de los componentes del índice de precios que presentan un alto grado de inercia de la inflación preocupan especialmente a los responsables de la política monetaria. Sin embargo, está claro también que dicho razonamiento conlleva —aparte de unos notables desafíos en materia de identificación y comunicación— un elemento de alternativa menos que óptima: en la medida en que la persistencia de la inflación refleja ineficiencias a nivel de país, el problema debe abordarse en el contexto de las políticas estructurales nacionales en lugar de adoptar una política monetaria acomodaticia. De la misma manera, desde una perspectiva de economía política, no se deben diluir los incentivos para que los países que padecen rigideces emprendan las reformas necesarias.

En cuarto lugar, a pesar del objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios a nivel de toda la unión, es útil que, en la política monetaria, se tenga en cuenta la información regional y específica de cada país, en lugar de considerar exclusivamente la información agregada. Este principio guarda relación con el argumento de que a diferentes perturbaciones pueden corresponder diferentes trayec-

torias de la inflación y requerir medidas de política también diferentes. De la misma manera, el uso exhaustivo de información desagregada ayuda naturalmente a comprender mejor las causas subyacentes de la evolución de la inflación.

La estrategia de política monetaria del BCE se ajusta a estas recomendaciones generales<sup>1</sup>, lo que se manifiesta más visiblemente en el objetivo principal de la institución, a saber, el mantenimiento de la estabilidad de precios en toda la zona del euro. Además, el BCE utiliza también información de alcance regional y específica de cada país en sus análisis internos, como puede observarse especialmente en la elaboración de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema.

<sup>1</sup> Para más detalle, véanse el artículo titulado «La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea» en el Boletín Mensual de mayo del 2005, «Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy», BCE (2003) y la edición especial del Boletín Mensual de junio del 2008, conmemorativa del décimo aniversario del BCE.

En primer lugar, con respecto a las políticas del mercado de trabajo, los gobiernos y los agentes sociales deben compartir la responsabilidad de garantizar que, en la determinación de los salarios, se preste suficiente atención a la situación del mercado laboral y de la productividad en los respectivos países sin poner en riesgo la competitividad ni el empleo. Para ello es necesario que los agentes sociales tengan en cuenta las diferentes situaciones a nivel de empresas y de sectores a la hora de fijar los salarios. A este respecto, es preciso tomar en consideración las grandes pérdidas de competitividad acumuladas y los niveles de desempleo y limitar el margen existente para agotar los aumentos de productividad del factor trabajo.

En esas circunstancias, las políticas o las instituciones del mercado laboral inadecuadas que puedan dar lugar a incrementos salariales como respuesta a una perturbación derivada de reducciones de los costes exacerbarían el impacto inflacionista de esas perturbaciones y, en última instancia, podrían generar incrementos de los precios más prolongados y fuertes de lo que cabría explicar en función del efecto de primera vuelta de la reducción inicial de costes (véase también el recuadro 1 en la sección anterior).

Por lo tanto, hay que evitar los efectos de segunda vuelta generalizados derivados del impacto de la subida de los precios de la energía y los alimentos sobre la fijación de precios y salarios. Concreta-

mente, se deben eliminar los mecanismos en los que los salarios nominales están indicados a los precios de consumo, ya que entrañan el riesgo de perturbaciones al alza en la inflación susceptibles de producir una espiral de salarios-precios, que incidiría negativamente en el empleo y la competitividad en los países afectados.

En segundo lugar, el adecuado funcionamiento de los ajustes a través de los mercados de productos y de trabajo en los distintos países de la zona del euro exige llevar a término el Mercado Único, especialmente en lo que respecta a los servicios y las industrias de red. Una mayor integración de los mercados es crucial para estimular la flexibilidad de los precios fomentando la competencia y abriendo los mercados de productos y trabajo. Una mayor competencia entre países y la integración de los mercados de todos los países de la zona del euro contribuirían notablemente a acelerar el ajuste en caso de producirse perturbaciones adversas.

En tercer lugar, las autoridades nacionales pueden contribuir de forma significativa a una moderación de los costes laborales. Concretamente, la fijación de los salarios en el sector público no debería contribuir a un elevado crecimiento de los costes laborales totales ni a las pérdidas de competitividad. Además, como el fuerte crecimiento de dichos costes podría reflejar, en parte, un recalentamiento de la economía, es especialmente im-

portante aplicar una política fiscal prudente<sup>16</sup>. En las estimaciones del equilibrio presupuestario estructural normalmente se tiende a exagerar la fortaleza de la situación presupuestaria subyacente en períodos de alto crecimiento y consiguientes incrementos de los precios de los activos. Es lo que sucede especialmente si los ingresos públicos se ven estimulados por un fuerte crecimiento de los componentes del PIB «que generan más ingresos impositivos» (por ejemplo, la demanda interna) y/o por el valor y el número de transacciones sobre la propiedad y las plusvalías. En esos casos, podría resultar acertado permitir que se acumule un superávit presupuestario suficientemente grande, no sólo porque podría ayudar a mitigar las presiones que favorecen el recalentamiento, sino también porque crearía un margen de seguridad adecuado en caso de que las tendencias de los ingresos sufrieran una reversión súbita. Debería pensarse que una política de esta naturaleza permite el funcionamiento de los estabilizadores automáticos más que una política fiscal discrecional que, en el pasado, ha demostrado ser un instrumento inadecuado para responder a las fluctuaciones cíclicas.

Y, cuarto, en el contexto de la Estrategia de Lisboa, es preciso poner en marcha las reformas necesarias para estimular la competencia y mejorar las perspectivas de crecimiento a largo plazo en la zona del euro. Además, la flexibilidad de precios y salarios, así como un eficiente funcionamiento del mercado interno, son un requisito previo para evitar una situación en la que, tras sufrir una perturbación concreta, un país o una región de la zona del euro entra en un período de bajo crecimiento y elevado desempleo prolongados, o en un largo período de recalentamiento. Ello mejoraría el mecanismo de ajuste en cada país y, por lo tanto, sería un factor importante para aumentar la capacidad de resistencia general de la zona del euro frente a las perturbaciones económicas. En conjunto, estas reformas tenderían a reducir las presiones inflacionistas y a mejorar las perspectivas de empleo a largo plazo.

En conclusión, la evolución de los indicadores de competitividad en términos de precios y costes laborales unitarios en los países de la zona del

euro debe someterse a un estrecho seguimiento. Las pérdidas persistentes de competitividad en términos de costes relativos pueden guardar relación con diferentes factores. Entre éstos, reviste particular importancia la combinación de unas fuertes presiones de demanda y de una serie de rigideces estructurales en los mercados de productos y trabajo, ya que pueden dar lugar a inercia en la formación de precios y salarios y traducirse en inflación persistente de precios y salarios en un país. Desde la perspectiva de la evolución de los costes a nivel de toda la zona del euro, es necesario que la evolución de los salarios nominales sea más disciplinada en los países que, dentro de la zona, necesitan aumentar su competitividad. Corresponde a las autoridades nacionales y a todos los interlocutores sociales garantizar sin fisuras un funcionamiento apropiado y fluido de la zona del euro.

El BCE ha señalado repetidamente la necesidad de realizar un estrecho seguimiento de la competitividad en los países de la zona del euro como parte de los procesos de política económica relacionados con la estructura de gobierno de la zona en materia económica. La Comisión Europea llegó recientemente a la misma conclusión al proponer una ampliación de la supervisión macroeconómica<sup>17</sup>. Ampliar el alcance de la supervisión para incluir el seguimiento de la evolución de la competitividad en cada uno de los países de la zona del euro debería ayudar a destacar la prominencia de esta cuestión en los debates sobre política económica, a nivel tanto europeo como nacional. Así pues, desde una perspectiva del BCE, un examen periódico de la competencia sería una medida muy positiva. Los resultados de dicho examen deberían comunicarse adecuadamente al gran público a fin de despertar la conciencia respecto a los problemas que plantea la competitividad.

16 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, en el que describe, desde un punto de vista básicamente conceptual, el diseño apropiado de las políticas monetarias y fiscales en las áreas monetarias.

17 Véase Comisión Europea (2008), «UEM@10 — Logros y retos tras diez años de Unión Económica y Monetaria», Economía Europea, febrero del 2008.

# VALORACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES Y PRIMA DE RIESGO DE LAS ACCIONES

## ARTÍCULOS

Valoración de los mercados de valores y prima de riesgo de las acciones

*El objetivo de este artículo es presentar un marco para valorar los mercados de valores. Dado que cualquier criterio que tenga por objeto valorar estos mercados está sujeto a un elevado grado de incertidumbre, es conveniente utilizar una amplia variedad de medidas. El artículo comienza analizando cómo se determina el precio de las acciones y por qué puede desviarse de una valoración racional. A continuación se calculan, se presentan y se examinan varias medidas de valoración convencionales a partir de datos de la zona del euro.*

## I INTRODUCCIÓN

El precio de las acciones puede contener información importante, original y actual para valorar las expectativas y el clima de los mercados, las condiciones de financiación y, en última instancia, las perspectivas de la actividad económica y la inflación. Más concretamente, el precio de las acciones desempeña un papel activo y pasivo en el proceso de transmisión monetaria. El papel activo es más evidente a través de los efectos sobre la renta y sobre el coste de capital. Por ejemplo, cuando el precio sube, los hogares que poseen este tipo de valores aumentan su riqueza y pueden optar por incrementar su consumo. Por otra parte, para las empresas, unos precios más elevados tienden a reducir el coste de obtener capital. Esto, a su vez, puede influir sobre las perspectivas de la actividad económica y de la inflación en la economía en su conjunto, por su posible impacto en la inversión agregada y el producto potencial.

El papel pasivo desempeñado por el precio de las acciones está relacionado con la información que proporciona acerca de la evolución económica futura, según los inversores en este tipo de valores. Este canal se caracteriza por el hecho de que el precio de las acciones, como el de otros activos financieros, incorpora, por naturaleza, expectativas. Para ello, debe reflejar el valor actual descontado de los dividendos futuros esperados, donde los dividendos que se distribuyen normalmente son una parte de los beneficios. A su vez, los beneficios de un grupo de empresas dependen fundamentalmente de la demanda agregada. También pueden obtenerse indicadores de la actividad económica futura a partir de otras fuentes, como las encuestas de opinión, pero la ventaja que tienen la mayor parte de los indicadores basados en el precio de las acciones es que están disponibles

con mayor rapidez. Además, determinar el valor de los mercados de valores y, por tanto, conocer la rentabilidad esperada de los recursos propios también es importante para el análisis monetario, dada la interacción entre la rentabilidad del dinero y la de otros activos financieros, incluidas las acciones.

Sin embargo, es probable que el contenido informativo del precio de las acciones en lo que respecta a la actividad económica futura varíe con el tiempo. Ocasionalmente, el precio de las acciones puede desplazarse hacia niveles que no se consideran acordes con lo que indicaría una valoración fundamental. Esto puede ocurrir, por ejemplo, en épocas de gran inquietud en los mercados financieros, en las que los participantes pueden reaccionar de manera exagerada ante malas noticias y, por tanto, ejercer presiones sobre los precios hasta situarlos en niveles inferiores a los que sugeriría una valoración fundamental. Además, existen indicios de que, en momentos determinados, los inversores se tornan excesivamente optimistas en lo que se refiere a las perspectivas de rentabilidad futura de las acciones, provocando lo que suele denominarse «burbuja del precio de los activos»<sup>1</sup>. En cualquier caso, estas situaciones tienden a reducir el contenido informativo de los precios y pueden dar lugar a una asignación ineficiente de los recursos. Por consiguiente, los desajustes en el precio de las acciones podrían convertirse en motivo de preocupación porque pueden distorsionar las decisiones económicas y financieras. Ciertamente, la historia ha demostrado que los ciclos alcistas y bajistas en los mercados de valores asociados a tales períodos pueden perjudicar a la economía en su conjunto.

<sup>1</sup> Para una descripción detallada de las burbujas del precio de los activos y la política monetaria, véase el artículo titulado «Burbujas del precio de los activos y política monetaria» publicado en el Boletín Mensual de abril del 2005.

Para realizar inferencias tan precisas como sea posible acerca del movimiento del precio de las acciones se pueden utilizar varios modelos de valoración. El objetivo de este artículo es presentar las medidas de valoración más convencionales utilizadas por los bancos centrales y por la comunidad financiera desde una perspectiva metodológica. Huelga decir que todos los modelos de valoración de los mercados de valores descritos están sujetos a un elevado grado de incertidumbre y que deben considerarse más como posibles instrumentos para efectuar análisis a medio plazo que como medidas para predecir la dirección a corto plazo del precio de las acciones.

El artículo está estructurado de la siguiente manera. En la sección 2 se analiza con más detalle la determinación teórica del precio de las acciones y se consideran los motivos por los que, en ocasiones, este precio puede desviarse de un enfoque de valoración racional. En la sección 3 se examina algunos indicadores convencionales de la valoración de los mercados de valores, basados en datos de la zona del euro, y en la sección 4 se presentan las conclusiones.

## 2 DETERMINACIÓN TEÓRICA DEL PRECIO DE LAS ACCIONES

### EL MÉTODO DE VALORACIÓN RACIONAL

En general, en un momento dado, el precio de un activo financiero consiste en el valor actual neto de los flujos de caja futuros que los inversores esperan recibir por mantener dicho activo. Las tasas de descuento aplicadas son los rendimientos esperados que los inversores exigen por mantener el activo en sus carteras. En el caso del precio de las acciones, el componente flujo de caja está formado por los dividendos actuales y por los esperados en el futuro, mientras que la tasa de descuento está constituida por el tipo de interés sin riesgo y una prima de riesgo. A partir de aquí se obtiene la relación del valor actual, que se conoce como modelo de descuento de dividendos<sup>2</sup>:

$$P_t = E_t \left[ \sum_{k=1}^{\infty} \frac{D_{t+k}}{(1+r)^k} \right] \quad (1)$$

donde  $D$  es el pago en forma de dividendos y  $r$  la tasa de descuento. De nuevo, el rendimiento esperado debe compensar tanto el paso del tiempo como la incertidumbre relacionada con los flujos de caja futuros que se obtendrán de la acción. Por tanto, el rendimiento esperado puede formularse como la suma de la rentabilidad real esperada de un activo sin riesgo ( $r_f$ ) y de una prima de riesgo de las acciones ( $erp$ ) relacionada con la incertidumbre sobre los flujos de caja. Por el momento se supone que los inversores esperan que ambas variables permanezcan constantes en el tiempo. Más adelante se analiza la forma de determinar la prima de riesgo de las acciones en condiciones más generales. Por consiguiente, el modelo del valor actual plantea que unos altos niveles de precios en la actualidad tienen que estar relacionados con unos dividendos esperados en el futuro elevados, con unos rendimientos futuros esperados reducidos, o con alguna combinación de los dos.

En esta simplificada representación teórica, el modelo se basa en muy pocos supuestos. Sin embargo, al tratar su aplicación práctica, es necesario incorporar otros supuestos. Como se desprende de la ecuación de valoración, existen dos componentes desconocidos: en primer lugar, el flujo de pagos futuros de dividendos y, en segundo lugar, los rendimientos futuros esperados. Para la aplicación práctica del modelo es necesario introducir algunos supuestos simples relativos al comportamiento esperado de estos dos componentes. Una manera de hacerlo es considerar que el rendimiento real esperado de la acción ( $r$ ) y la tasa de crecimiento real de los dividendos ( $g$ ) son constantes. En este caso, la ecuación del valor actual se reduce al «modelo de crecimiento de Gordon»:

$$P_t = \frac{D_t (1+g)}{r_f + erp - g} \quad (2)$$

De nuevo, el precio de las acciones es elevado cuando se espera que el crecimiento de los divi-

2 Para una descripción detallada del modelo, véase el artículo titulado «El mercado de valores y la política monetaria» publicado en el Boletín Mensual de febrero del 2002. Para facilitar la exposición, en este modelo se supone que el rendimiento esperado de las acciones es constante.

dendos sea pronunciado o si el rendimiento esperado de las acciones es bajo.

Para valorar los mercados de valores es habitual calcular el precio de las acciones a partir de algún componente relacionado con el flujo de caja. Los dos indicadores más comunes son la rentabilidad por dividendo y la ratio precio-beneficio. Si se introducen estos indicadores, la ecuación (2) puede reformularse para obtener una expresión sencilla de la rentabilidad por dividendos:

$$\frac{D_t}{P_t} = \frac{r_f + erp - g}{1 + g} \quad (3)$$

Según esta relación, la rentabilidad por dividendo será baja cuando los inversores esperen un crecimiento pronunciado de los dividendos futuros  $g$ , un rendimiento real bajo de un activo sin riesgo  $r_f$ , una prima reducida de riesgo de las acciones  $erp$ , o una combinación de estas posibilidades. En estos casos, el precio actual de la acción es elevado en relación con el nivel presente de pagos de dividendos.

La ecuación de valoración (2) también puede reformularse en términos de beneficios en lugar de dividendos. Dado el supuesto de que una fracción constante ( $\theta$ ) de los beneficios se distribuye como dividendo, se satisface lo siguiente:  $D_t = \theta E_t$ . Por consiguiente, la ecuación (2) puede utilizarse para obtener una expresión de la ratio precio-beneficio (PER):

$$\frac{P_t}{E_t} = \frac{\theta(1+g)}{r_f + erp - g} \quad (4)$$

De este modo, la ratio precio-beneficio será alta cuando se espere que los beneficios crezcan a una tasa elevada, cuando el rendimiento esperado de las acciones sea reducido o cuando se produzca una combinación de los dos.

Otro modelo de valoración popular es el denominado «modelo de la Fed». Este modelo, que parte

de un supuesto de una ratio de dividendos sobre beneficio del 100%, relaciona el rendimiento esperado de las acciones con el rendimiento de la deuda pública nominal  $r_f^N$ :

$$\frac{E_t}{P_t} = \frac{D_t}{P_t} = r_f + erp = r_f^N - E(\pi) + erp \quad (5)$$

donde  $E(\pi)$  es la tasa de inflación esperada. Esta expresión se obtiene a partir del hecho de que una ratio de dividendos sobre beneficio del 100% también implica un crecimiento nulo a largo plazo ( $g = 0$ ). Según el modelo de la Fed, la diferencia entre los beneficios o la rentabilidad por dividendo y el rendimiento de un bono nominal a largo plazo debe aproximarse por la prima de riesgo de las acciones menos la tasa de inflación esperada. En la sección 3 se presentan medidas empíricas de estos modelos de valoración.

Como se ha mencionado anteriormente, la prima de riesgo de las acciones es un importante determinante del precio de las acciones y de las ratios de valoración resultantes. La prima de riesgo es la compensación por el riesgo que exigen los inversores para mantener una acción determinada. Por tanto, la prima de riesgo de una acción debe incluir tanto una medida del riesgo como el precio de una unidad de riesgo. Con frecuencia, los modelos de valoración de acciones definen el componente de riesgo como la correlación entre el rendimiento de la acción y variables financieras o macroeconómicas específicas, mientras que el precio del riesgo está vinculado al grado de aversión al riesgo mostrado por los inversores. La prima de riesgo de las acciones ha sido objeto de numerosos trabajos de investigación teórica y empírica, y la realización de un análisis exhaustivo queda fuera del ámbito de este artículo. En el recuadro 1 se presenta una descripción general de algunos de los enfoques más comunes para determinar la prima de riesgo de las acciones.

### LA PRIMA DE RIESGO DE LAS ACCIONES

La prima de riesgo de las acciones puede definirse como la diferencia entre el rendimiento esperado de las acciones y el rendimiento de un activo sin riesgo. Por consiguiente, la prima de riesgo de las acciones es un concepto *ex ante* y no observable. Teniendo en cuenta estas dificultades, existen diversos enfoques para modelizar y estimar este componente. Entre los enfoques más importantes se encuentran el modelo de valoración de activos (CAPM), el modelo de valoración de activos basado en el consumo (C-CAPM) y el modelo intertemporal de valoración de activos (I-CAPM). El objetivo de este recuadro es proporcionar una breve introducción a estos enfoques convencionales. En la sección 3 se trata de estimar empíricamente la prima de riesgo de las acciones en la zona del euro aplicando un modelo I-CAPM. Para simplificar, se presentan versiones loglineales de los modelos.

Según el modelo CAPM, el exceso de rendimiento de los activos con riesgo (como las acciones) sobre el activo sin riesgo se determina por la covarianza entre el rendimiento esperado del activo ( $r_{t+1}$ ) y el rendimiento esperado de la cartera de mercado ( $r_{m,t+1}$ ), que se suele aproximar por un índice bursátil.

$$E_t[r_{t+1}] - r_f \approx \text{cov}_t(r_{t+1}, r_{m,t+1})$$

Tomando una acción como ejemplo, cuanto mayor sea la covarianza esperada entre sus rendimientos y los de la cartera de mercado, mayor será el riesgo que se considera que tiene. La intuición es que dicha acción proporciona una rentabilidad que no es muy deseable, ya que no proporciona cobertura en períodos en los que el rendimiento del mercado no es bueno. Habitualmente, el CAPM no incluye ninguna medida de aversión al riesgo, por lo que es el riesgo percibido de los activos el que determina las variaciones de las primas de riesgo en el tiempo.

De forma similar, el modelo C-CAPM considera que la prima de riesgo de las acciones está determinada por la covarianza entre la tasa de crecimiento del consumo agregado ( $c$ ) y el rendimiento de un activo con riesgo y por el coeficiente de aversión relativa al riesgo  $\gamma$ :

$$E_t[r_{t+1}] - r_f \approx \gamma_t \text{cov}_t(r_{t+1}, \Delta c_{t+1})$$

La covarianza determina el riesgo del activo, y el coeficiente de aversión al riesgo, el valor del riesgo. Cuanto mayor sea la covarianza entre el crecimiento del consumo agregado y el rendimiento del activo, mayor riesgo se considerará que tiene el activo y mayor será el rendimiento exigido por mantener ese activo. Al igual que el CAPM, una acción cuyo rendimiento se espera que se mueva aproximadamente en paralelo al crecimiento del consumo agregado tiende a generar riqueza en el momento menos adecuado, es decir, cuando el nivel de consumo ya es elevado. La rentabilidad que exigirán los inversores por mantener este tipo de activos será más alta que por poseer otros activos que ayudan a suavizar la senda del consumo. La determinación del rendimiento exigido dependerá del grado de aversión al riesgo de los inversores. Si el resto de las variables se mantienen constantes, un alto grado de aversión al riesgo conlleva la exigencia de un rendimiento elevado para un activo con riesgo. El nivel de aversión al riesgo puede variar con el estado de la economía, de forma que en épocas de



recesión o de gran incertidumbre acerca de la situación económica futura los inversores son más aversos al riesgo que en épocas de estabilidad y crecimiento elevados<sup>1</sup>. Esto se traduciría en una variación cíclica de las primas de riesgo y, por tanto, del rendimiento esperado de las acciones.

Por último, también puede obtenerse un modelo de duración discreta del I-CAPM de Merton (1973) como un caso especial del modelo basado en el consumo<sup>2</sup>:

$$E_t[r_{t+1}] - r_f \approx \lambda_t \text{cov}(r_{t+1}, r_{m,t+1}) + \lambda_{t,z} \text{cov}(r_{t+1}, \Delta z_{t+1})$$

Al igual que el modelo CAPM, el modelo I-CAPM incluye la covarianza entre el rendimiento del activo y la rentabilidad actual de mercado como componente de riesgo. Sin embargo, también se valoran factores adicionales de riesgo relacionados con la información sobre el rendimiento futuro de la inversión. Estos componentes relacionados con la información se modelizan mediante cambios en las «variables de estado» ( $z_{t+1}$ ). Estas pueden ser variables macroeconómicas o financieras que se supone que aproximan los distintos conjuntos de oportunidades de inversión que tendrá el inversor en el futuro. Las  $\lambda$  representan las sensibilidades de la prima de riesgo de las acciones a los factores de riesgo individuales. La intuición es que los inversores se preocupan por la evolución de las oportunidades de inversión en el largo plazo. A los inversores a largo plazo les preocupa toda información que indique que las expectativas de rendimiento futuro de la inversión son bajas, ya que ello incidiría negativamente en la evolución futura del consumo. Por consiguiente, los inversores prefieren los valores que muestran un comportamiento adecuado en este tipo de noticias, pues les permite protegerse de la incertidumbre asociada a oportunidades de inversión futuras. En la sección 3 se presenta un intento de estimar la prima de riesgo de las acciones en la zona del euro mediante un modelo I-CAPM.

- 1 Véase, por ejemplo, el gráfico 8 del artículo titulado «Obtención de información a partir del precio de los activos financieros», en el Boletín Mensual de noviembre del 2004.
- 2 Véase J. H. Cochrane (2001), «Asset Pricing», Princeton University Press, y J. Y. Campbell (1993), «Intertemporal Asset Pricing without Consumption Data», American Economic Review, 93, pp. 487-512.

### DESVIACIONES CON RESPECTO A LA VALORACIÓN FUNDAMENTAL EN EQUILIBRIO

La fórmula del valor actual presentada en la sección anterior es un concepto de equilibrio. En términos generales, si los inversores son racionales y capaces de prever el flujo de dividendos futuros con cierto grado de precisión (y también de adoptar un factor de descuento apropiado) debería haber escaso margen para que el precio de las acciones se vea sobrevalorado o infravalorado durante períodos prolongados. No obstante, tanto la literatura teórica como la empírica han mostrado que el precio de las acciones puede desplazarse hacia niveles difícilmente compatibles con el modelo de valoración racional descrito anteriormente. Este debate no es nuevo: ya a mediados de los años

treinta del siglo pasado, Keynes comparó los mercados de valores con un concurso de belleza en el que «(...) utilizamos nuestra inteligencia para anticipar lo que la opinión media espera que sea la opinión media»<sup>3</sup>.

No obstante, la opinión predominante durante la mayor parte de la segunda mitad del siglo XX era que los mercados financieros eran eficientes y que el precio de los activos tendía a reflejar sus determinantes fundamentales. En la década de los setenta, Kindleberger fue uno de los primeros investigadores del mundo académico que cuestionó este

- 3 Véase J. M. Keynes (1936), «The general theory of employment, interest and money», Macmillan, Londres.

supuesto al analizar episodios históricos de crisis financieras y sostener que los inversores tienden a reaccionar de manera exagerada ante las buenas noticias, lo que en ocasiones puede provocar desajustes en el precio de los activos<sup>4</sup>.

Posteriormente, algunos influyentes estudios empíricos realizados a principios de los años ochenta respaldaron indirectamente la tesis de la existencia de ineficiencias en los mercados de valores y, en particular, la conclusión de que había una «volatilidad excesiva». Esta lógica puede explicarse como sigue. Si la fórmula de la valoración racional se satisface, puede considerarse que el precio de las acciones de una única empresa es una predicción racional del flujo futuro de dividendos de la empresa (manteniendo constante el rendimiento esperado). Para que dicha predicción sea racional, debe ser menos volátil que el flujo de dividendos que pretende predecir. Sin embargo, la evidencia empírica para Estados Unidos mostró que el precio de las acciones tiende a ser mucho más volátil que los dividendos subyacentes<sup>5</sup>. En los gráficos 1 y 2 se ilustra esta idea, que se aplica a muestras largas de datos de Estados Unidos y Alemania. Los gráficos muestran que las fluctuaciones del precio de las acciones son mucho más pronunciadas que las fluctuaciones del valor actual de los dividendos futuros en las dos economías. La única manera de hacer compatible la existencia de una

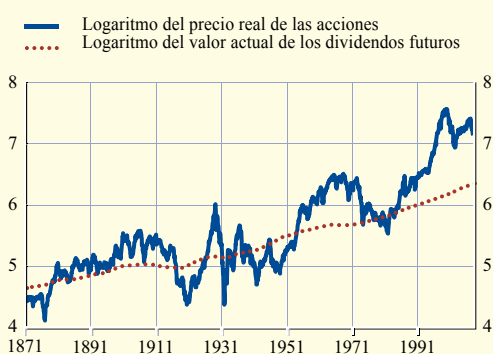
volatilidad excesiva con la fórmula de la valoración racional es suponer que el patrón de dividendos, históricamente muy suave, no es representativo de sus posibles fluctuaciones ex-ante.

La observación empírica de que el precio de las acciones realmente puede desviarse de los niveles implícitos en la fórmula de valoración racional suscitó un debate teórico sobre si existe algún factor que pueda ayudar a explicar esta supuesta anomalía. A tal fin, dos disciplinas han contribuido a que las fluctuaciones del precio de los activos se comprendan mejor, los modelos basados en burbujas del precio de los activos y las observaciones de las finanzas conductuales. Estos dos campos no son exhaustivos en modo alguno, pero los expertos y los responsables de la política económica han utilizado con frecuencia conocimientos procedentes de ambas disciplinas para entender mejor lo ocurrido en los últimos años de la década de los noventa, cuando los aumentos del precio de las acciones iban, básicamente, en contra de la hipótesis de los mercados eficientes.

4 Véase C. P. Kindleberger (1978), «Manias, panic and crashes», John Wiley & Sons, Inc.

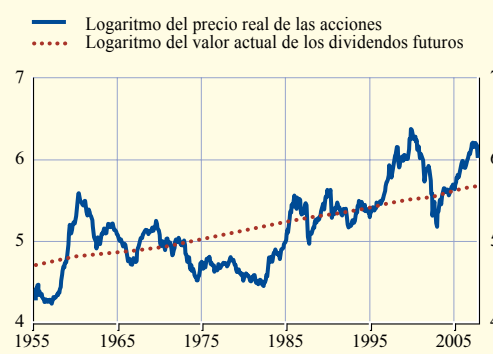
5 Véase R. J. Shiller (1981), «Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?», *American Economic Review*, 71, pp. 421-436, y S. F. LeRoy and R. D. Porter (1981), «The present-value relation tests based on implied variance bounds», *Econometrica*, 49, pp. 555-574.

**Gráfico 1 Precio real de las acciones de Estados Unidos y valor actual de los dividendos futuros**



Fuente: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>  
Nota: Corresponde al índice S&P 500 durante el período muestral 1871-2008.

**Gráfico 2 Precio real de las acciones de Alemania y valor actual de los dividendos futuros**



Fuente: Global Financial Data.  
Nota: Corresponde al índice CDAX durante el período muestral 1955-2008.

Una corriente importante de la literatura que ha formalizado las desviaciones de los fundamentos económicos es la que se ocupa de las burbujas del precio de los activos. Las burbujas se refieren a los precios de activos que superan el valor intrínseco de un activo porque los tenedores actuales creen que pueden revender el activo a un precio aún mayor en el futuro. Las burbujas del precio de los activos pueden descomponerse en las cuatro categorías generales siguientes: en primer lugar, modelos que suponen que la información asimétrica entre los inversores puede generar burbujas; en segundo lugar, modelos que se centran en la relación entre agentes racionales e irracionales; en tercer lugar, creencias heterogéneas por parte de los agentes que, en determinadas circunstancias, les llevan a coincidir en que no están de acuerdo en lo que respecta al valor fundamental del precio de las acciones, y, en cuarto lugar, burbujas que se forman a partir del supuesto de que los inversores son racionales y que comparten la misma información. En esta última categoría, las burbujas pueden crecer debido exclusivamente a los determinantes fundamentales de carácter exógeno del precio de los activos, concretamente los dividendos futuros esperados. Este tipo de burbujas se conocen como burbujas intrínsecas. En este contexto, las burbujas pueden hacer que el precio reaccione de manera exagerada ante cambios en los fundamentos económicos. Las subidas del precio de las acciones que se registraron a finales de los años noventa fueron especialmente acusadas en el sector tecnológico. En ese momento, muchos inversores creían que las nuevas empresas basadas en Internet, popularmente conocidas como «punto.com», generarían beneficios (y dividendos) que superarían con creces los beneficios que se estaban obteniendo en esos momentos. Es probable que esta percepción de cambio estructural en los fundamentos económicos explique gran parte del sustancial aumento del precio de las acciones de muchas empresas del sector tecnológico durante ese episodio concreto. Esta explicación también es acorde con la hipótesis de la burbuja intrínseca.

Las observaciones procedentes de la literatura de las finanzas conductuales también pueden ayudar a explicar por qué, en ocasiones, el precio de los

activos se desplaza hacia niveles que parecen apartarse de los fundamentos, por ejemplo, el elevado precio de las acciones en los años noventa. Esta disciplina utiliza la investigación sobre las tendencias cognitivas y emocionales humanas y sociales para entender mejor las decisiones económicas y cómo influyen en los precios de mercado<sup>6</sup>. Una de las observaciones más relevantes de esta corriente es que las personas no son capaces de filtrar y procesar toda la información que podría afectar al precio de los activos. Como no pueden hacer frente a la complejidad que supone procesar toda la información, algunos inversores utilizarán en su lugar normas de referencia sencillas para tomar decisiones. La referencia más probable es la historia más reciente del precio de los activos<sup>7</sup>. Por ejemplo, unos años de incrementos constantes del precio de las acciones pueden ser la referencia que utilizan los inversores como un componente importante a tener en cuenta en sus decisiones de inversión. En este contexto, es posible que los participantes en el mercado extrapolen la historia reciente del precio de las acciones al realizar proyecciones sobre la senda futura esperada de dicho precio. Esto puede convertirse en un bucle de retroalimentación, en el que una segunda ronda de subidas de precios hace que finalmente el precio de las acciones aumente aún más, y así sucesivamente.

Este bucle de retroalimentación puede verse ampliado por la tendencia de los inversores a tener un comportamiento gregario. Aunque las personas utilizan, de forma independiente, toda la información disponible públicamente antes de tomar una decisión importante, también están muy influenciados por las decisiones de los demás. Shiller proporciona un ejemplo revelador<sup>8</sup>. Si se abren dos restaurantes uno al lado del otro, el primer cliente debe juzgar la calidad de la comida en función de la opi-

6 El campo de las finanzas conductuales fue reconocido en el año 2002 con la concesión a Daniel Kahneman y a Vernon L. Smith del premio del Sveriges Riksbank en Ciencias Económicas en memoria de Alfred Nobel. Para más información, véase el sitio web: [http://nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/2002/](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2002/)

7 Véase D. Kahneman y A. Tversky (1974), «Judgement under uncertainty: heuristics and biases», *Science*, 185, pp. 1124-1131.

8 Véase R. J. Shiller (2000), «Irrational Exuberance», Princeton University Press.

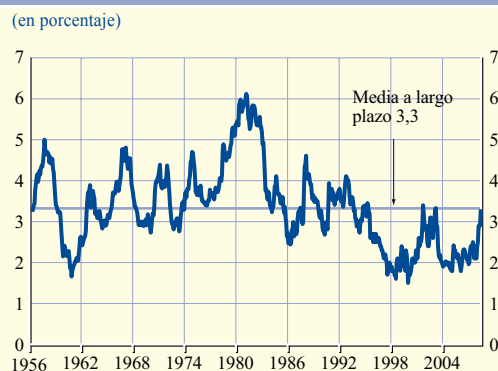
nión que se ha formado desde el exterior. Sin duda, esta información no es muy precisa y, por tanto, la elección de uno u otro restaurante es más o menos aleatoria. Después de ver al primer cliente comiendo en uno de los restaurantes, el segundo cliente dispone de más información en la que basar su decisión. Esto puede llevar a que todos los clientes acaben comiendo en el mismo restaurante. En ocasiones, los inversores pueden tener un comportamiento gregario al tomar sus decisiones de inversión. En lugar de evaluar detenidamente las probabilidades y posibilidades de que ocurran determinados acontecimientos, es posible que justifiquen sus propias decisiones de inversión basándose en las decisiones de otros inversores. Aparte de la reacción excesiva anteriormente mencionada a los fundamentos económicos de manera acorde con la hipótesis de la burbuja intrínseca, es probable que el comportamiento gregario y la creencia generalizada de que la economía mundial había iniciado una «nueva era» a finales de la década de los noventa puedan explicar parte de la fuerte subida de el precio de las acciones del sector tecnológico, en particular en esa época.

### 3 MÉTODOS DE VALORACIÓN EMPÍRICA DE LOS MERCADOS DE VALORES DE LA ZONA DEL EURO

#### ESTABLECIMIENTO DE UNA REFERENCIA PARA LOS INDICADORES DE VALORACIÓN

El principal objetivo de esta sección es presentar equivalentes empíricos de los indicadores de valoración obtenidos en la sección anterior para la zona del euro. A tal fin, es importante comprender cómo deben interpretarse estos indicadores. En particular, es necesario disponer de algún tipo de referencia para evaluar las valoraciones del precio de las acciones. De la siguiente regularidad empírica puede obtenerse una referencia sencilla. A lo largo de períodos de tiempo suficientemente prolongados, la mayor parte de los indicadores de valoración tienden a volver a cierto nivel medio (reversión a la media) después de haber alcanzado máximos y mínimos cíclicos. Por tanto, las medias históricas parecen medidas sencillas, pero razonables, para determinar los niveles de equilibrio fundamental a largo plazo de los distintos indicadores de valoración

Gráfico 3 Rentabilidad por dividendo en Alemania



Fuente: Global Financial Data.  
Nota: Corresponde al índice CDAX durante el período muestral 1956-2008.

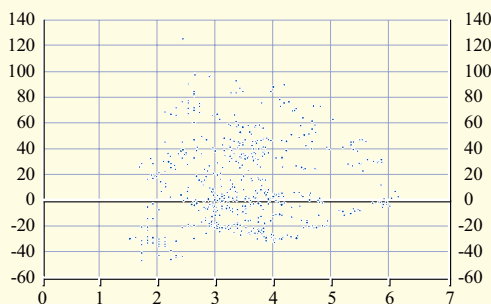
ción y, por consiguiente, son ampliamente utilizadas por los expertos y los responsables de la política económica. No obstante, se ha de tener presente que, en este enfoque, unas valoraciones especialmente altas o bajas no pueden, por sí mismas, considerarse equivalentes a una incorrección en la valoración, ya que, en principio, son también acordes con la valoración en equilibrio cuando se tienen en cuenta las fluctuaciones cíclicas de los fundamentos de los mercados de valores. Además, las desviaciones persistentes de las medias históricas en períodos anteriores pueden ser observacionalmente equivalentes a la hipótesis de que se han producido cambios estructurales en el proceso por el que se generan dichos fundamentos.

El gráfico 3 es un ejemplo del uso de la reversión a la media como medida convencional y presenta la rentabilidad por dividendo de un índice bursátil alemán que se remonta hasta mediados de la década de los cincuenta, mostrando que los períodos en los que la citada rentabilidad se desplazó hasta situarse en niveles considerablemente por debajo o por encima de la media a largo plazo fueron seguidos de una reversión brusca o gradual a una media determinada a largo plazo.

Esta reversión a la media podría producirse a causa de variaciones en la senda de crecimiento de los dividendos y/o de una corrección del precio de las

**Gráfico 4 Rentabilidad por dividendo (eje de abscisas) y crecimiento de los dividendos durante cinco años (eje de ordenadas) en Alemania**

(en porcentaje; datos mensuales)

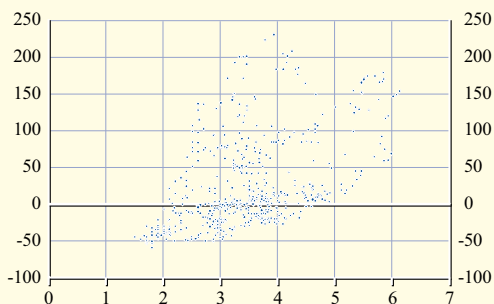


Fuente: Global Financial Data.

Nota: Los dividendos corresponden al índice CDAX durante el período muestral 1956-2008. El crecimiento de los dividendos durante cinco años se mide en términos reales y en tasas de variación total durante los cinco años siguientes.

**Gráfico 5 Rentabilidad por dividendo (eje de abscisas) y variación de los precios de las acciones durante cinco años (eje de ordenadas) en Alemania**

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuente: Global Financial Data.

Nota: Los dividendos y precios de las acciones corresponden al índice CDAX durante el período muestral 1956-2008. El crecimiento del precio de las acciones durante cinco años se mide en términos reales y en tasas de variación total durante los cinco años siguientes.

acciones. En los gráficos 4 y 5 se descomponen las series de rentabilidad por dividendo para evaluar si el crecimiento futuro de los dividendos y la evolución futura del precio de las acciones son responsables de la reversión a la media observada. Los ejes horizontales de los gráficos 4 y 5 muestran la rentabilidad por dividendo anual actual. La dispersión del gráfico 4 representa la rentabilidad por dividendo actual frente a la evolución real del crecimiento de los dividendos para los cinco años siguientes. El gráfico muestra una escasa correlación entre el crecimiento actual y futuro de los dividendos. La imagen cambia cuando se representan en el eje vertical las variaciones reales del precio de las acciones durante cinco años, como sucede en el gráfico 5, que muestra una relación ligeramente positiva entre las dos variables. Así pues, en promedio, los períodos en los que la rentabilidad por dividendo es superior a la media tienden a ir seguidos de una evolución favorable del precio de las acciones, mientras que una rentabilidad por dividendo baja es, con frecuencia, indicativa de caídas de los citados precios en los cinco años siguientes. En consecuencia, la reversión a la media observada en la rentabilidad por dividendo tiende a tener su origen, principalmente, en ajustes del precio de las acciones<sup>9</sup>. La evidencia acerca del escaso contenido predictivo al largo plazo en las rentabilidades por dividendo para los dividendos futuros también se satisface

para otros indicadores de valoración, como las ratios precio-beneficio, y se encuentra en diversos mercados importantes<sup>10</sup>.

#### INDICADORES DE VALORACIÓN EMPÍRICOS

Como se ha explicado con detalle en la sección teórica, el «modelo de crecimiento de Gordon» puede utilizarse para obtener algunos indicadores de valoración que luego se agrupan en dos categorías. La primera categoría hace uso de los beneficios para calcular el precio de las acciones, mientras que la segunda emplea la prima de riesgo de las acciones como medida para valorar el precio de las acciones.

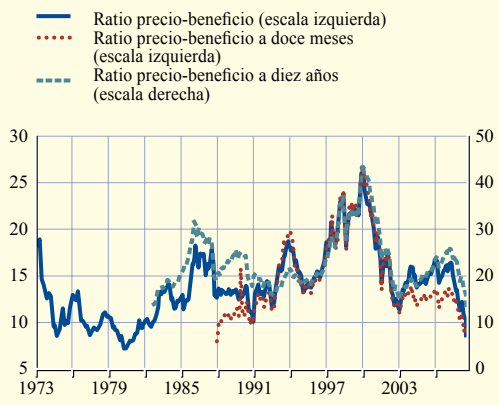
#### INDICADORES DE BENEFICIOS

Los beneficios de las empresas son una fuente de flujos de caja para las acciones (dado que una parte de los beneficios se distribuyen como dividendos). Por consiguiente, un punto de partida natural para

9 No obstante, es importante señalar que existen períodos en los que esta relación no se satisface. Por ejemplo, existe una correlación escasa entre la rentabilidad por dividendo en Alemania y el rendimiento futuro real de las acciones a principios de los años noventa.

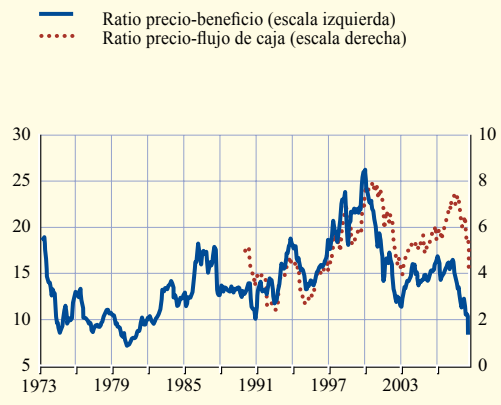
10 Véase J. Y. Campbell y R. J. Shiller (1998), «Valuation ratios and the long-run stock market outlook», *Journal of Portfolio Management*, pp. 11-26, y D. E. Rapach y M. E. Wohar (2005), «Valuation ratios and long-horizon stock price predictability», *Journal of Applied Econometrics*, 20(3), pp. 327-344. Véase también el artículo titulado «Equity valuation measures: what can they tell us?», A. V. Wetherilt y O. Weeken, publicado en el Boletín Trimestral del Banco de Inglaterra del invierno del 2002.

**Gráfico 6 Ratio precio-beneficio de la zona del euro con los beneficios calculados en diferentes horizontes temporales**



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.  
Nota: Los precios se refieren al índice general de los mercados bursátiles de la UEM, excepto para los beneficios a plazo, donde los precios se refieren al índice MSCI EMU.

**Gráfico 7 Ratio precio-beneficio y precio-flujo de caja de la zona del euro**



Fuente: Thomson Financial Datastream.  
Nota: Los precios se refieren al índice general de los mercados bursátiles de la UEM.

calibrar el nivel «correcto» del precio de las acciones de las empresas sería analizar la forma en que dicho precio está relacionado con su rentabilidad real y esperada. En el gráfico 6 se presentan tres ratios precio-beneficio para la zona del euro basadas en beneficios a horizontes temporales diferentes. La primera es una ratio precio-beneficio «clásica», que utiliza como denominador los últimos beneficios declarados. La segunda es una ratio que incorpora información futura, en la que el componente beneficios se refiere a las previsiones de los analistas de los beneficios esperados en los doce meses siguientes. La tercera medida utiliza una media de diez años de los beneficios pasados, que suaviza la acusada ciclicidad observada en los beneficios<sup>11</sup>. Los movimientos en el tiempo de las tres ratios son prácticamente similares. Además, en el pasado, todas las medidas han tendido a fluctuar dentro de una banda relativamente estable, lo que proporciona evidencia de una reversión a la media. En torno al año 2000 se produjo una excepción reseñable, cuando todas las ratios precio-beneficio aumentaron hasta alcanzar niveles elevados, confirmando la opinión general de que en ese periodo existía una burbuja tecnológica. Las distintas ratios indican que desde que comenzaron las turbulencias en los mercados financieros en el verano del 2007, los mercados de valores de la zona del euro han pasado de estar ligeramente sobrevalorados a estar

infravalorados, al menos cuando se aplican medias históricas como referencia.

Las medidas de valoración de los beneficios anteriormente descritas reflejan los beneficios declarados, que se refieren a los recursos obtenidos y a los recursos utilizados durante un ejercicio contable. Sin embargo, esta definición (contable) no tiene en cuenta el momento en que efectivamente se producen las entradas y salidas de tesorería a la hora de reconocer los ingresos y las pérdidas, respectivamente. Para ofrecer una visión más amplia, las empresas suelen presentar un estado de flujos de caja además de la cuenta de resultados. De este modo, en un momento dado, una empresa puede mostrar un crecimiento acusado de los beneficios, pero disponer de poco efectivo. En consecuencia, en ocasiones, un análisis de la valoración que se base únicamente en los beneficios declarados puede ser engañoso.

En el gráfico 7 se presenta una ratio basada en los flujos de caja, así como la ratio precio-beneficio basada en los beneficios corrientes declarados. Aunque ambas medidas tienden a moverse de forma sincronizada, ciertamente hay periodos en que

11 Como sugiere R. J. Shiller (2000), «Irrational Exuberance», Princeton University Press.

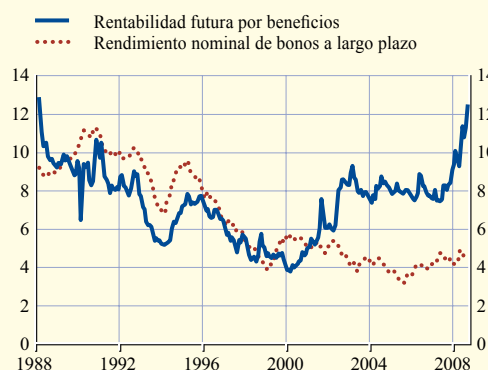
las señales son contradictorias. En torno al año 2000, ambas ratios alcanzaron máximos históricos, confirmando la opinión de que existía una burbuja tecnológica. En cambio, la ratio precio-flujo de caja indica que antes de que comenzaran las turbulencias en los mercados financieros en el verano del 2007, el precio de las acciones de la zona del euro se situaba en niveles elevados en comparación con los flujos de caja, pero esto no se ve corroborado por los beneficios declarados. Este comportamiento diferente refleja no sólo la evolución de determinados gastos distintos del efectivo, sino también la introducción, en el año 2005, de nuevas normas de contabilidad en la zona del euro, concretamente las Normas Internacionales de Información Financiera. Estos cambios en las normas contables tienden a hacer que los beneficios declarados sean de naturaleza procíclica, es decir, que los beneficios declarados sean más elevados en las épocas de «bonanza» económica y más bajos en los «malos tiempos».

Es posible realizar otros ajustes de los beneficios, como ajustes contables y por deuda<sup>12</sup>. Un ajuste popular entre los expertos consiste en ajustar la ratio precio-beneficio por el crecimiento, lo que se conoce como la ratio de crecimiento precio-beneficio. Esta última, a su vez, puede ajustarse por el riesgo<sup>13</sup>. Otro ajuste posible de esta ratio es corregirla por el nivel del tipo de interés a largo plazo y aproximarla al nivel estructural de la prima de riesgo de las acciones, dado que el modelo de descuento de dividendos sugiere que no sólo los beneficios determinan el precio de las acciones, sino también el rendimiento de un activo sin riesgo y la prima de riesgo de las acciones<sup>14</sup>.

Como se muestra en la sección 2, el «modelo de crecimiento de Gordon» puede utilizarse para obtener una herramienta de valoración relativa entre los mercados de valores (en forma de rentabilidad futura por beneficios) y los mercados de deuda pública (utilizando el rendimiento de la deuda pública a largo plazo). Esta relación fue analizada por primera vez a mediados de la década de los noventa por algunos economistas de la Reserva Federal. Dado que trabajaban para esta institución, el modelo pasó a conocerse como el «modelo de la Fed»<sup>15</sup>. Este modelo esta-

**Gráfico 8 Rentabilidad por beneficios y rendimiento de los bonos en la zona del euro**

(en porcentaje; anualizados)



Fuentes: Reuters, Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.  
Nota: La rentabilidad futura por beneficios es la ratio entre los beneficios esperados en los próximos doce meses y el índice MSCI EMU.

blece que existe una supuesta relación a largo plazo entre los dos activos al adoptar la perspectiva de que, para los inversores, los valores de renta variable y los valores de renta fija son dos clases de activos que compiten entre sí. Si el rendimiento esperado de uno de ellos es considerablemente superior al del otro, los inversores reorientarán sus inversiones hacia esa clase de activos. Estos desplazamientos de cartera reducirán cualquier diferencia que pueda haber en los rendimientos esperados. Del mismo modo, el modelo de la Fed puede aplicarse a la demanda de efectivo en la zona del euro<sup>16</sup>.

12 Véase S. E. Wilcox (2007), «The adjusted earnings yield», *Financial Analysts Journal*, 63(5), pp. 54-68.

13 Véase J. Estrada (2005), «Adjusting P/E ratios by growth and risk: the PERG ratio», *International Journal of Managerial Finance*, 1(3), pp.187-203, y M. A. Trombley (2008), «Understanding the PEG ratio», *Journal of Investing*, 17(1), pp. 22-25.

14 Véase G. J. de Bondt (2008), «Determinants of stock prices: new international evidence», *Journal of Portfolio Management*, 34(3), pp. 81-92, y G. J. de Bondt (2008), «Determinants and future returns of sector stock prices», *Colloquium Paper*, 27th SUERF Colloquium on «New Trends in Asset Management: Exploring the Implications», Munich 12-14 de junio.

15 Véase J. Lander, A. Orphanides y M. Douvogiannis (1997), «Earnings forecasts and the predictability of stock returns: Evidence from trading the S&P», *Journal of Portfolio Management*, 23(4), pp. 24-35.

16 Véase R. A. De Santis, C. A. Favero y B. Roffia (2008), «Euro area money demand and international portfolio allocation: A contribution to assessing risks to price stability», Documento de Trabajo n.º 926 del BCE. Este trabajo también se presentó en el seminario del BCE titulado «The external dimension of monetary analysis», Frankfurt am Main, 12-13 de diciembre de 2007.

El gráfico 8 presenta la rentabilidad futura por beneficios y el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro desde finales de los años ochenta. En el gráfico se observa que los dos indicadores mostraron una tendencia a la baja durante la década de los noventa, lo que indicaba una «valoración relativamente razonable» entre ambas clases de activos. Desde el 2002, la rentabilidad por beneficios ha aumentado, mientras que el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro ha permanecido en niveles bastante bajos. El reducido rendimiento de la deuda pública a largo plazo en los últimos años puede estar relacionado con diversos factores, como una orientación acomodaticia de la política monetaria en lo que respecta a los tipos de interés, unas bajas primas por plazo en el mercado de deuda pública y una intensa demanda de los mercados emergentes. Al mismo tiempo, las empresas de la zona del euro han registrado un acusado crecimiento de los beneficios en ese mismo período, lo que probablemente haya respaldado la medida de la rentabilidad futura por beneficios.

La principal crítica que se hace del modelo de la Fed es que examina la relación entre una variable nominal, esto es, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo, y una variable que teóricamente es una cantidad real. En consecuencia, los períodos de aumento de las expectativas de inflación deberían inducir a los inversores a exigir mayores rendimientos de los bonos nominales a largo plazo. Al mismo tiempo, el precio de las acciones no debería verse afectado por las mayores expectativas de inflación si el componente flujo de caja se revisa al alza en la misma medida que el factor de descuento. Por lo tanto, el contenido informativo del modelo de la Fed puede quedar algo diluido. Por otra parte se ha de observar que este modelo utiliza las previsiones de beneficios facilitadas por analistas del mercado para determinar la rentabilidad futura por beneficios. No obstante, estas previsiones pueden estar sesgadas<sup>17</sup>.

#### INDICADORES DE LA PRIMA DE RIESGO DE LAS ACCIONES

Como se ha expuesto en la sección teórica, la prima de riesgo de las acciones es el exceso de rendi-

miento de las acciones con riesgo sobre los activos sin riesgo. Existe una amplia variedad de técnicas para estimar la prima de riesgo de las acciones, pero todas las estimaciones están sujetas a un elevado grado de incertidumbre, ya que dicha prima es un componente no observable.

El gráfico 9 muestra tres medidas de la prima de riesgo de las acciones para la zona del euro. Dos de estas medidas están basadas en modelos y la otra es una medida ex-post. La primera medida utiliza un modelo I-CAPM condicional, según el cual la rentabilidad de la cartera de la zona del euro depende del riesgo de mercado, así como del riesgo de que el conjunto de oportunidades de inversión cambie con el tiempo, aproximada por la pendiente de la curva de tipos como factor intertemporal<sup>18</sup>. La segunda utiliza el modelo de descuento de dividendos para inferir la prima implícita de riesgo de las acciones para la zona del euro<sup>19</sup>. La tercera medida es una media móvil simple de diez años de la prima de riesgo ex-post.

Del gráfico se desprenden tres características. En primer lugar, las tres medidas proporcionan un nivel relativamente similar de la prima media de riesgo durante largos períodos de tiempo. A lo largo del período muestral, que abarca de enero de 1990 a octubre del 2008, la media marginal del I-CAPM,

17 Para conocer evidencia relativa a la zona del euro, véase el recuadro titulado «¿Cuál es el contenido informativo de las expectativas que mantienen los analistas sobre los beneficios de las empresas cotizadas en los mercados bursátiles?», publicado en el Boletín Mensual de marzo del 2004.

18 Para más detalles, véase L. Capiello, M. Lo Duca y A. Maddaloni, «Country and industry equity risk premia in the euro area: an intertemporal approach», Documento de Trabajo n.º 913 del BCE, 2008.

19 Esta estimación se basa en un «modelo de descuento de dividendos en tres etapas». El modelo parte del supuesto de que el crecimiento de los beneficios empresariales se desarrolla en tres etapas. En la primera, que se supone que dura cuatro años, se espera que los beneficios aumenten a una tasa real igual a las previsiones de crecimiento de los beneficios por acción de tres a cinco años vista de los analistas del mercado de valores menos las previsiones de inflación a cinco años vista de Consensus Economics. La segunda fase es un período intermedio (que se supone que dura ocho años) en el que se espera que el crecimiento de los beneficios se ajuste de manera lineal a una tasa de crecimiento constante a largo plazo de los beneficios empresariales, que se supone que predominará durante la tercera fase, de duración infinita. Se supone que la tasa de crecimiento real a largo plazo de los beneficios se sitúa en un nivel constante del 2,25%, que es el rango de las estimaciones de crecimiento potencial a más largo plazo de la economía de la zona del euro.

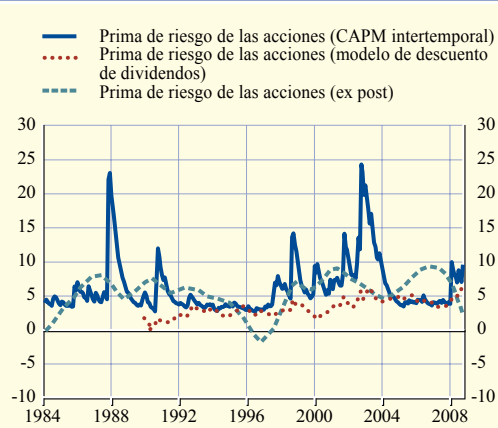


la media de la prima del modelo de descuento de dividendos en tres etapas, y la media móvil simple de los rendimientos realizados se situaban en el 6%, el 3% y el 5%, respectivamente. En segundo lugar, en determinados períodos, las estimaciones de las primas de riesgo de las acciones pueden desvincularse entre sí. Es razonable suponer que la simplificación de los supuestos efectuada para hacer más manejables los modelos puede dar lugar a estimaciones temporalmente ruidosas. Por tanto, es importante contrastar la evolución de la prima de riesgo de las acciones mediante el uso de un amplio conjunto de modelos. En tercer lugar, durante la fase de corrección que se observó en los mercados de valores entre los años 2000 y 2002, las medidas basadas en modelos indicaban que los inversores exigían una prima más elevada por invertir en los mercados de valores. Un cambio tan repentino en la prima de riesgo de las acciones puede haber ampliado la corrección que se produjo en los citados mercados en esa época. Además, mientras que el modelo de descuento de dividendos sugiere claramente que el descenso gradual de la prima de riesgo de las acciones contribuyó a que la valoración de las acciones aumentara cada vez más durante el boom del sector tecnológico en torno al año 2000, la evidencia del I-CAPM es menos concluyente a este respecto.

#### 4 CONCLUSIONES

Un modelo sencillo de valoración fundamental del precio de las acciones sugiere que este precio debería reflejar los dividendos actuales y los esperados en el futuro, descontados por un factor de descuento apropiado. Sin embargo, los trabajos teóricos de investigación sobre las burbujas del precio de las acciones y las observaciones procedentes de las finanzas conductuales han demostrado que, en determinadas ocasiones, el precio de las acciones puede desplazarse hasta situarse en niveles que sobrepasan los que se consideran acordes con una va-

Gráfico 9 Medidas de la prima de riesgo de las acciones para la zona del euro



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

loración adecuada. Las importantes correcciones del precio de las acciones que tienden a producirse después de episodios de sobrevaloración de las acciones pueden perjudicar a toda la economía.

Sin perjuicio de las dificultades que supone identificar en tiempo real las desviaciones que se han producido en el precio de las acciones con respecto a los fundamentos económicos, este artículo ha mostrado que, en este contexto, hay varias medidas que pueden ser de utilidad. En particular, las medidas de valoración que calculan el precio de las acciones por el componente beneficios pueden indicar importantes infravaloraciones con cierto grado de precisión. Este artículo también argumenta en favor de que se utilice un enfoque basado en distintos modelos al valorar las acciones. En torno al año 2000, gran parte de los indicadores de valoración confirmaban claramente la opinión de que existía una burbuja tecnológica. Recientemente, al desencadenarse las turbulencias financieras en el verano del 2007, todas las medidas de valoración de los mercados de valores indicaban una valoración inferior.

# DIEZ AÑOS DE TARGET Y PUESTA EN MARCHA DE TARGET2

## ARTÍCULOS

Diez años de TARGET y puesta en marcha de TARGET2

*TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system), el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real, es un sistema de pagos interbancarios transfronterizos en euros que se procesan en tiempo real en toda la Unión Europea. Inicialmente, TARGET estuvo integrado por diecisiete sistemas nacionales de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR)<sup>1</sup> y el mecanismo de pagos del BCE (EPM). Posteriormente, entre noviembre del 2007 y mayo del 2008, TARGET fue sustituido por una versión mejorada y más eficiente del sistema, denominada TARGET2. TARGET estuvo gestionado por el Eurosistema, el sistema de bancos centrales de la zona del euro, que gestiona ahora TARGET2. En este artículo se recuerdan los acontecimientos más importantes que marcaron los diez años de TARGET, se describe el proyecto TARGET2, y se ofrecen los datos estadísticos recogidos después de las primeras semanas de funcionamiento de TARGET2.*

## I DIEZ AÑOS DE TARGET

A mediados de los años noventa, Europa tenía como objetivo la implantación de una moneda única, y los países de la UE se estaban preparando para pasar de sus monedas nacionales al euro. La comunidad de bancos centrales de la UE se planteó la cuestión de cómo se podía garantizar una circulación rápida y segura de la nueva moneda entre los Estados miembros. En efecto, era necesario desarrollar urgentemente un sistema de pago que respondiese a las exigencias de la futura política monetaria única, al tiempo que facilitase la liquidación de los pagos en euros entre los distintos países de la UE. En aquella época, la mayoría de Estados miembros tenían su propio SLBTR, aunque sólo para la liquidación de operaciones en su moneda nacional.

La necesidad de estar preparados a tiempo para la introducción del euro no dejaba un margen suficiente para constituir un verdadero SLBTR único. La solución más práctica e inmediata era conectar entre sí los SLBTR existentes y definir un conjunto mínimo de características armonizadas, básicamente para enviar y recibir pagos de forma transfronteriza (es decir, pagos entre Estados miembros). A nivel nacional, los bancos centrales siguieron operando de la misma manera que para la liquidación de los pagos realizados dentro de su comunidad bancaria (es decir, pagos intra-Estado miembro). Este enfoque redujo al mínimo los cambios que habían de sufrir las entidades de crédito y los bancos centrales, factor importante en un momento en que debían dedicar tantos esfuerzos a la im-

plantación del euro y de la política monetaria única. En consecuencia, se constituyó el sistema TARGET, conectando los distintos SLBTR nacionales entre sí. TARGET (denominado en lo sucesivo «TARGET1», en aras de la claridad), el SLBTR del euro, empezó a funcionar el 4 de enero de 1999, tras la introducción del euro.

## CARACTERÍSTICAS Y BENEFICIOS DE TARGET1

TARGET1 tenía una estructura técnica descentralizada, integrada por diecisiete SLBTR nacionales y el mecanismo de pagos del BCE (EPM). Todos estos componentes estaban interconectados, con el fin de proporcionar una estructura técnica que permitiese procesar los pagos de forma transfronteriza en la UE. TARGET1 podía utilizarse para todas las transferencias realizadas en los países que habían adoptado el euro, así como en Dinamarca, Estonia, Polonia y el Reino Unido<sup>2</sup>. Como resultado de estos amplios criterios de participación, a través de TARGET1 era posible efectuar transferencias a prácticamente todas las entidades de crédito radicadas en la UE y, por ende, a todos sus clientes.

La disponibilidad de liquidez en TARGET1 se facilitaba al permitirse el uso de reservas míni-

- 1 Un sistema de liquidación bruta en tiempo real es un sistema de pago en el que las operaciones se procesan y liquidan en tiempo real (es decir, de forma continua), en lugar de por lotes. Este sistema permite realizar la liquidación con firmeza inmediata. La liquidación bruta significa que, en vez de liquidarse de forma neta, cada transferencia se liquida de forma individual. TARGET y TARGET2 son ejemplos de sistemas de liquidación bruta en tiempo real.
- 2 Suecia también estuvo conectada a TARGET1 entre enero del año 1999 y diciembre del 2006.

mas para la liquidación durante el día y el Euro-sistema facilitaba, además, crédito intradía ilimitado sin intereses (pero con garantía) a sus entidades de contrapartida. Los fondos recibidos se podían reutilizar inmediatamente y la elevada velocidad a la que se procesaban los pagos en TARGET1 facilitaba y mejoraba la gestión del efectivo por los participantes. No existía límite superior o inferior en cuanto al importe de los pagos procesados por TARGET1.

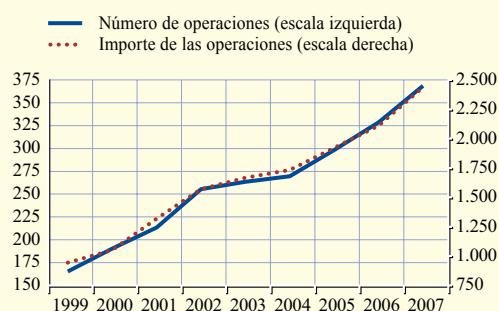
Inicialmente, TARGET1 fue diseñado para procesar grandes pagos en euros en los que el factor tiempo es un elemento crítico, con objeto de reducir el riesgo sistémico en toda la UE. En particular, los pagos relacionados con operaciones de política monetaria con el Eurosistema, o con la liquidación final de sistemas de pago y de liquidación sistémicamente importantes, habían de procesarse a través de TARGET1. Además de estas operaciones, los usuarios de TARGET1 empezaron a utilizar cada vez más este sistema para otras clases de operaciones, incluidos los pagos de reducida cuantía, beneficiándose así de todas las ventajas de TARGET1, en términos de rapidez, gestión de la liquidez y seguridad. Debido a su atractiva estructura de precios, incluso las entidades de crédito más pequeñas de la UE pudieron ofrecer a sus clientes un eficiente servicio de pagos transfronterizos.

Se dotó a TARGET1 de una estructura de precios transparente, en la que se aplicaba a los pagos entre Estados miembros una escala decreciente de tarifas por operación (desde 1,75 euros a 0,80 euros). Sin embargo, las tarifas intra-Estado miembro no estaban armonizadas y eran fijadas por los distintos bancos centrales.

Todos los SLBTR nacionales que integraban TARGET1 funcionaban todos los días, salvo los sábados y domingos, el día de Año Nuevo, el Viernes Santo, el lunes de Pascua, el 1 de mayo (día del Trabajo), el día de Navidad y el 26 de diciembre. En los días operativos, TARGET1 funcionaba durante once horas, desde las 7.00 h. hasta las 18.00 h. (hora central europea), siendo las 17.00 h. la hora límite para los pagos de clientes.

**Gráfico 1 Operaciones procesadas por TARGET1**

(medias diarias en miles; mm de euros)



Fuente: BCE.

La mayor parte de las características de TARGET1 descritas en el presente artículo siguen siendo válidas hoy en día o han sido mejoradas en TARGET2.

### TARGET1 EN CIFRAS

En noviembre del 2007, al inicio de la migración a TARGET2, existían 1.072 participantes directos conectados a TARGET1, y el número total de entidades de crédito (incluidas sus sucursales y filiales) a las que se podía acceder a través de TARGET1 se situaba en torno a 52.800, es decir, la práctica totalidad de las entidades de crédito de la UE.

Desde la puesta en marcha de TARGET1 en enero de 1999, los pagos procesados por este sistema han crecido alrededor de un 10% anual, tanto en términos de número de operaciones como de su importe. En el 2007, TARGET1 procesó una media diaria de más de 360.000 pagos, por un importe total de 2,4 billones de euros (véase gráfico 1).

TARGET1 representó el 89% en lo que respecta al importe, y el 61% en cuanto al número de operaciones, de los pagos procesados a través de todos los sistemas de grandes pagos en euros. En lo que se refiere al importe de las operaciones, TARGET1 fue uno de los mayores sistemas de pago del mundo, y el mayor SLBTR (véase gráfico 2).

En el 2007, el importe medio de un pago procesado por TARGET1 fue de 6,4 millones de euros y

cerca del 64% de las operaciones se realizó por importes inferiores o iguales a 50.000 euros (véase cuadro 1).

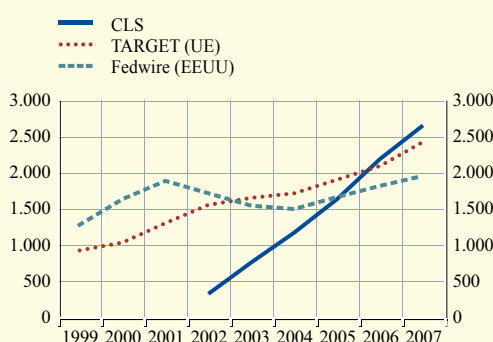
## 2 EL PROYECTO TARGET2

Durante años, TARGET1 funcionó satisfactoriamente en un mercado en rápida evolución y altamente competitivo. TARGET1 cumplió todos sus principales objetivos: respaldó la ejecución de la política monetaria única, contribuyó a reducir el riesgo sistémico y ayudó a las entidades de crédito a gestionar su liquidez en euros. Pese a este considerable éxito, el diseño de TARGET1 adoptado a mediados de los años noventa resultó tener algunos puntos débiles, que requirieron la modificación del sistema. Los participantes en TARGET1 exigían cada vez más un servicio mejorado, más armonizado y con el mismo precio en toda la UE. Por otro lado, el Eurosistema abordó también el problema de la eficiencia en términos de costes, dado que los ingresos cubrían una parte demasiado reducida de los costes. Ello se debía, en gran medida, a la estructura descentralizada de TARGET1, con múltiples componentes técnicos locales que elevaban los costes de mantenimiento y funcionamiento. Finalmente, en el contexto de la ampliación de la UE, cabía esperar que nuevos Estados miembros se conectaran a TARGET1, con lo que aumentaría el número de integrantes de este sistema.

Para corregir estas deficiencias, el Eurosistema examinó distintas opciones de mejora de TARGET1. El 24 de octubre de 2002, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó una decisión estratégica relativa a los principios y la estructura del nuevo sistema de pago, TARGET2, que habría de ofrecer servicios básicos armonizados. Estos servicios se proporcionarían a través de una plataforma técnica única, con una estructura de precios única. Este nuevo enfoque basado en un proceso de consolidación técnica permitiría al Eurosistema rebajar los costes de TARGET2 y recuperar, además, una parte muy importante de dichos costes. Se definiría un componente de «bien público», correspondiente a las externalidades positivas ge-

**Gráfico 2 Comparación de las operaciones procesadas por los tres principales sistemas del mundo**

(importes medios diarios en mm de euros)<sup>1)</sup>



Fuente: BCE.

1) CLS (*Continuous Linked Settlement*) es un sistema internacional de liquidación continua para operaciones de divisas. Fedwire es el SLBTR para el dólar estadounidense, gestionado por la Reserva Federal.

neradas por TARGET2 (por ejemplo, en términos de reducción del riesgo sistémico) y cuyos costes no habrían de recuperarse. Por último, el Consejo de Gobierno reconoció que, pese al proceso de consolidación técnica de TARGET2, se preservaría la descentralización de las relaciones que los bancos centrales nacionales mantenían con las entidades de contrapartida de sus respectivos países.

### 2.1 ORGANIZACIÓN DEL PROYECTO Y PRINCIPALES HITOS

Tras la decisión estratégica adoptada por el Consejo de Gobierno, el Eurosistema desarrolló el concepto, el diseño y las normas operativas de TARGET2. El desarrollo de TARGET2 se dividió

**Cuadro 1 Tramos de importes de los pagos procesados por TARGET1 en el 2007**

(en porcentaje)

≤ 50.000 euros	> 50.000 euros = 1 m de euros	> 1 m de euros = 1 mm de euros	> 1 mm de euros
64	25	11	< 0,1

Fuente: BCE.

en tres fases: la fase previa al proyecto, la fase de proyecto y la fase de pruebas y migración.

#### **FASE PREVIA AL PROYECTO**

El Eurosistema realizó una consulta pública para recabar la opinión de los usuarios de TARGET1 sobre las características y el nivel de servicio previstos para TARGET2. Las respuestas de los usuarios contribuyeron en gran medida a la definición de los servicios básicos y adicionales de TARGET2, tales como modernos mecanismos de gestión de la liquidez, características de ahorro de liquidez, interfaz normalizada para sistemas vinculados y conceptos muy avanzados de continuidad operativa.

Aunque en el 2002 estaba previsto que TARGET2 fuese un sistema de plataformas múltiples, en seguida quedó claro que una plataforma compartida única respondería mejor a las necesidades del sector. Tres bancos centrales (Deutsche Bundesbank, Banque de France y Banca d'Italia) ofrecieron encargarse de forma conjunta de la creación y gestión técnica de la plataforma compartida única, propuesta que fue aprobada por el Consejo de Gobierno el 14 de diciembre de 2004.

El Eurosistema inició el estudio de la estructura de gobierno, así como del coste y de las normas de financiación, de TARGET2. Por lo que se refiere a este último tema, fue necesario desarrollar una metodología común de costes y considerar la posibilidad de introducir un componente de «bien público» en TARGET2, a fin de tener debidamente en cuenta las externalidades, como la reducción del riesgo sistémico.

La fase previa al proyecto concluyó en julio del 2004 con una consulta a los usuarios sobre las especificaciones funcionales generales.

#### **FASE DE PROYECTO**

El Eurosistema elaboró las especificaciones funcionales detalladas para los usuarios de la plataforma compartida única. Algunas de las características de la plataforma compartida única fueron mejoradas, especialmente la agregación de liquidez intradía, que permite a los participantes en

TARGET2 agrupar algunas de sus cuentas de SLBTR y poner en común la liquidez intradía disponible en beneficio de todos los miembros del grupo. Este concepto fue muy bien acogido por los futuros usuarios de TARGET2, ya que con ello podían evitar la fragmentación de la liquidez dentro del sistema y centralizar su gestión incluso con cuentas descentralizadas.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió constituir legalmente TARGET2 como un sistema múltiple, procurando, al mismo tiempo, armonizar al máximo la documentación jurídica utilizada por los bancos centrales. La estructura legal general y los criterios de participación se adoptaron en el 2006.

Se dedicó especial atención a la elaboración de la estructura de precios. Los precios debían garantizar un amplio acceso al sistema, incluso para las entidades de crédito más pequeñas, y ser, a la vez, atractivos para los principales participantes en el mercado. El resultado fue una doble estructura de precios, que permite a los participantes elegir entre una tarifa periódica más baja, con una comisión fija por operación, y una tarifa periódica más alta, con una comisión decreciente por operación más reducida. Los precios de algunos servicios, como la agregación de liquidez y la liquidación de los sistemas vinculados, se fijarían por separado. La estructura de precios de los servicios básicos de TARGET2 se estableció teniendo en cuenta las tasas de crecimiento de las operaciones procesadas por TARGET1 en los tres últimos años.

Los aspectos operativos se definieron en estrecha colaboración con el sector bancario europeo, especialmente en lo relativo a los procedimientos de contingencia. Además, para facilitar la liquidación nocturna de los distintos sistemas vinculados en dinero de banco central y con firmeza inmediata, así como la liquidación entre sistemas mediante entrega contra pago, el Consejo de Gobierno decidió que TARGET2 funcionaría por la noche.

#### **FASE DE PRUEBAS Y MIGRACIÓN**

En lo que respecta a la migración de TARGET1 a TARGET2, el Eurosistema optó por un enfo-

**Cuadro 2** Composición de los grupos de países participantes en las distintas etapas de migración a TARGET2

Grupo 1 19/11/2007	Grupo 2 18/02/2008	Grupo 3 19/05/2008	Grupo 4 15/09/2008
Austria	Bélgica	Dinamarca	
Chipre	Finlandia	Estonia	
Alemania	Francia	BCE	
Letonia	Irlanda	Grecia	Reservado para contingencias
Lituania	Países Bajos	Italia	(no se ha utilizado)
Luxemburgo	Portugal	Polonia	
Malta	España		
Eslovenia			

Fuente: BCE.

que por grupos de países, en virtud del cual los usuarios de TARGET1 migraron a la plataforma compartida única en distintas etapas y en fechas establecidas con antelación. En cada etapa se realizó la migración de un grupo de bancos centrales y de sus respectivas comunidades bancarias nacionales. La migración de los grupos se efectuó en tres etapas y se contempló una cuarta etapa, que se utilizaría si alguna comunidad bancaria no hubiese podido migrar en la fecha prevista (véase cuadro 2). Se prefirió una migración por grupos de países a una migración «de una sola vez», o *big bang*, que se consideró demasiado arriesgada para un sistema de esta importancia. Dentro de este marco general, los distintos bancos centrales fueron responsables de controlar la preparación de sus respectivas comunidades nacionales de usuarios, de ayudarlas durante la fase de pruebas y de garantizar una transición fluida al nuevo sistema.

Las pruebas para los usuarios de TARGET2 se organizaron en varias fases de una complejidad creciente, desde pruebas básicas de conexión para los distintos participantes hasta escenarios operativos más complicados para toda la comunidad de usuarios. En cada fase de pruebas se determinaron calendarios específicos para los distintos grupos de países, teniendo en cuenta el caso de los bancos con sucursales o filiales en más de un grupo de países. Al organizar la migración por etapas, hubo de establecerse un calendario particularmente estricto para el primer grupo de países, que sólo dispuso de seis meses para realizar todas las pruebas

para usuarios. Como resultado del estrecho seguimiento llevado a cabo por los bancos centrales nacionales, todas las comunidades bancarias concluyeron las pruebas satisfactoriamente y a tiempo, por lo que no fue necesario utilizar la cuarta etapa. TARGET2 entró en funcionamiento de acuerdo con el calendario original de migración y se efectuó la liquidación de las primeras operaciones en la plataforma compartida única el 19 de noviembre de 2007.

## 2.2 PARTICIPANTES EN EL PROYECTO Y EVOLUCIÓN FUTURA

### PARTICIPACIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES

Al igual que para TARGET1, la conexión de un banco central y de su comunidad bancaria sólo era obligatoria para los países que hubiesen adoptado el euro. Para los bancos centrales de los países que no han adoptado todavía el euro, la participación en TARGET2 es optativa. A lo largo del proyecto, 21 de los 28 bancos centrales que integran el Sistema Europeo de Bancos Centrales confirmaron que se conectarían a TARGET2. Además de los bancos centrales de los 15 países<sup>3</sup> que han adoptado el euro y del BCE, otros cinco bancos centrales<sup>4</sup> decidieron conectarse a TARGET2.

3 Los bancos centrales de Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Portugal, Eslovenia, España y Países Bajos, así como de Malta y Chipre, que se incorporaron a la UEM en enero del 2008. El 1 de enero de 2009, fecha en que Eslovaquia adoptará el euro, el Národná banka Slovenska será el vigésimosegundo banco central en conectarse a TARGET2.

4 Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania y Polonia.



Aunque estuvo conectado a TARGET1 a través de su componente local CHAPS-Euro, el Bank of England decidió desconectarse a partir del 16 de mayo de 2008, último día operativo de TARGET1.

#### **ELIMINACIÓN GRADUAL DE LA LIQUIDACIÓN EN LOS SISTEMAS LOCALES**

En TARGET1, algunos bancos centrales mantenían «cuentas locales» fuera de sus SLBTR. Estas cuentas se utilizaban principalmente para gestionar las reservas mínimas, las facilidades permanentes o las retiradas de efectivo, pero se podían utilizar también para liquidar operaciones interbancarias o de sistemas vinculados. En el contexto de TARGET2, el Eurosistema decidió que las operaciones entre los participantes en el mercado y las operaciones de liquidación de sistemas vinculados, así como los pagos relacionados con las operaciones de mercado abierto, debían en última instancia liquidarse en las cuentas de SLBTR de la plataforma compartida única. Sin embargo, los sistemas nacionales de algunos países no permitían traspasar inmediatamente estas operaciones a la plataforma compartida única al inicio de TARGET2. En consecuencia, el Eurosistema estableció un período máximo de transición de cuatro años (a partir de la incorporación del banco central nacional en cuestión a la plataforma compartida única) para la liquidación de estos pagos en la citada plataforma. Los sistemas nacionales de cuentas locales mantenidas por algunos bancos centrales se conocen también como sistemas PHA (*proprietary home accounting systems*).

#### **INTERACCIÓN CON LA COMUNIDAD DE USUARIOS**

TARGET2 se benefició de una fructuosa colaboración con los usuarios de TARGET1, tanto a escala nacional (entre los distintos bancos centrales y sus usuarios nacionales) como a escala europea (entre el Eurosistema y el Grupo de Trabajo de TARGET). Se publicó regularmente información sobre el tema en los sitios web específicos sobre TARGET2 y se celebraron reuniones conjuntas sobre cuestiones de interés común, como procedimientos operativos, gestión de riesgos o pruebas y migración. Esta cooperación fue muy importante para comprender las necesidades del mercado y contribuyó notablemente al éxito del traspaso de

las operaciones a TARGET2, tal y como evidencian la migración fluida a TARGET2 y los elevados niveles de aceptación por parte de los usuarios inmediatamente después de la entrada en funcionamiento del nuevo sistema.

#### **EVOLUCIÓN FUTURA DE TARGET2**

Se prevé ofrecer cada año a los usuarios de TARGET2 una nueva versión de la plataforma compartida única, que incorpore mejoras y nuevas características. Estas nuevas versiones se definirán tras una amplia consulta a la comunidad de usuarios.

La primera versión anual actualizada de la plataforma compartida única entrará en funcionamiento el 17 de noviembre de 2008. Las modificaciones introducidas vienen determinadas, en gran medida, por la nueva versión de los estándares SWIFT, que entrará en vigor el mismo día. Para el 2009 se prevén, excepcionalmente, dos nuevas versiones. La primera, en mayo, mejorará la interfaz para sistemas vinculados, permitiendo en particular la liquidación entre depositarios centrales de valores durante los ciclos nocturnos. La segunda, en noviembre, está todavía en fase de consulta con los usuarios de TARGET2.

### **3 ENTRADA EN FUNCIONAMIENTO DE TARGET2**

TARGET2 concluyó la fase de migración en mayo del 2008. Los datos estadísticos recogidos después de las primeras semanas de funcionamiento de TARGET2 ponen de relieve algunos hechos importantes y permiten extraer varias enseñanzas. Se proporcionará información adicional en el Informe Anual de TARGET2 correspondiente al 2008.

#### **NÚMERO DE OPERACIONES PROCESADAS**

En junio del 2008, el primer mes completo de funcionamiento de TARGET2, el sistema procesó una media diaria de 378.000 operaciones. La migración de TARGET1 a TARGET2 no afectó de forma significativa a la tendencia general que el sistema había venido mostrando en los tres últimos años en cuanto al número de operaciones procesadas. Las primeras semanas de funcionamiento confirman las estimaciones del Eurosiste-

ma relativas al número de pagos procesados por TARGET2. Por lo tanto, es probable que se cumpla la previsión de 93,1 millones de operaciones para el primer año de funcionamiento de TARGET2, lo que facilitaría la recuperación de los costes del sistema.

En la época en que TARGET2 entró en funcionamiento, se produjo el cierre de dos sistemas de grandes pagos, concretamente CHAPS-Euro (tras la decisión del Bank of England de no conectarse a TARGET2) y el sistema francés Paris Net Settlement (PNS). Se supuso inicialmente que cerca del 60% de sus operaciones respectivas permanecería en TARGET2. En el caso de CHAPS-Euro, parece que la mayor parte de las operaciones de sus participantes siguieron realizándose en TARGET2 y están liquidándose actualmente a través de sus sucursales y filiales o directamente por participación remota en TARGET2. En el caso de PNS, sólo una tercera parte de las operaciones permanecieron en TARGET2, mientras que aproximadamente dos tercios pasaron a otros sistemas de pago, en particular EURO1. No obstante, estas dos situaciones se compensan mutuamente en alguna medida y su efecto general neto sobre las operaciones de TARGET2 ha sido poco significativo.

### **PARTICIPACIÓN**

El análisis de dos tipos de participación, la de las entidades de crédito y la de los sistemas vinculados, muestra la evolución siguiente:

- En junio del 2008, 784 participantes directos habían abierto una cuenta de SLBTR en la plataforma compartida única. Esta cifra es ligeramente inferior a los 1.072 participantes directos registrados en TARGET1 al inicio de la migración. La diferencia se debe, principalmente, a dos factores. En primer lugar, algunas entidades de crédito reconsideraron su participación directa en el momento de la migración y decidieron, por ejemplo, conectarse indirectamente a través de un participante directo. En segundo lugar, TARGET2 creó fuertes incentivos para que las entidades de crédito racionalizaran la gestión de su liquidez en euros y la centralizaran en un menor número

de cuentas de SLBTR. Esto es especialmente cierto en el caso de los bancos con oficinas en distintos países, cuya liquidez estaba fragmentada entre varias cuentas en TARGET1. En noviembre del 2007, todavía existían 16 de estos bancos con cinco cuentas o más en los distintos componentes de TARGET1. Al final de la migración, sólo tres de ellos mantenían más de cinco cuentas en la plataforma compartida única. Se espera que el número de participantes directos crezca en los próximos años, como resultado de la eliminación progresiva de los PHA, que habrán desaparecido completamente en el 2011 (por ejemplo, en Portugal dejarán de existir en marzo del 2009) y también de la conexión de nuevas comunidades bancarias (por ejemplo, Eslovaquia en enero del 2009).

- De los 66 sistemas vinculados que realizan la liquidación en TARGET2, 51 están registrados en la plataforma compartida única; los 15 sistemas restantes están todavía conectados a uno de los PHA. El número de sistemas vinculados conectados a la plataforma compartida única aumentará también. La eliminación gradual de los PHA ha empezado ya y, en los próximos meses, sistemas como Euroclear Belgium (a través de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique), EUREX Clearing AG (a través de Deutsche Bundesbank), y SICOI y SITEME (a través de Banco do Portugal) efectuarán la liquidación en la plataforma compartida única. Además, TARGET2 incorporará nuevos sistemas vinculados, como STEP2 y MasterCard Europe (a través del BCE) o EURO SIPS, CDCP y First Data Slovakia (a través de Národná banka Slovenska).

El examen de los distintos tipos de participación confirma las expectativas del Eurosistema y muestra el importante poder de atracción de nuevos participantes que TARGET2 podrá tener en los próximos años.

### **COMPORTAMIENTO DE LOS PARTICIPANTES**

El análisis de los flujos intradía en TARGET2 revela que los participantes siguen realizando los



pagos de forma temprana, proporcionando así suficiente liquidez al mercado interbancario y garantizando la cobertura de los pagos posteriores. A las 13.00 h. ya se ha efectuado la liquidación de cerca de la mitad del importe diario de los pagos, proporción que alcanza el 90% a las 17.00 h. Estas observaciones, muy similares a las relativas a TARGET1, muestran que el flujo de liquidez en TARGET2 no se ha visto afectado por las recientes turbulencias financieras y tampoco por las nuevas características de ahorro de liquidez introducidas en la plataforma compartida única, como los límites bilaterales y multilaterales o las reservas de liquidez (véase gráfico 3).

Las observaciones arrojan datos parecidos en cuanto al número de operaciones. Más del 50% de las operaciones se procesan normalmente en las cuatro primeras horas de funcionamiento (entre las 7.00 h. y las 11.00 h.) y a las 15.00 h. se han procesado ya casi cinco de cada seis pagos. El período de máxima actividad se concentra tradicionalmente entre las 7.00 h. y las 8.00 h., hora durante la cual se remiten y liquidan una media diaria cercana a las 100.000 operaciones. La mayor parte de estas operaciones son pagos de menor importe, que las entidades de crédito presentan el día anterior y que el sistema emite la mañana siguiente.

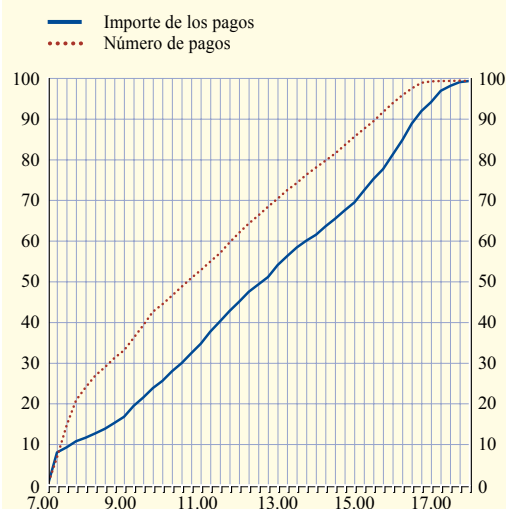
#### COMPORTAMIENTO DEL SISTEMA

Desde el inicio de las operaciones, la plataforma compartida única logró una disponibilidad del 99,9%. El 99,8% de los pagos realizados a través de cuentas de SLBTR se procesó en menos de cinco minutos. Sólo se produjo una incidencia, con un escaso impacto sobre el funcionamiento operativo, el 30 de junio de 2008. Los comentarios de los usuarios de TARGET2 respecto al comportamiento del sistema son, en general, muy positivos.

El 30 de junio de 2008, TARGET2 alcanzó un máximo histórico de 566.549 operaciones. La plataforma compartida única liquidó por sí sola más de 500.000 pagos, el número máximo de operaciones procesadas por el sistema desde su puesta en marcha en noviembre del 2007. Este volumen muy elevado de operaciones, originado por las actividades de fin de trimestre y semestre, representa

**Gráfico 3 Pagos intradía procesados por TARGET2 en cifras acumuladas**

(junio 2008; en porcentaje)



Fuente: BCE.

un aumento del 50% respecto a la media diaria. En general, el comportamiento del sistema ha sido satisfactorio desde el inicio de la fase de migración.

#### UTILIZACIÓN DE LAS NUEVAS CARACTERÍSTICAS

Entre las nuevas características ofrecidas por la plataforma compartida única, cabe destacar las más elaboradas, concretamente la interfaz para sistemas vinculados, o ASI (*ancillary system interface*), y la agregación de liquidez.

- La ASI es la interfaz técnica armonizada ofrecida para la liquidación de los sistemas vinculados en TARGET2. Esta característica operativa ha sido elegida ya por cerca de la mitad de los sistemas que realizan la liquidación en TARGET2 y ha recibido comentarios muy favorables por parte de estos sistemas y de sus bancos liquidadores. Se espera que la utilización de la ASI aumente en los próximos años, cuando las operaciones de todos los sistemas vinculados que realizan actualmente la liquidación en los PHA se traspasen a la plataforma compartida única, lo que contribuirá a lograr la armonización de los procedimientos de liquidación en toda la comunidad de usuarios.

- En junio del 2008 se reunieron en la plataforma compartida única 66 cuentas en 17 grupos, a fin de aprovechar la característica de agregación de liquidez. Esto es menos de lo que esperaba el Eurosistema, que contaba con el doble, supuesto basado en la opinión de los usuarios recabada durante la fase de proyecto. En efecto, los usuarios consideraban claramente la agregación de liquidez como una característica indispensable, que adoptarían masivamente. Como alternativa a esta característica, parece que la mayoría de las entidades de crédito (especialmente los bancos con oficinas en distintos países) optaron por la consolidación interna de sus flujos de pagos y de la gestión de su liquidez, en lugar de compartir la liquidez entre varias cuentas abiertas en TARGET2.

Por lo que se refiere a las demás características (por ejemplo, la posibilidad de asignar prioridades a los pagos, la reserva de liquidez, el adeudo directo), las primeras observaciones confirman que han sido adoptadas rápidamente por una amplia gama de participantes y que su utilización contribuye a facilitar la liquidación de las operaciones en TARGET2. En general, la utilización de las nuevas características demuestra que las especificaciones de TARGET2 responden a las expectativas de los participantes.

#### FASE DE TRANSICIÓN

De los 21 bancos centrales conectados a TARGET2, en la práctica sólo 12 decidieron mantener un PHA. Sólo seis países exigen que se tenga una cuenta en un PHA para liquidar determinadas operaciones (por ejemplo, pagos nacionales o liquidación de sistemas vinculados). En junio del 2008, el número de operaciones de TARGET2 liquidadas en PHA fue muy limitado y sólo representó en torno al 3% del total de operaciones del nuevo sistema. Cabe esperar que este porcentaje descienda en los próximos meses, ya que dos países han adoptado ya medidas para traspasar todos sus pagos a la plataforma compartida única mucho antes del final del período transitorio (Portugal en marzo del 2009 y Bélgica en junio del mismo año). La política del Eurosistema en relación con los PHA tuvo una escasa incidencia sobre la actividad total de

TARGET2, efecto que debería reducirse todavía más en los próximos meses.

#### INGRESOS DE TARGET2

La nueva política de precios de TARGET2 entró en vigor tras la migración del último grupo de países el 19 de mayo de 2008. Aunque es prematuro extraer conclusiones sobre la recuperación de los costes del sistema, los primeros ingresos de TARGET2 están, en general, en línea con las expectativas del Eurosistema.

La plataforma compartida única genera por sí sola más del 96% de los ingresos, mientras que los PHA producen el resto. Ello corresponde aproximadamente a la distribución de las operaciones, dado que la plataforma compartida única contribuye al número total de operaciones de TARGET2 en la misma proporción.

El 85% de los participantes directos en la plataforma compartida única optaron por la comisión fija (opción A), mientras que el 15% prefirieron la tarifa decreciente (opción B). Con todo, esta última categoría de participantes genera alrededor del 90% de las operaciones de la plataforma compartida única, confirmando así la elevada concentración de actividad en torno a los principales usuarios. Como resultado de la contribución de los mayores participantes, cerca de una cuarta parte de las operaciones de la plataforma compartida única se benefició del tramo de precios más bajos, es decir, 0,125 euros.

Las operaciones entre entidades de crédito generan cerca del 90% del volumen total de TARGET2, y el 10% restante corresponde a los sistemas vinculados. En cuanto a los ingresos de TARGET2, las entidades de crédito y los sistemas vinculados contribuyen prácticamente en la misma proporción. Ello tiende a confirmar que, basándose en la utilización del sistema, el Eurosistema ha alcanzado el equilibrio en su política de precios entre las operaciones interbancarias y las de los sistemas vinculados.

Si se confirma la tendencia observada actualmente en TARGET2, en el 2008 el número de operaciones debería rondar los 96 millones de pagos, mien-

tras que se requiere un mínimo de 93,1 millones de operaciones para recuperar los costes de los servicios básicos de TARGET2. Aunque hay que considerar esta previsión con cautela, no deja de ser una señal positiva para TARGET2 y para sus participantes.

En general, el primer análisis de los ingresos de TARGET2 tiende a confirmar que la política de precios cumplió los objetivos de garantizar un amplio acceso al sistema y de ser atractiva para los principales participantes.

#### **4 CONCLUSIONES**

Tras la fase de proyecto, que duró cuatro años, TARGET2 empezó a funcionar, tal y como estaba previsto, el 19 de noviembre de 2007, y la fase de migración concluyó el 19 de mayo de 2008. Los datos recogidos después de las primeras semanas de funcionamiento de TARGET2 confirman la mayor parte de las previsiones realizadas por el Eurosistema durante la fase de proyecto, en términos tanto de número de operaciones como de costes e ingresos. La plataforma compartida única está funcionando satisfactoriamente. Los participantes aprenden rápidamente a utilizar TARGET2 y a beneficiarse del ahorro de liquidez que proporciona este sistema. Ha comenzado ya la fase de transición, al final de la cual todas las actividades de pago admitidas en TARGET2 deberán haber sido traspasadas desde los sistemas locales a la plataforma compartida única.

# **ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO**



# ÍNDICE<sup>1</sup>

## 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	<b>S6</b>
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	<b>S7</b>
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	<b>S8</b>
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	<b>S9</b>

## 2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

## 3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

## 4 MERCADOS FINANCIEROS

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

## 5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

<sup>1</sup> Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.europa.eu](mailto: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.

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

#### **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 <sup>9</sup>
(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 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1),2)</sup>	M3 <sup>1),2)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM <sup>1)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Tipo al contado a 10 años <sup>3)</sup> (porcentaje, fin de período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,3	3,08	3,91
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2007 IV	5,9	10,7	12,0	-	11,1	19,5	4,72	4,38
2008 I	3,8	10,3	11,2	-	11,1	20,4	4,48	4,13
II	2,3	10,0	10,1	-	10,5	17,9	4,86	4,73
III	0,6	9,1	9,0	-	9,1	.	4,98	4,34
2008 May	2,2	10,1	10,0	10,0	10,5	17,6	4,86	4,52
Jun	1,5	9,5	9,6	9,6	9,9	18,1	4,94	4,73
Jul	0,3	9,1	9,2	9,2	9,3	17,3	4,96	4,53
Ago	0,2	8,9	8,8	8,9	8,8	18,7	4,97	4,34
Sep	1,2	8,9	8,6	.	8,5	.	5,02	4,34
Oct	.	.	.	.	.	.	5,11	4,25

### 2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	2,2	5,1	2,5	2,9	4,0	83,2	1,6	8,3
2007	2,1	2,8	2,6	2,6	3,4	84,2	1,8	7,4
2008 I	3,4	5,4	3,5	2,1	2,5	83,9	1,5	7,2
II	3,6	7,1	2,7	1,4	1,2	83,3	1,2	7,4
III	3,8	8,5	.	.	.	82,2	.	7,5
2008 May	3,7	7,1	-	-	-0,3	-	-	7,4
Jun	4,0	8,0	-	-	-0,4	-	-	7,4
Jul	4,0	9,2	-	-	-1,2	82,8	-	7,4
Ago	3,8	8,5	-	-	-0,6	-	-	7,5
Sep	3,6	7,9	-	-	.	-	-	7,5
Oct	3,2	.	-	-	.	81,6	-	.

### 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 <sup>4)</sup> (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	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	17,9	19,8	-156,7	290,4	325,8	103,6	104,5	1,2556
2007	51,8	57,5	-90,4	137,7	347,4	107,7	108,3	1,3705
2007 IV	15,8	10,3	25,0	-73,2	347,4	110,5	111,2	1,4486
2008 I	-2,4	-1,5	-107,1	73,8	356,3	112,7	113,1	1,4976
II	-21,4	6,2	-49,2	34,3	353,9	115,7	115,7	1,5622
III	.	.	.	.	370,7	113,7	113,3	1,5050
2008 May	-20,0	-1,8	-7,0	10,2	349,2	115,5	115,5	1,5557
Jun	2,8	2,6	-19,6	41,0	353,9	115,4	115,4	1,5553
Jul	2,0	2,3	-12,3	-8,8	355,6	115,8	115,5	1,5770
Ago	-7,4	-6,5	-11,6	-13,9	350,7	113,5	113,2	1,4975
Sep	.	.	.	.	370,7	111,6	111,2	1,4370
Oct	.	.	.	.	.	107,6	107,2	1,3322

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 10 octubre	2008 17 octubre	2008 24 octubre	2008 31 octubre
<b>Oro y derechos en oro</b>	220.237	220.196	220.195	220.193
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	146.985	146.591	153.941	155.164
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	165.050	223.203	198.860	205.828
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	14.191	13.696	12.955	11.232
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	739.388	773.191	767.232	839.593
Operaciones principales de financiación	250.882	311.986	305.951	326.565
Operaciones de financiación a plazo más largo	447.179	447.182	447.187	501.789
Operaciones temporales de ajuste	24.681	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	16.634	14.003	14.085	11.230
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	12	21	8	10
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	66.110	61.163	64.045	63.626
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	113.560	114.816	116.343	116.915
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	37.448	37.448	37.441	37.441
<b>Otros activos</b>	378.886	382.779	387.152	381.454
<b>Total activo</b>	1.881.854	1.973.084	1.958.164	2.031.447

#### 2. Pasivo

	2008 10 octubre	2008 17 octubre	2008 24 octubre	2008 31 octubre
<b>Billetes en circulación</b>	712.119	721.833	723.083	727.706
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	450.561	470.259	383.787	458.872
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	295.820	230.516	181.178	179.442
Facilidad de depósito	154.655	239.575	202.558	279.365
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	86	168	51	64
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	143	125	221	208
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	85.684	91.921	137.722	109.414
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	195.015	255.004	283.579	303.381
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	968	1.297	72	680
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	26.668	19.775	16.428	16.706
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	5.384	5.384	5.384	5.384
<b>Otros pasivos</b>	164.948	167.120	167.522	168.731
<b>Cuentas de revalorización</b>	168.685	168.685	168.685	168.685
<b>Capital y reservas</b>	71.680	71.680	71.680	71.681
<b>Total pasivo</b>	1.881.854	1.973.084	1.958.164	2.031.447

Fuente: BCE.



## 1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde <sup>1)</sup>	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
	Nivel	Variación	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable	Variación	Nivel	Variación
			Tipo fijo	Tipo mínimo de puja			
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 Jul	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8 Oct	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9 <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
12 Nov	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 1999 hasta el 9 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito. Respecto a las operaciones principales de financiación, las variaciones en el tipo de interés tienen efecto a partir de la primera operación posterior a la fecha indicada, excepto la del 18 de septiembre de 2001, que tuvo efecto el mismo día. A partir del 10 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito, a la facilidad marginal de crédito y a las operaciones principales de financiación (las variaciones en el tipo de interés tendrán efecto a partir de la operación principal de financiación posterior a su discusión en el Consejo de Gobierno), salvo indicación en contrario.
- El 22 de diciembre de 1998, el BCE anunció que, como medida excepcional, entre el 4 y el 21 de enero de 1999 se aplicaría una banda estrecha de 50 puntos básicos entre los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito, con el propósito de facilitar a los participantes en el mercado la adaptación al nuevo sistema.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían mediante subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades pueden realizar sus pujas.
- Con efectos a partir del 9 de octubre de 2008, el BCE redujo la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación.
- El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. Este cambio anuló la decisión anterior (adoptada el mismo día) de reducir en 50 puntos básicos el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación realizadas mediante subastas a tipo de interés variable.

### 1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas<sup>1), 2)</sup>

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

#### 1. Operaciones principales de financiación y de financiación a plazo más largo<sup>3)</sup>

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días
				Subastas a tipo fijo	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operaciones principales de financiación								
2008 9 Jul	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
8	271.271	436	250.000	-	4,25	4,70	4,99	7
15 <sup>5)</sup>	310.412	604	310.412	3,75	-	-	-	7
22	305.421	703	305.421	3,75	-	-	-	7
29	325.112	736	325.112	3,75	-	-	-	7
5 Nov	311.991	756	311.991	3,75	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2008 22 May	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
9 Oct	113.793	181	50.000	-	-	5,36	5,57	182
30 <sup>5)</sup>	103.108	223	103.108	3,75	-	-	-	91

#### 2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días
					Subastas a tipo fijo	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 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
1 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	173.047	52	173.047	4,25	-	-	-	1
2	Captación de depósitos a plazo fijo	216.051	65	200.000	4,25	-	-	-	1
3	Captación de depósitos a plazo fijo	193.844	54	193.844	4,25	-	-	-	3
6	Captación de depósitos a plazo fijo	171.947	111	171.947	4,25	-	-	-	1
7	Captación de depósitos a plazo fijo	147.491	97	147.491	4,25	-	-	-	1
9	Operaciones temporales	24.682	99	24.682	3,75	-	-	-	6

Fuente: BCE.

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

### 1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en <sup>1)</sup> :	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	18.035,4	9.825,2	938,2	2.175,7	1.407,4	3.689,0	
Ago	18.165,8	9.888,5	948,6	2.184,4	1.438,7	3.705,6	

#### 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 <sup>2)</sup>	199,8	200,9	1,1	0,0	4,20
12 Feb	201,6	202,4	0,8	0,0	4,17
11 Mar	204,6	205,3	0,7	0,0	4,10
15 Abr	206,9	207,5	0,6	0,0	4,19
13 May	207,8	208,6	0,8	0,0	4,24
10 Jun	207,3	208,1	0,8	0,0	4,17
8 Jul	211,9	212,7	0,8	0,0	4,06
12 Ago	214,1	214,8	0,7	0,0	4,35
9 Sep	213,3	214,0	0,7	0,0	4,38
7 Oct	214,8	216,8	2,0	0,0	4,58
11 Nov	216,2	.	.	.	.

#### 3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez <sup>2)</sup>	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2008 15 Ene	343,8	255,7	268,8	0,3	0,0	1,1	68,4	668,2	46,4	-116,4	200,9	870,2
12 Feb	353,6	173,8	268,5	0,2	0,0	0,4	0,6	651,7	51,7	-110,7	202,4	854,5
11 Mar	343,3	181,3	268,5	0,1	0,3	0,3	0,0	653,2	59,7	-125,0	205,3	858,7
15 Abr	349,4	181,5	278,6	0,1	2,6	0,6	0,4	662,1	66,4	-124,8	207,5	870,3
13 May	364,5	174,4	295,0	0,1	0,0	0,3	0,8	667,6	68,8	-112,2	208,6	876,6
10 Jun	375,0	172,8	287,9	0,3	0,0	0,2	0,5	671,4	67,3	-111,5	208,1	879,7
8 Jul	376,4	185,4	275,4	0,1	0,0	0,4	0,5	677,2	64,9	-118,3	212,7	890,3
12 Ago	374,5	166,3	299,3	0,1	0,0	0,3	0,6	686,1	61,3	-123,0	214,8	901,2
9 Sep	376,6	163,5	300,0	0,1	0,0	0,6	0,7	685,0	61,1	-121,2	214,0	899,5
7 Oct	417,3	174,1	334,3	7,5	5,9	19,9	45,5	684,3	55,2	-82,6	216,8	921,0

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 euro<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 I	2.017,8	965,9	19,4	0,7	945,9	278,5	235,9	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	2,5	41,3	-	16,6	375,3	16,0	374,3
May	2.009,4	934,9	18,8	0,7	915,4	280,0	236,3	2,4	41,3	-	16,5	376,6	16,0	385,4
Jun	2.098,5	1.010,6	18,5	0,7	991,5	277,5	234,7	2,4	40,4	-	15,7	381,5	15,9	397,3
Jul	2.098,8	1.004,4	18,4	0,7	985,4	277,1	234,9	2,5	39,8	-	15,4	385,6	16,1	400,1
Ago	2.147,1	1.048,3	18,4	0,7	1.029,2	279,0	236,8	2,4	39,8	-	15,5	456,5	16,1	331,8
Sep <sup>3)</sup>	2.473,4	1.342,5	18,5	0,7	1.323,3	278,9	237,4	2,4	39,1	-	14,7	482,4	16,0	338,8
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
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	5.075,6	199,1	2.251,2
May	30.897,6	17.618,7	963,3	10.598,0	6.057,4	4.172,7	1.227,4	1.056,3	1.889,1	98,7	1.384,2	5.059,9	199,7	2.363,6
Jun	30.760,6	17.638,4	975,7	10.660,6	6.002,0	4.193,1	1.219,4	1.082,4	1.891,2	98,4	1.309,5	4.895,7	201,4	2.424,2
Jul	30.773,1	17.695,2	977,3	10.714,5	6.003,4	4.243,7	1.226,8	1.099,5	1.917,4	97,9	1.329,7	4.932,3	201,7	2.272,5
Ago	31.030,8	17.740,6	970,1	10.722,8	6.047,8	4.288,3	1.228,6	1.127,4	1.932,3	98,5	1.325,6	5.039,0	202,1	2.336,6
Sep <sup>3)</sup>	31.538,1	18.140,3	979,6	10.819,1	6.341,6	4.189,1	1.191,0	1.098,4	1.899,7	100,4	1.326,4	5.117,6	203,6	2.460,8

#### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>3)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>4)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
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
May	2.009,4	692,8	656,3	44,4	25,0	586,9	-	0,1	239,1	95,6	325,5
Jun	2.098,5	699,6	733,2	55,2	24,6	653,3	-	0,1	240,7	98,7	326,2
Jul	2.098,8	707,8	720,9	61,3	17,5	642,1	-	0,1	242,5	102,1	325,5
Ago	2.147,1	704,8	766,9	67,5	14,8	684,7	-	0,1	243,8	178,8	252,7
Sep <sup>3)</sup>	2.473,4	705,4	932,3	51,3	17,7	863,3	-	0,1	264,4	285,0	286,2
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
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	4.683,7	1.713,7	4.763,6	2.926,1
2008 Abr	30.533,1	-	15.479,2	130,7	9.100,4	6.248,1	852,1	4.712,2	1.721,5	4.929,1	2.839,0
May	30.897,6	-	15.653,5	129,6	9.171,7	6.352,2	854,8	4.793,8	1.727,8	4.967,0	2.900,6
Jun	30.760,6	-	15.659,8	155,9	9.216,2	6.287,7	831,7	4.808,4	1.714,8	4.790,1	2.955,9
Jul	30.773,1	-	15.649,0	119,6	9.232,2	6.297,1	840,8	4.854,5	1.736,0	4.829,9	2.862,9
Ago	31.030,8	-	15.726,8	119,3	9.255,6	6.351,9	855,5	4.878,7	1.740,7	4.939,8	2.889,2
Sep <sup>3)</sup>	31.538,1	-	16.208,8	140,3	9.325,4	6.743,1	827,8	4.864,8	1.760,3	4.884,1	2.992,3

Fuente: BCE.

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

2) 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) Saldo 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 euro<sup>1)</sup>

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

### 1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2006	19.723,8	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,4	1.464,0	648,4	811,2	4.680,4	187,3	1.941,4
2007	22.330,8	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	5.450,9	215,1	2.576,4
May	23.375,8	11.580,7	982,1	10.598,6	2.522,3	1.463,6	1.058,7	918,7	5.436,5	215,7	2.701,9
Jun	23.323,2	11.655,5	994,2	10.661,3	2.539,1	1.454,2	1.084,9	860,3	5.277,2	217,3	2.773,8
Jul	23.312,4	11.710,9	995,7	10.715,2	2.563,6	1.461,7	1.102,0	878,6	5.317,9	217,8	2.623,6
Ago	23.520,3	11.712,0	988,5	10.723,4	2.595,2	1.465,4	1.129,8	879,8	5.495,5	218,2	2.619,7
Sep <sup>(p)</sup>	23.794,9	11.817,8	998,0	10.819,7	2.529,2	1.428,4	1.100,8	877,1	5.599,9	219,6	2.751,4
Operaciones											
2006	1.997,5	877,3	-14,4	891,6	10,7	-96,8	107,5	97,7	801,9	6,4	203,5
2007	2.593,8	1.016,7	-9,7	1.026,4	229,5	-46,8	276,3	60,1	792,5	-0,5	495,4
2008 II	359,9	232,9	16,7	216,1	98,0	16,0	82,0	-3,9	-71,1	3,7	100,3
III <sup>(p)</sup>	271,8	145,6	3,5	142,1	-23,6	-36,0	12,4	24,2	74,6	2,1	48,8
2008 Abr	179,6	93,1	12,2	80,9	40,0	11,3	28,7	53,9	82,7	1,5	-91,5
May	188,6	59,2	-7,7	66,9	32,4	8,6	23,8	-6,3	-21,0	0,6	123,8
Jun	-8,4	80,5	12,2	68,3	25,6	-3,9	29,5	-51,4	-132,7	1,6	68,0
Jul	-22,0	58,1	1,5	56,6	20,0	3,7	16,3	19,7	31,1	0,4	-151,2
Ago	107,2	-10,0	-7,5	-2,5	23,8	-0,6	24,3	0,7	18,8	0,4	73,5
Sep <sup>(p)</sup>	186,5	97,5	9,5	88,0	-67,4	-39,2	-28,2	3,9	24,7	1,3	126,6

### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
2006	19.723,8	592,2	158,0	7.906,5	614,6	2.587,8	1.280,8	4.026,5	2.541,8	15,6
2007	22.330,8	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	2.828,1	1.502,5	4.833,9	3.242,0	-12,3
2008 Abr	23.185,5	641,3	197,6	9.123,5	752,0	2.831,1	1.496,6	5.010,4	3.158,7	-26,1
May	23.375,8	645,7	174,0	9.196,8	755,8	2.863,4	1.484,9	5.062,6	3.226,2	-33,8
Jun	23.323,2	652,0	211,1	9.240,8	733,0	2.876,9	1.490,6	4.888,8	3.282,1	-52,4
Jul	23.312,4	658,7	180,9	9.249,7	742,5	2.897,4	1.511,9	4.932,0	3.188,4	-49,6
Ago	23.520,3	656,0	186,8	9.270,4	756,7	2.906,7	1.523,2	5.118,6	3.141,8	-40,4
Sep <sup>(p)</sup>	23.794,9	657,1	191,5	9.343,1	727,0	2.926,1	1.560,6	5.169,1	3.278,5	-58,5
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 II	359,9	19,2	10,8	208,0	-8,9	53,1	8,0	55,9	48,7	-35,1
III <sup>(p)</sup>	271,8	5,1	-19,6	74,4	-8,0	11,3	68,6	49,0	132,9	-42,0
2008 Abr	179,6	8,5	-2,4	88,7	10,4	1,9	6,1	155,7	-73,7	-15,7
May	188,6	4,4	-24,0	71,3	3,9	31,6	-7,6	48,9	66,0	-5,9
Jun	-8,4	6,3	37,1	48,0	-23,2	19,6	9,5	-148,7	56,4	-13,5
Jul	-22,0	6,7	-30,2	3,6	8,1	20,9	21,5	35,6	-91,8	3,7
Ago	107,2	-2,7	5,8	8,1	14,2	-9,9	10,9	27,1	64,6	-11,0
Sep <sup>(p)</sup>	186,5	1,1	4,8	62,7	-30,3	0,2	36,2	-13,6	160,1	-34,6

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 monetarias<sup>1)</sup>

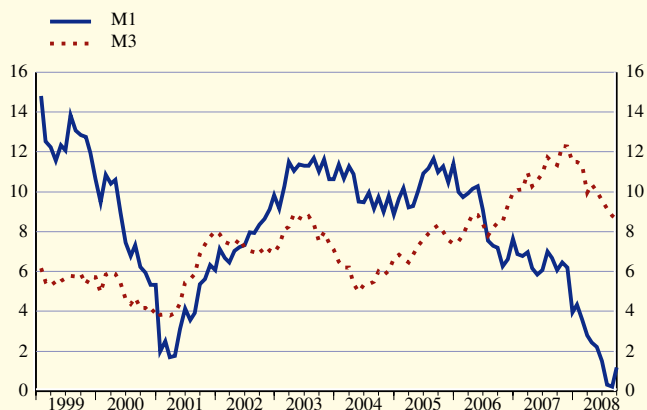
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 1. Agregados monetarios<sup>2)</sup> 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 <sup>3)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Préstamos		10
										10		
<b>Saldos vivos</b>												
2006	3.685,4	2.954,2	6.639,6	1.101,5	7.741,1	-	5.434,1	2.321,3	10.644,4	9.171,5	634,3	
2007	3.832,7	3.507,2	7.339,9	1.310,2	8.650,1	-	5.977,8	2.417,2	12.027,2	10.176,4	627,1	
2008 I	3.843,6	3.674,0	7.517,6	1.337,8	8.855,4	-	5.972,2	2.420,6	12.335,5	10.460,4	541,6	
2008 Abr	3.839,2	3.762,1	7.601,3	1.341,2	8.942,5	-	5.997,3	2.434,6	12.424,5	10.524,0	473,6	
May	3.850,6	3.792,0	7.642,6	1.346,7	8.989,3	-	6.011,4	2.434,5	12.521,3	10.596,6	413,4	
Jun	3.843,4	3.825,6	7.668,9	1.357,0	9.025,9	-	6.009,7	2.432,3	12.566,5	10.632,1	379,7	
Jul	3.832,1	3.904,1	7.736,3	1.362,4	9.098,7	-	6.049,9	2.450,8	12.662,8	10.680,8	371,6	
Ago	3.844,7	3.948,1	7.792,8	1.361,9	9.154,7	-	6.099,8	2.466,8	12.795,0	10.754,3	383,3	
Sep <sup>(p)</sup>	3.879,4	3.977,1	7.856,5	1.367,5	9.224,0	-	6.137,2	2.440,3	12.824,1	10.817,8	427,3	
<b>Operaciones</b>												
2006	261,2	310,5	571,7	130,9	702,6	-	427,7	-114,7	1.105,8	898,6	200,6	
2007	145,4	525,4	670,7	220,0	890,7	-	489,5	-60,1	1.369,9	1.031,7	13,1	
2008 II	-1,5	153,0	151,5	22,2	173,7	-	57,7	25,0	252,8	183,5	-153,6	
III <sup>(p)</sup>	27,0	137,1	164,1	11,7	175,8	-	80,3	-2,6	245,2	169,2	30,7	
2008 Abr	-5,1	87,3	82,2	4,0	86,2	-	34,2	17,4	92,6	67,7	-57,9	
May	9,6	29,8	39,4	4,8	44,2	-	18,3	4,3	99,0	74,6	-63,5	
Jun	-6,0	35,9	29,8	13,5	43,3	-	5,3	3,3	61,2	41,2	-32,1	
Jul	-13,0	75,4	62,4	5,5	67,9	-	38,7	14,8	99,5	51,4	-10,2	
Ago	8,5	37,9	46,4	0,3	46,7	-	27,2	11,4	117,4	62,7	12,6	
Sep <sup>(p)</sup>	31,5	23,8	55,4	5,8	61,2	-	14,4	-28,8	28,3	55,1	28,4	
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2006 Dic	7,6	11,7	9,4	13,3	10,0	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,6	
2007 Dic	3,9	17,7	10,1	20,0	11,5	11,8	9,0	-2,6	12,8	11,2	13,1	
2008 Mar	2,8	18,3	9,8	11,1	10,0	10,6	6,4	-1,9	12,3	10,9	-157,4	
2008 Abr	2,4	19,7	10,3	10,9	10,4	10,1	6,3	-0,3	12,1	10,7	-185,8	
May	2,2	19,4	10,1	9,8	10,0	10,0	6,4	-1,9	12,0	10,5	-244,4	
Jun	1,5	19,0	9,5	9,9	9,6	9,6	5,4	-0,8	11,2	9,9	-286,2	
Jul	0,3	19,4	9,1	9,5	9,2	9,2	5,2	0,3	11,0	9,3	-300,3	
Ago	0,2	18,9	8,9	8,4	8,8	8,9	5,2	1,6	10,8	8,8	-253,3	
Sep <sup>(p)</sup>	1,2	17,7	8,9	7,1	8,6	.	5,2	0,8	10,1	8,5	-189,7	

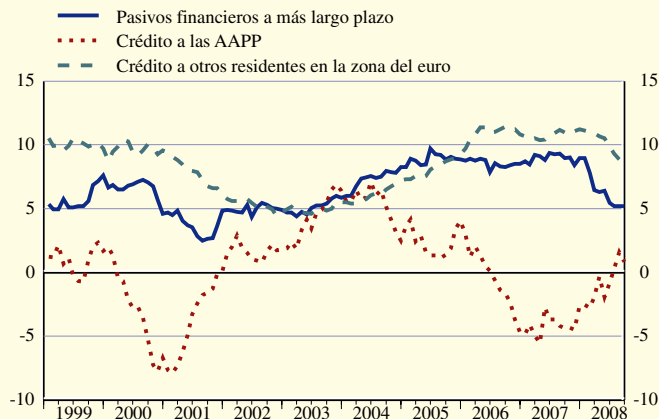
### C1 Agregados monetarios<sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### C2 Contrapartidas<sup>1)</sup>

(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 monetarias<sup>1)</sup>

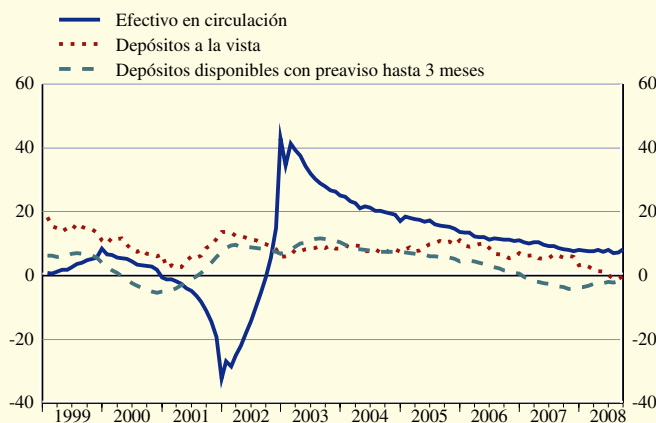
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2006	578,4	3.107,0	1.402,2	1.552,0	266,1	636,9	198,5	2.399,6	102,2	1.655,0	1.277,3
2007	625,8	3.206,9	1.971,8	1.535,3	307,4	686,6	316,3	2.561,0	119,6	1.813,5	1.483,7
2008 I	638,0	3.205,6	2.132,4	1.541,5	308,7	746,6	282,5	2.545,9	119,4	1.813,7	1.493,1
2008 Abr	644,8	3.194,5	2.219,0	1.543,1	323,7	743,8	273,7	2.557,6	118,7	1.817,9	1.503,1
May	643,7	3.206,8	2.255,4	1.536,6	316,8	739,5	290,4	2.566,7	117,6	1.829,7	1.497,4
Jun	649,6	3.193,8	2.288,9	1.536,7	340,6	728,0	288,4	2.572,1	116,9	1.832,8	1.488,0
Jul	649,7	3.182,4	2.374,1	1.530,1	346,4	726,7	289,4	2.595,1	116,4	1.833,3	1.505,1
Ago	653,7	3.191,0	2.420,3	1.527,8	336,6	744,5	280,8	2.619,8	115,4	1.841,1	1.523,6
Sep <sup>(p)</sup>	662,9	3.216,5	2.455,3	1.521,8	344,4	732,2	290,9	2.631,1	114,2	1.836,9	1.554,9
Operaciones											
2006	57,3	203,9	301,2	9,3	30,9	30,0	70,0	217,2	15,4	138,1	57,0
2007	46,9	98,4	581,3	-55,9	43,3	58,6	118,0	152,3	9,9	164,5	162,8
2008 II	11,6	-13,1	157,8	-4,8	31,9	-18,2	8,5	27,8	-2,5	17,6	14,8
III <sup>(p)</sup>	13,3	13,7	152,9	-15,8	3,6	2,2	5,9	17,7	-2,7	-0,2	65,5
2008 Abr	6,8	-11,9	85,9	1,5	14,9	-2,2	-8,7	10,4	-0,7	2,5	22,0
May	-1,0	10,7	36,2	-6,5	-6,9	-4,2	15,8	9,3	-1,2	11,6	-1,6
Jun	5,9	-11,9	35,7	0,1	23,9	-11,8	1,4	8,1	-0,7	3,5	-5,6
Jul	0,1	-13,1	82,6	-7,2	5,7	-2,7	2,5	21,8	-0,5	0,1	17,3
Ago	4,0	4,5	40,3	-2,4	-9,9	17,8	-7,6	4,6	-1,0	5,5	18,1
Sep <sup>(p)</sup>	9,2	22,4	30,0	-6,2	7,7	-12,9	11,0	-8,7	-1,2	-5,8	30,1
Tasas de crecimiento											
2006 Dic	11,0	7,0	27,2	0,6	13,2	4,9	54,4	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Dic	8,1	3,2	41,4	-3,6	16,3	9,2	59,4	6,3	9,6	9,9	12,5
2008 Mar	7,7	1,9	39,4	-2,5	11,4	8,1	18,1	3,9	3,5	7,1	10,5
2008 Abr	8,0	1,4	41,4	-2,2	17,8	6,8	14,1	3,6	1,9	6,5	11,5
May	7,5	1,2	40,5	-2,4	17,1	4,8	15,2	3,3	0,5	6,2	12,9
Jun	8,0	0,3	38,8	-2,0	18,4	2,0	22,0	2,7	-0,8	5,5	10,9
Jul	7,1	-1,0	38,9	-2,1	17,2	1,0	24,5	3,2	-2,2	4,5	10,5
Ago	7,2	-1,1	37,2	-1,8	16,7	4,1	10,1	2,7	-3,4	4,6	11,3
Sep <sup>(p)</sup>	8,2	-0,2	34,4	-2,0	16,5	3,6	5,5	2,3	-5,7	4,0	13,0

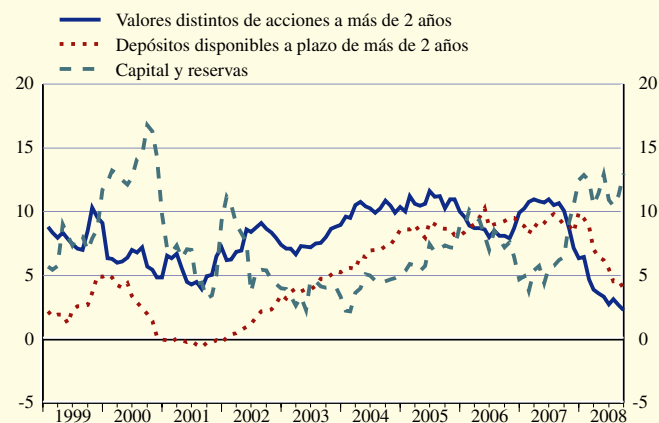
### C3 Componentes de los agregados monetarios<sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo<sup>1)</sup>

(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<sup>1),2)</sup>

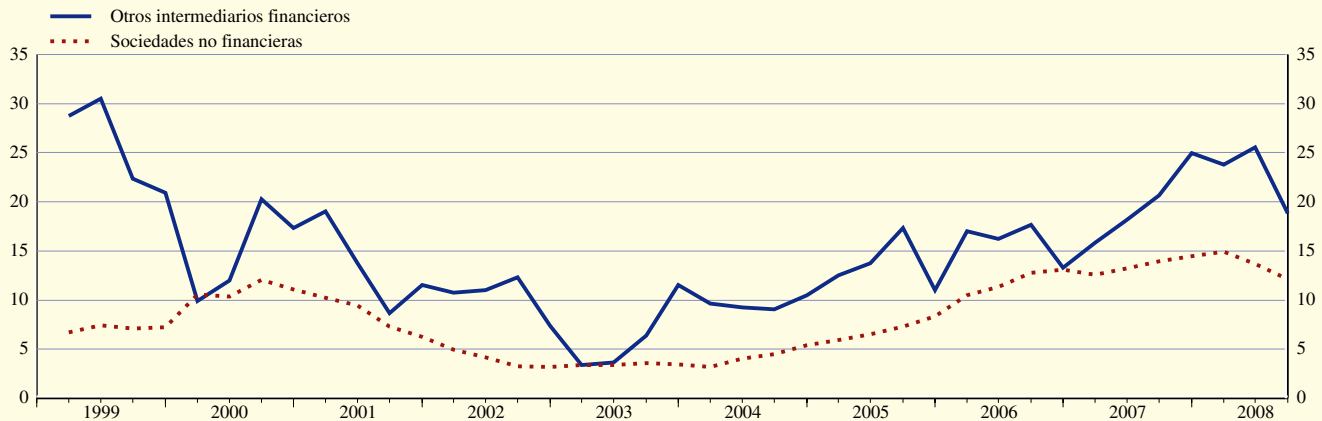
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

### 1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras<sup>3)</sup>

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros <sup>4)</sup>		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
<b>Saldos vivos</b>								
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	1.337,7	904,3	2.348,7
May	104,4	80,2	988,9	632,7	4.618,6	1.338,3	910,9	2.369,5
Jun	103,3	79,3	997,3	625,2	4.671,0	1.365,4	925,7	2.379,8
Jul	101,1	78,0	1.000,3	612,1	4.708,9	1.375,6	931,9	2.401,4
Ago	99,9	76,1	987,1	596,4	4.722,1	1.361,7	943,2	2.417,3
Sep <sup>(p)</sup>	100,6	77,0	1.018,2	621,2	4.762,2	1.375,3	952,4	2.434,4
<b>Operaciones</b>								
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007	14,0	15,8	175,4	113,5	556,3	144,9	155,7	255,7
2008 II	0,5	0,3	52,9	28,8	131,3	38,7	31,6	61,1
III <sup>(p)</sup>	-3,3	-2,6	13,3	-9,5	83,7	7,1	26,6	50,0
2008 Abr	-1,9	-2,7	23,0	21,0	47,6	10,5	8,6	28,5
May	3,4	3,8	20,1	14,4	28,6	0,8	7,0	20,9
Jun	-1,1	-0,9	9,8	-6,6	55,1	27,4	16,1	11,6
Jul	-2,3	-1,2	1,4	-13,8	41,1	10,5	6,9	23,7
Ago	-1,5	-2,2	-16,4	-18,4	7,0	-16,3	11,3	12,0
Sep <sup>(p)</sup>	0,5	0,8	28,3	22,7	35,6	12,8	8,4	14,3
<b>Tasas de crecimiento</b>								
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	-4,8	-4,6	25,5	25,9	13,7	11,9	20,9	12,4
Jul	-7,8	-7,4	24,0	22,2	12,9	11,1	18,6	11,9
Ago	-8,5	-10,8	20,7	18,2	12,6	10,8	18,4	11,6
Sep <sup>(p)</sup>	-9,2	-12,3	18,9	15,6	12,1	10,1	17,5	11,3

### C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras<sup>2)</sup>

(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<sup>1), 2)</sup>

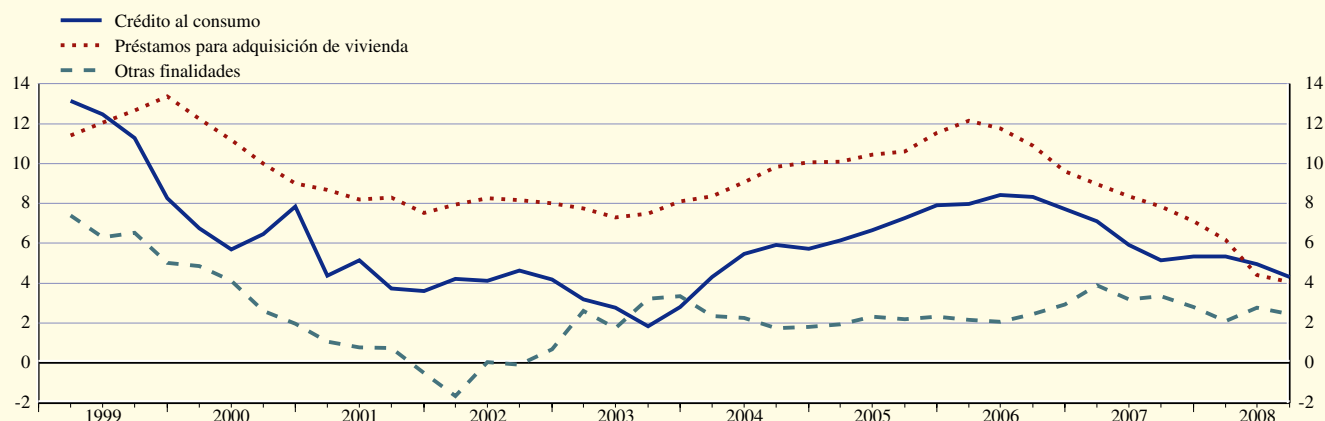
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

### 2. Préstamos a hogares<sup>3)</sup>

	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
<b>Saldos vivos</b>													
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	4.889,0	635,7	139,8	203,7	292,2	3.484,8	15,8	73,2	3.395,7	768,6	152,7	102,5	513,4
Jul	4.904,2	636,1	139,1	202,9	294,1	3.503,7	15,8	73,4	3.414,5	764,4	146,8	102,2	515,4
Ago	4.913,7	633,5	137,3	202,1	294,2	3.515,9	15,9	73,1	3.426,8	764,3	146,8	100,7	516,8
Sep <sup>(p)</sup>	4.938,2	636,6	140,4	201,4	294,9	3.533,9	16,5	72,7	3.444,8	767,6	150,0	100,2	517,4
<b>Operaciones</b>													
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 II	31,3	11,9	3,3	1,0	7,5	8,6	-0,3	0,0	8,9	10,9	6,2	-1,8	6,5
III <sup>(p)</sup>	48,4	1,3	0,7	-2,2	2,8	47,4	0,6	0,0	46,7	-0,3	-2,9	-2,0	4,6
2008 Abr	12,1	4,4	-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	4,5	7,1	3,4	-0,2	3,8	-13,4	0,0	0,2	-13,6	10,9	8,7	0,5	1,7
Jul	16,4	0,8	-0,6	-0,6	2,0	19,5	0,0	0,1	19,4	-3,9	-5,8	-0,3	2,2
Ago	8,4	-2,6	-1,9	-0,8	0,1	11,0	0,1	-0,2	11,1	0,0	-0,2	-1,2	1,4
Sep <sup>(p)</sup>	23,5	3,1	3,2	-0,8	0,7	16,9	0,6	0,1	16,2	3,6	3,1	-0,5	1,0
<b>Tasas de crecimiento</b>													
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	2,1	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	4,0	-0,8	9,9	4,4	-1,0	1,0	4,5	2,8	2,0	0,7	3,4
Jul	4,0	4,4	2,7	-1,3	9,6	4,3	0,0	0,6	4,4	2,5	0,6	-0,1	3,5
Ago	3,9	4,0	2,0	-1,4	9,1	4,1	0,2	0,2	4,2	2,5	2,1	-1,5	3,4
Sep <sup>(p)</sup>	3,8	4,3	4,9	-1,2	8,2	4,0	2,3	-0,1	4,1	2,5	2,4	-2,1	3,4

### C6 Préstamos a hogares<sup>2)</sup>

(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<sup>1),2)</sup>

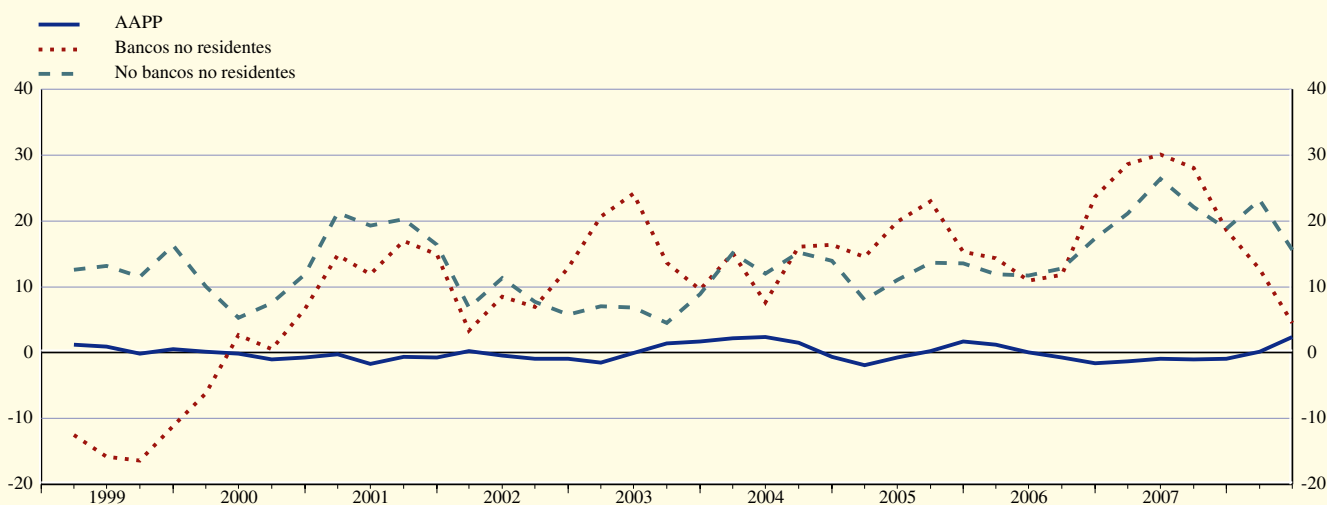
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

### 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 <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
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
2007 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
2008 II <sup>(p)</sup>	975,7	218,9	215,2	501,9	39,7	3.310,8	2.296,8	1.013,5	60,3	953,2
<b>Operaciones</b>										
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
2007 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
2008 II <sup>(p)</sup>	17,7	8,2	2,1	4,8	2,5	-99,8	-96,6	-3,6	-1,3	-2,3
<b>Tasas de crecimiento</b>										
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
2007 Dic	-1,0	-4,3	-5,6	1,4	13,7	18,7	18,6	18,8	0,5	20,3
2008 Mar	0,1	0,9	-5,1	1,6	19,5	15,7	12,7	23,2	10,2	24,1
2008 Jun <sup>(p)</sup>	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 euro<sup>2)</sup>

(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<sup>1),2)</sup>

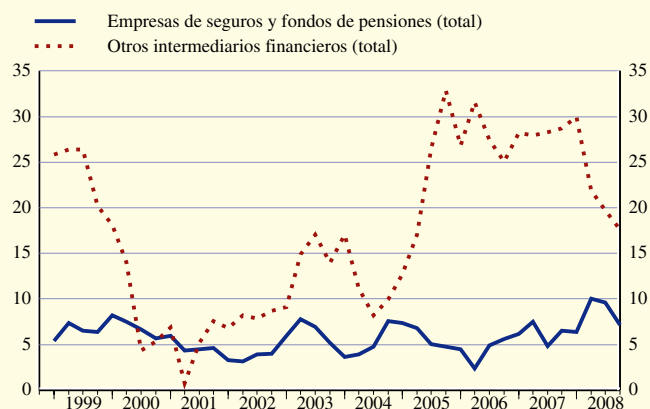
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros <sup>3)</sup>						
	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
<b>Saldos vivos</b>														
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	671,9	12,7	0,2	182,6
Jun	717,4	73,5	83,6	537,5	1,4	1,6	19,8	1.600,0	335,6	386,5	682,4	12,0	0,2	183,2
Jul	716,8	69,6	86,0	538,3	1,3	1,6	20,1	1.604,4	299,8	428,9	683,1	14,1	0,2	178,4
Ago	713,2	66,6	85,5	538,7	1,2	1,6	19,5	1.614,5	287,1	448,2	681,8	12,9	0,1	184,3
Sep <sup>4)</sup>	726,7	75,6	90,2	537,7	1,2	1,6	20,3	1.643,8	323,0	446,8	674,5	11,7	0,1	187,6
<b>Operaciones</b>														
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007	41,4	0,8	11,7	33,4	-0,2	-0,3	-4,1	341,1	32,7	98,9	183,7	1,7	0,1	24,1
2008 II	-5,9	-8,3	-0,2	4,9	-0,2	0,0	-2,1	70,8	0,7	25,3	32,5	-1,2	0,0	13,6
III <sup>5)</sup>	8,6	1,9	6,1	0,3	-0,2	0,0	0,5	31,5	-16,2	55,9	-11,8	-0,6	-0,1	4,2
2008 Abr	-1,0	-6,9	3,8	1,6	-0,2	0,0	0,7	31,8	-21,1	34,1	5,7	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	-1,2	3,9	-5,1	1,9	0,1	0,0	-1,9	21,5	14,7	-4,5	11,3	-0,6	0,0	0,7
Jul	-0,7	-3,9	2,3	0,8	-0,1	0,0	0,3	2,4	-36,5	41,3	0,3	2,1	0,0	-4,8
Ago	-4,1	-3,1	-0,7	0,4	-0,1	0,0	-0,6	4,3	-14,4	17,6	-3,3	-1,3	0,0	5,8
Sep <sup>5)</sup>	13,3	8,9	4,5	-0,9	0,0	0,0	0,8	24,8	34,7	-3,0	-8,7	-1,3	0,0	3,2
<b>Tasas de crecimiento</b>														
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	13,2	42,2	5,7	-10,5	-	3,4	19,7	5,5	35,4	19,7	5,6	-	20,8
Jul	7,1	-4,1	38,3	5,5	-20,6	-	-3,2	17,9	-6,3	48,4	16,1	5,8	-	18,4
Ago	7,4	8,4	23,4	5,6	-15,4	-	-5,9	18,6	-4,9	48,2	15,7	8,7	-	18,4
Sep <sup>5)</sup>	7,2	11,0	40,1	3,1	-20,1	-	-3,3	17,6	-3,1	45,1	16,1	-11,7	-	16,2

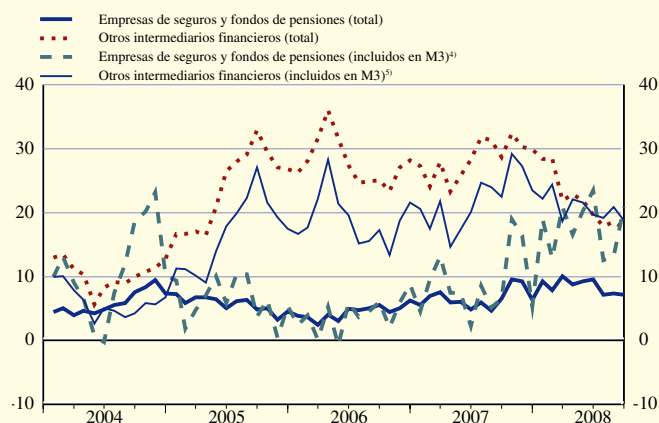
### C8 Depósitos totales por sector<sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



### C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector<sup>2)</sup>

(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<sup>(1,2)</sup>

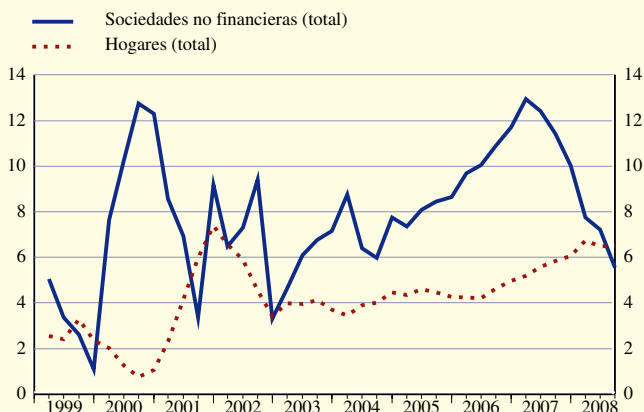
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>3)</sup>						
	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	
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	1.481,5	866,3	501,7	61,8	27,3	1,4	23,0	5.162,9	1.783,9	1.179,5	534,8	1.460,4	105,7	98,5
Jul	1.469,1	842,8	512,0	63,2	26,2	1,4	23,4	5.186,8	1.769,0	1.224,6	531,1	1.449,7	105,2	107,1
Ago	1.472,6	839,5	518,6	63,5	25,9	1,4	23,7	5.195,5	1.744,9	1.256,4	530,0	1.449,4	104,1	110,8
Sep <sup>(p)</sup>	1.493,3	872,8	505,6	63,0	25,6	1,4	25,0	5.201,9	1.750,5	1.272,9	526,2	1.441,2	103,1	108,0
Operaciones														
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007	134,5	31,8	123,3	-8,0	-11,0	-0,7	-1,1	280,9	21,7	321,9	-45,4	-45,6	11,2	17,1
2008 II	33,8	19,6	14,0	1,7	-1,5	-0,1	0,1	87,1	26,6	79,9	-13,5	-5,5	-3,3	2,9
III <sup>(p)</sup>	1,8	2,4	-1,0	0,6	-2,2	-0,1	2,0	34,2	-34,4	89,6	-8,6	-19,3	-2,6	9,5
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	5,6	13,5	-9,7	0,3	-0,2	0,0	1,7	15,7	6,2	21,0	-5,0	-2,7	-0,6	-3,2
Jul	-15,6	-24,5	8,7	1,3	-1,5	0,0	0,5	23,8	-15,0	45,1	-3,7	-10,7	-0,5	8,6
Ago	-0,1	-4,9	4,8	0,2	-0,3	0,0	0,2	6,1	-24,7	29,8	-1,2	-0,4	-1,1	3,6
Sep <sup>(p)</sup>	17,5	31,9	-14,5	-0,9	-0,3	0,0	1,3	4,2	5,2	14,7	-3,7	-8,2	-1,0	-2,7
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	-10,0	-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	31,0	-8,4	-29,2	-6,9	-21,0	7,2	1,3	45,8	-7,1	-1,7	0,1	29,3
Jun	7,2	0,8	28,3	-7,4	-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	23,2	-5,0	-28,0	-16,5	-8,3	6,9	-0,2	44,8	-7,2	-1,5	-2,2	29,8
Ago	5,8	1,6	18,8	-5,0	-22,5	-16,9	-11,0	7,1	0,0	43,6	-6,8	-1,3	-3,6	27,4
Sep <sup>(p)</sup>	5,6	2,9	14,1	-2,7	-22,8	-17,3	2,3	6,5	-0,6	40,9	-7,0	-1,3	-5,1	28,6

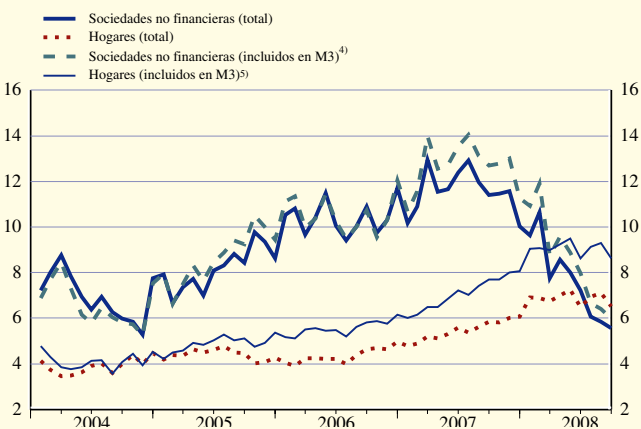
### C10 Depósitos totales por sector<sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



### C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector<sup>2)</sup>

(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<sup>1), 2)</sup>

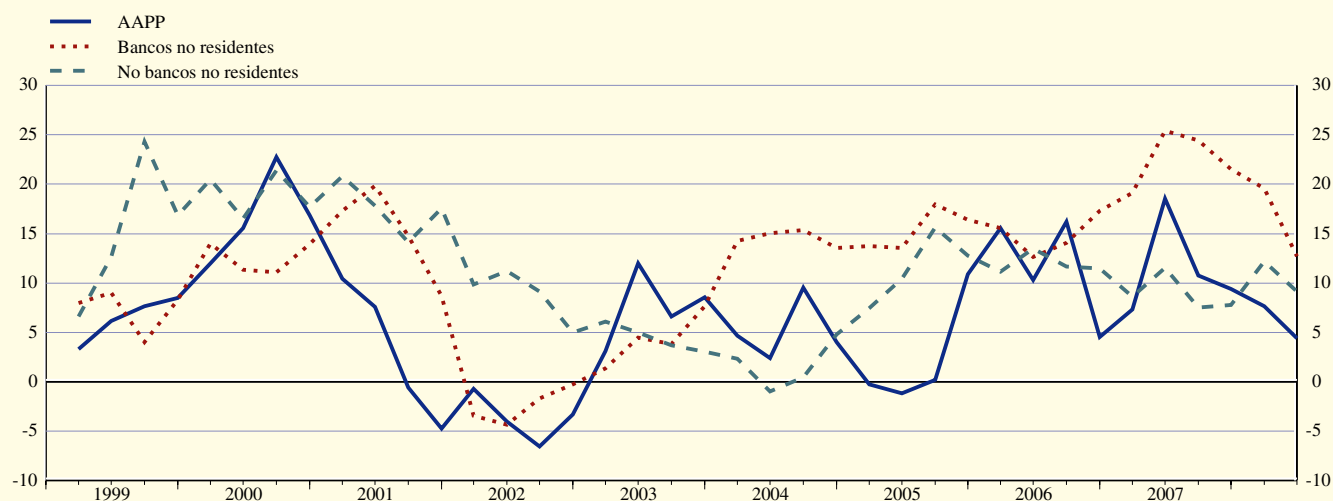
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

#### 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 <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
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 <sup>(p)</sup>	410,3	155,9	56,5	112,4	85,9	4.019,9	3.038,6	981,2	132,0	849,2
<b>Operaciones</b>										
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	279,2	220,4	58,7	-8,4	67,1
II <sup>(p)</sup>	34,4	16,0	6,8	4,8	7,1	-17,7	-35,1	17,4	0,9	16,5
<b>Tasas de crecimiento</b>										
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 <sup>(p)</sup>	4,4	-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 euro<sup>2)</sup>

(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.

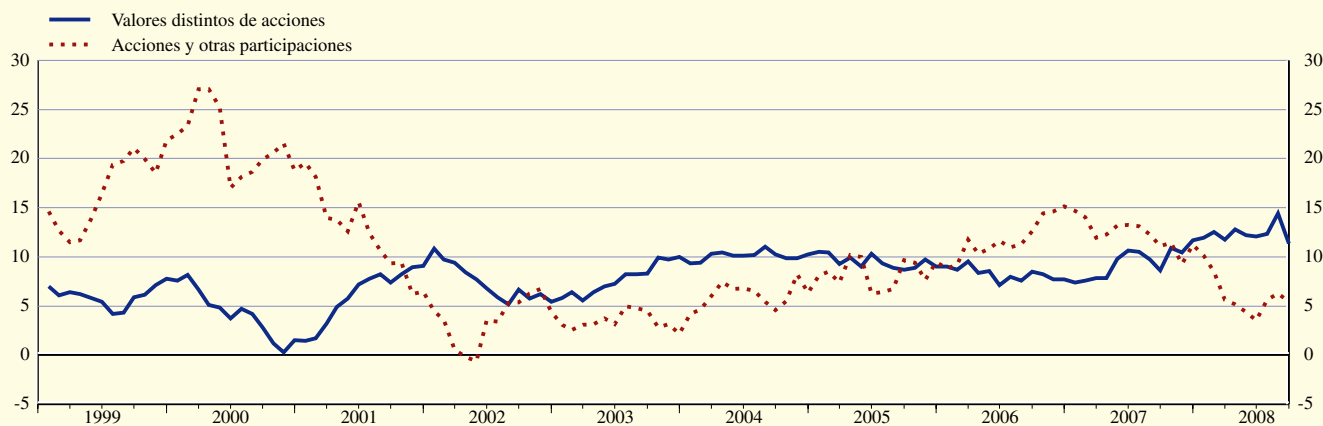
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM<sup>1), 2)</sup>

(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
<b>Saldos vivos</b>												
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	5.382,4	1.748,0	91,9	1.208,1	16,0	983,0	49,0	1.286,3	1.670,7	458,3	913,7	298,7
May	5.477,7	1.790,0	99,1	1.212,7	14,7	1.007,1	49,1	1.304,9	1.683,2	477,5	906,7	298,9
Jun	5.484,6	1.792,7	98,5	1.204,3	15,1	1.034,3	48,1	1.291,5	1.600,8	460,4	849,1	291,3
Jul	5.551,5	1.814,2	103,2	1.211,7	15,0	1.050,8	48,7	1.307,8	1.621,7	462,0	867,7	291,9
Ago	5.638,0	1.826,7	105,6	1.213,9	14,7	1.076,4	51,0	1.349,7	1.619,1	456,8	868,8	293,5
Sep <sup>(p)</sup>	5.497,1	1.797,7	102,0	1.175,4	15,5	1.047,8	50,6	1.308,0	1.616,5	459,6	866,9	290,0
<b>Operaciones</b>												
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 II	204,1	66,3	11,4	12,9	0,0	78,8	2,9	31,8	7,7	15,7	-3,9	-4,2
III <sup>(p)</sup>	-46,2	6,7	-2,7	-35,0	-0,9	13,9	-1,4	-26,8	28,1	2,2	24,4	1,5
2008 Abr	80,2	19,5	3,8	10,5	0,6	25,3	3,2	17,3	62,8	6,0	53,8	3,0
May	97,0	42,3	7,1	7,3	-1,3	23,8	0,0	17,8	14,4	21,0	-6,2	-0,4
Jun	26,8	4,5	0,5	-5,0	0,7	29,7	-0,3	-3,3	-69,4	-11,2	-51,4	-6,8
Jul	60,2	21,7	4,2	5,1	-0,2	15,8	0,4	13,1	23,1	2,8	19,7	0,6
Ago	50,9	12,2	-0,6	-0,6	-1,0	24,3	0,1	16,7	-2,3	-4,9	0,7	1,9
Sep <sup>(p)</sup>	-157,4	-27,1	-6,3	-39,4	0,3	-26,3	-1,9	-56,6	7,3	4,3	4,0	-1,0
<b>Tasas de crecimiento</b>												
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	59,5	16,0	5,2	13,8	3,9	-2,8
May	12,2	10,6	36,8	-4,8	4,3	38,7	59,7	14,0	4,4	12,7	4,1	-6,2
Jun	12,0	11,0	36,5	-4,5	9,7	36,6	61,8	12,6	3,5	17,5	2,4	-10,4
Jul	12,3	11,5	26,2	-2,3	9,6	36,0	53,8	11,3	5,6	18,6	5,9	-10,6
Ago	14,4	12,5	33,3	0,2	4,2	38,0	62,9	13,7	6,3	16,3	7,1	-8,2
Sep <sup>(p)</sup>	11,4	11,1	24,1	-1,9	5,8	30,8	44,6	10,2	5,4	13,8	7,8	-10,8

## C13 Detalle de los valores en poder de las IFM<sup>2)</sup>

(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<sup>(1),2)</sup>**

(mm de euros)

**1. saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares<sup>3)</sup>**

	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	-1,9	-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	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3
Jul	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,2
Ago	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,6	0,0	-0,4	-0,2
Sep <sup>(p)</sup>	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008 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	-1,2	-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	-1,9	-0,1	-1,6	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
Sep <sup>(p)</sup>	-1,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,3	-0,3

**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	-18,5	-1,5	-0,1	-8,7	-0,1	-2,5	-0,5	-5,0	-7,9	-2,9	-6,5	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	-10,3	-2,2	-0,1	-3,3	0,0	-2,4	-0,1	-2,2	-8,5	-1,6	-6,2	-0,8
Jul	2,3	0,1	0,1	2,4	0,0	0,6	0,0	-0,9	-1,6	-0,5	-1,1	0,0
Ago	5,7	0,8	0,2	2,8	0,1	0,9	0,1	0,9	-0,2	-0,2	0,4	-0,4
Sep <sup>(p)</sup>	-8,2	-2,3	0,0	1,0	0,1	-2,3	-0,1	-4,5	-9,2	-0,8	-6,0	-2,4

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) 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<sup>1) 2)</sup>

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

### 1. Depósitos

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	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	
<b>De residentes en la zona del euro</b>														
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 <sup>(p)</sup>	6.287,7	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
<b>De no residentes en la zona del euro</b>														
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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>4)</sup>	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 <sup>(p)</sup>	5.146,8	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<sup>1) 2)</sup>**

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

**3. Préstamos**

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	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	
<b>A residentes en la zona del euro</b>														
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 <sup>(p)</sup>	6.002,0	-	-	-	-	-	11.636,4	96,0	4,0	1,9	0,2	1,0	0,6	
<b>A no residentes en la zona del euro</b>														
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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	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	
<b>Emitidos por residentes en la zona del euro</b>														
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 <sup>(p)</sup>	1.891,2	94,8	5,2	2,6	0,3	0,3	1,7	2.301,9	97,3	2,7	1,9	0,3	0,1	0,4
<b>Emitidos por no residentes en la zona del euro</b>														
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 <sup>(p)</sup>	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 euro<sup>1)</sup>

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

### 1. Activo

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

### 2. Pasivo

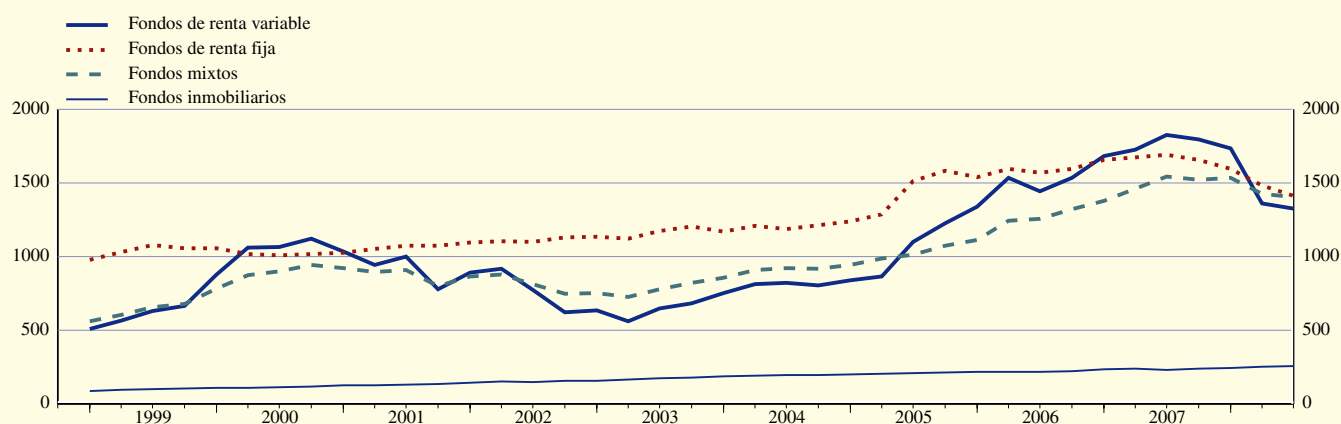
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
	1	2	3	4
2007 I	5.714,8	80,9	5.351,4	282,6
II	5.993,1	82,9	5.589,0	321,3
III	5.892,8	78,5	5.496,8	317,5
IV	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 I	5.160,6	76,4	4.846,6	237,6
II <sup>(p)</sup>	5.014,9	74,8	4.720,6	219,5

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

	Total	Fondos según su política de inversión				Fondos según el tipo de inversor		
		Fondos de renta variable	Fondos de renta fija	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Otros fondos	Fondos abiertos al público	Fondos de inversores especiales
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007 I	5.714,8	1.724,3	1.674,1	1.459,9	238,5	618,1	4.374,0	1.340,9
II	5.993,1	1.826,0	1.692,8	1.541,6	230,8	701,8	4.579,4	1.413,8
III	5.892,8	1.797,1	1.654,6	1.523,2	236,1	681,7	4.468,3	1.424,5
IV	5.781,3	1.735,5	1.596,8	1.535,4	244,2	669,4	4.344,6	1.436,7
2008 I	5.160,6	1.362,6	1.483,3	1.427,8	249,6	637,4	3.778,1	1.382,5
II <sup>(p)</sup>	5.014,9	1.324,6	1.413,6	1.405,5	256,1	615,3	3.646,8	1.368,1

## CI4 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

### 1. Fondos según su política de inversión

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

### 2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Fondos abiertos al público</b>							
2007 I	4.374,0	274,4	1.422,4	1.695,8	530,1	153,3	297,9
II	4.579,4	278,8	1.434,5	1.819,1	577,5	145,0	324,5
III	4.468,3	287,9	1.375,7	1.791,2	564,1	142,9	306,4
IV	4.344,6	279,9	1.336,9	1.717,4	569,6	149,1	291,8
2008 I	3.778,1	277,6	1.218,3	1.362,1	514,2	154,1	251,9
II <sup>(p)</sup>	3.646,8	264,5	1.177,3	1.326,6	485,5	154,9	238,0
<b>Fondos de inversores especiales</b>							
2007 I	1.340,9	58,2	610,2	375,9	190,7	33,3	72,6
II	1.413,8	65,4	612,2	400,2	208,6	34,7	92,6
III	1.424,5	70,4	639,3	377,3	209,5	37,7	90,2
IV	1.436,7	73,4	656,6	360,0	214,5	40,0	92,2
2008 I	1.382,5	88,0	639,6	308,1	205,6	43,0	98,2
II <sup>(p)</sup>	1.368,1	94,8	629,9	297,6	205,2	49,9	90,7

Fuente: BCE.



## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2008 II</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Exportaciones de bienes y servicios						525,8
<i>Balanza comercial</i> <sup>1)</sup>						-17,9
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.112,2	110,7	712,1	55,3	234,1	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	40,6	4,4	28,2	4,2	3,7	
Consumo de capital fijo	337,0	91,4	191,3	11,0	43,4	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	586,3	304,0	253,6	30,1	-1,4	
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,5
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	1.201,5	59,6	514,5	553,8	73,6	166,1
Intereses	561,9	57,2	89,7	341,5	73,5	87,5
Otra renta de la propiedad	639,5	2,3	424,8	212,3	0,1	78,6
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	1.947,4	1.690,8	-8,9	32,2	233,3	
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	295,1	225,8	53,5	15,5	0,3	5,3
Cotizaciones sociales	413,6	413,6				0,8
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	407,5	1,4	16,0	28,5	361,5	0,6
Otras transferencias corrientes	184,4	69,4	25,2	49,2	40,6	8,4
Primas netas de seguros no vida	47,1	34,5	11,0	0,9	0,7	1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	47,0			47,0		0,8
Otras	90,2	34,9	14,2	1,2	39,9	6,5
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	1.929,3	1.474,7	-75,1	33,2	496,6	
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.768,8	1.304,8			464,0	
Gasto en consumo individual	1.587,0	1.304,8			282,2	
Gasto en consumo colectivo	181,7				181,7	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones						
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> <sup>1)</sup>	160,6	188,0	-75,3	15,4	32,6	25,1
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	522,7	164,9	288,8	14,7	54,3	
Formación bruta de capital fijo	521,1	165,3	286,9	14,7	54,2	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	1,6	-0,3	1,9	0,0	0,0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,3	-1,8	1,9	0,2	0,0	-0,3
Transferencias de capital	34,6	9,1	2,1	1,5	21,8	5,1
Impuestos sobre el capital	5,9	5,7	0,2	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	28,7	3,4	1,9	1,5	21,8	5,1
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	-22,4	116,6	-159,0	10,6	9,3	22,4
Discrepancia estadística	0,0	-22,2	22,2	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2008 II</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Importaciones de bienes y servicios						507,9
<i>Balanza comercial</i>						
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.076,0	510,4	1.185,2	100,7	279,7	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	233,4					
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	2.309,4					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta	586,3	304,0	253,6	30,1	-1,4	
Remuneración de los asalariados	1.113,9	1.113,9				2,7
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	274,8				274,8	-0,8
Renta de la propiedad	1.173,9	332,5	252,0	555,8	33,5	193,7
Intereses	545,7	82,7	49,9	405,1	8,0	103,7
Otra renta de la propiedad	628,2	249,8	202,1	150,8	25,5	89,9
<i>Renta nacional neta</i>						
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta	1.947,4	1.690,8	-8,9	32,2	233,3	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	299,9				299,9	0,5
Cotizaciones sociales	413,3	1,1	16,8	46,0	349,5	1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	405,2	405,2				3,0
Otras transferencias corrientes	164,1	87,8	11,6	48,3	16,4	28,6
Primas netas de seguros no vida	47,0			47,0		1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	46,4	36,8	8,6	0,7	0,3	1,4
Otras	70,7	51,0	3,0	0,5	16,1	26,0
<i>Renta disponible neta</i>						
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta	1.929,3	1.474,7	-75,1	33,2	496,6	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	18,1	18,1				0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior	160,6	188,0	-75,3	15,4	32,6	25,1
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	337,0	91,4	191,3	11,0	43,4	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	37,5	9,6	17,8	0,6	9,5	2,2
Impuestos sobre el capital	5,9				5,9	0,0
Otras transferencias de capital	31,6	9,6	17,8	0,6	3,6	2,2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Discrepancia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

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

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

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

Fuente: BCE.

### 3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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



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

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

Fuente: BCE y Eurostat

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

### 3.3 Hogares

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

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

### 3.4 Sociedades no financieras

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

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

### 3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

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

Fuente: BCE.

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

## MERCADOS FINANCIEROS

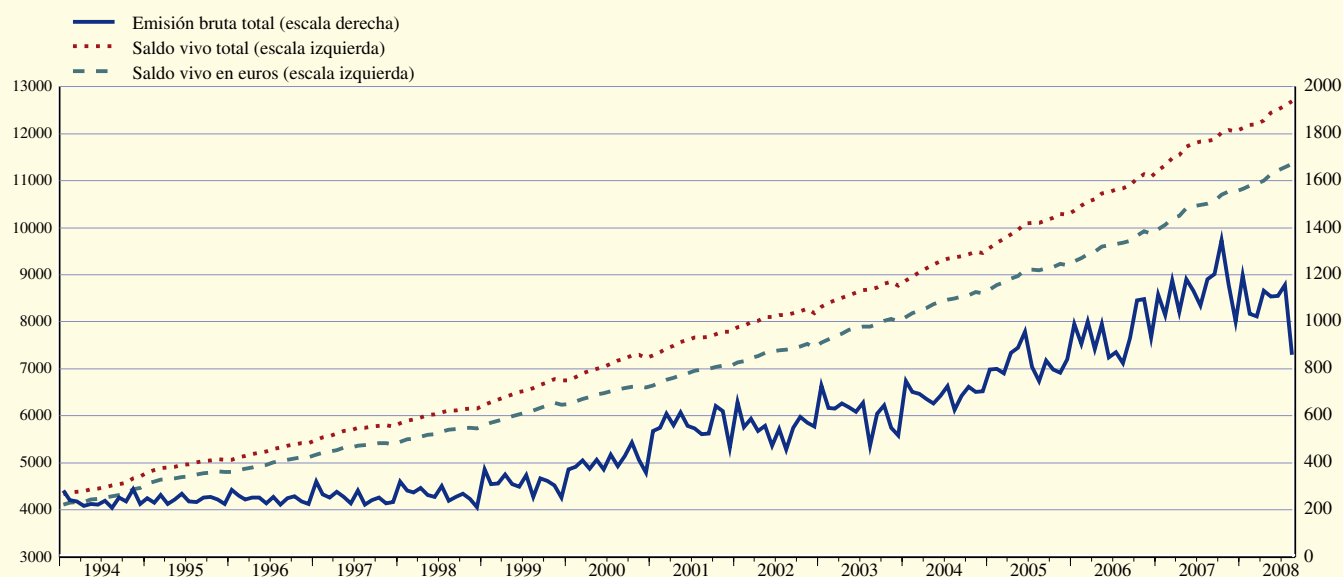
### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>			Emisiones por residentes en la zona del euro								
				En euros			En todas las monedas					
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
	Total											
2007 Ago	12.563,8	1.184,1	28,1	10.511,1	1.131,9	26,0	11.851,1	1.181,8	25,9	9,2	76,4	9,0
Sep	12.653,8	1.243,6	88,5	10.566,1	1.154,1	53,5	11.878,1	1.201,8	43,7	9,0	63,9	8,0
Oct	12.763,5	1.350,5	108,5	10.696,6	1.279,0	129,6	12.024,6	1.348,2	147,1	9,1	115,2	9,0
Nov	12.852,4	1.176,4	87,0	10.767,8	1.108,1	69,2	12.069,5	1.160,3	64,1	8,6	52,1	7,6
Dic	12.877,8	1.039,7	28,5	10.764,3	958,2	-0,5	12.050,2	1.001,3	-17,8	9,0	97,7	8,2
2008 Ene	12.911,9	1.199,7	38,1	10.819,0	1.130,1	58,8	12.118,8	1.195,8	68,4	8,5	28,0	7,5
Feb	12.994,3	1.024,8	82,5	10.891,5	966,2	72,6	12.179,7	1.034,3	75,8	8,0	45,1	6,9
Mar	13.100,1	1.071,1	105,9	10.938,7	966,9	47,1	12.197,2	1.022,4	44,9	7,1	20,4	6,1
Abr	13.151,4	1.159,0	51,4	11.005,2	1.067,4	66,7	12.276,7	1.132,3	78,7	7,1	59,6	5,1
May	13.328,4	1.123,6	177,1	11.142,9	1.033,8	137,7	12.438,1	1.107,7	152,6	6,7	96,9	5,9
Jun	13.465,6	1.151,8	135,4	11.218,6	1.036,6	74,1	12.510,1	1.108,8	80,3	6,9	87,7	5,7
Jul	.	.	.	11.279,7	1.069,0	55,0	12.588,0	1.155,8	74,3	7,1	96,5	6,8
Ago	.	.	.	11.355,9	785,4	77,8	12.687,2	859,1	84,1	7,6	135,4	8,3
	A largo plazo											
2007 Ago	11.386,5	103,2	-6,7	9.473,4	87,3	-7,7	10.637,0	104,5	-2,9	8,5	48,6	7,6
Sep	11.409,2	157,6	21,6	9.488,3	132,2	13,7	10.625,0	146,6	12,4	8,0	20,6	6,1
Oct	11.486,2	237,0	78,1	9.552,3	200,8	65,3	10.687,6	225,2	72,5	7,7	69,7	6,6
Nov	11.566,8	175,4	78,9	9.612,7	141,8	58,6	10.729,9	156,7	55,6	7,1	38,3	5,4
Dic	11.623,0	198,0	56,8	9.660,0	164,1	47,9	10.764,2	175,3	36,7	7,4	72,6	5,7
2008 Ene	11.622,3	194,5	2,6	9.653,2	166,2	-3,4	10.761,7	190,1	1,8	6,7	16,2	5,1
Feb	11.669,3	181,7	46,9	9.702,3	162,4	49,1	10.804,1	186,8	51,4	6,1	29,0	4,7
Mar	11.705,0	179,1	36,0	9.727,9	144,5	25,7	10.802,7	159,7	22,5	5,3	12,9	4,5
Abr	11.792,5	258,2	87,6	9.791,6	207,0	63,9	10.876,4	224,8	69,2	5,5	64,9	4,4
May	11.944,7	289,2	152,4	9.904,2	233,6	112,7	10.999,3	256,1	121,9	5,2	68,3	5,0
Jun	12.060,0	281,6	115,5	9.992,4	228,2	88,5	11.086,4	251,3	95,9	5,3	68,9	4,9
Jul	.	.	.	10.027,1	175,1	29,5	11.128,8	193,4	35,1	5,4	60,0	5,7
Ago	.	.	.	10.074,5	103,9	48,9	11.197,2	119,6	50,7	5,9	106,3	7,2

### 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 <sup>1)</sup>					
	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	
<b>Total</b>												
2006	11.088	4.573	1.166	625	4.419	304	947	700	36	93	112	7
2007	12.050	5.054	1.475	675	4.531	315	1.136	841	46	122	121	7
2007 III	11.878	4.960	1.345	666	4.597	310	1.151	868	30	131	115	6
IV	12.050	5.054	1.475	675	4.531	315	1.170	888	65	109	101	7
2008 I	12.197	5.095	1.493	680	4.616	313	1.084	786	24	106	159	9
II	12.510	5.236	1.600	692	4.666	317	1.116	786	52	119	153	7
2008 May	12.438	5.228	1.549	695	4.650	317	1.108	801	44	118	135	9
Jun	12.510	5.236	1.600	692	4.666	317	1.109	775	68	117	143	7
Jul	12.588	5.287	1.617	694	4.672	319	1.156	812	31	113	190	9
Ago	12.687	5.319	1.641	695	4.711	321	859	586	32	108	128	6
<b>A corto plazo</b>												
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	1.394	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 May	1.439	854	32	130	414	8	852	666	4	103	74	6
Jun	1.424	833	36	129	418	8	858	650	7	109	88	4
Jul	1.459	845	43	131	432	7	962	719	11	109	120	3
Ago	1.490	859	49	129	445	8	739	521	9	105	102	3
<b>Total a largo plazo<sup>2)</sup></b>												
2006	10.075	3.998	1.150	536	4.089	301	181	84	30	8	54	5
2007	10.764	4.267	1.456	558	4.174	309	190	86	41	8	52	3
2007 III	10.625	4.245	1.335	554	4.188	304	147	66	27	5	46	3
IV	10.764	4.267	1.456	558	4.174	309	186	79	58	9	37	4
2008 I	10.803	4.278	1.461	552	4.205	306	179	86	17	4	67	5
II	11.086	4.403	1.564	563	4.247	309	244	121	47	10	64	3
2008 May	10.999	4.374	1.517	565	4.236	308	256	135	41	15	62	4
Jun	11.086	4.403	1.564	563	4.247	309	251	125	61	7	55	3
Jul	11.129	4.442	1.574	563	4.239	311	193	93	20	4	71	6
Ago	11.197	4.460	1.592	566	4.266	313	120	66	23	3	26	2
<b>Del cual: a tipo fijo</b>												
2006	7.059	2.136	545	410	3.731	237	108	40	12	5	48	3
2007	7.324	2.274	589	423	3.788	250	107	44	10	5	45	3
2007 III	7.315	2.254	591	417	3.806	246	88	33	8	3	41	2
IV	7.324	2.274	589	423	3.788	250	93	43	8	6	33	3
2008 I	7.303	2.271	583	415	3.789	246	110	43	4	3	56	3
II	7.470	2.359	601	427	3.836	248	145	67	11	9	56	2
2008 May	7.422	2.323	593	427	3.832	247	144	64	9	14	54	3
Jun	7.470	2.359	601	427	3.836	248	147	78	13	6	48	2
Jul	7.481	2.384	599	427	3.822	250	124	52	2	3	64	3
Ago	7.517	2.387	607	429	3.844	251	66	32	9	2	21	1
<b>Del cual: a tipo variable</b>												
2006	2.595	1.512	595	113	312	64	60	34	18	3	4	1
2007	2.985	1.615	848	124	338	58	69	31	30	3	4	0
2007 III	2.855	1.611	727	125	336	57	46	24	17	2	3	0
IV	2.985	1.615	848	124	338	58	80	25	49	2	3	1
2008 I	3.028	1.628	857	126	357	60	53	32	11	1	7	2
II	3.160	1.675	939	126	359	60	87	46	35	1	4	1
2008 May	3.113	1.671	899	127	355	60	99	63	29	1	5	1
Jun	3.160	1.675	939	126	359	60	92	39	47	2	5	0
Jul	3.180	1.680	949	127	363	61	51	26	17	2	4	2
Ago	3.211	1.696	960	128	366	62	44	27	13	1	3	1

Fuente: BCE.

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

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

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

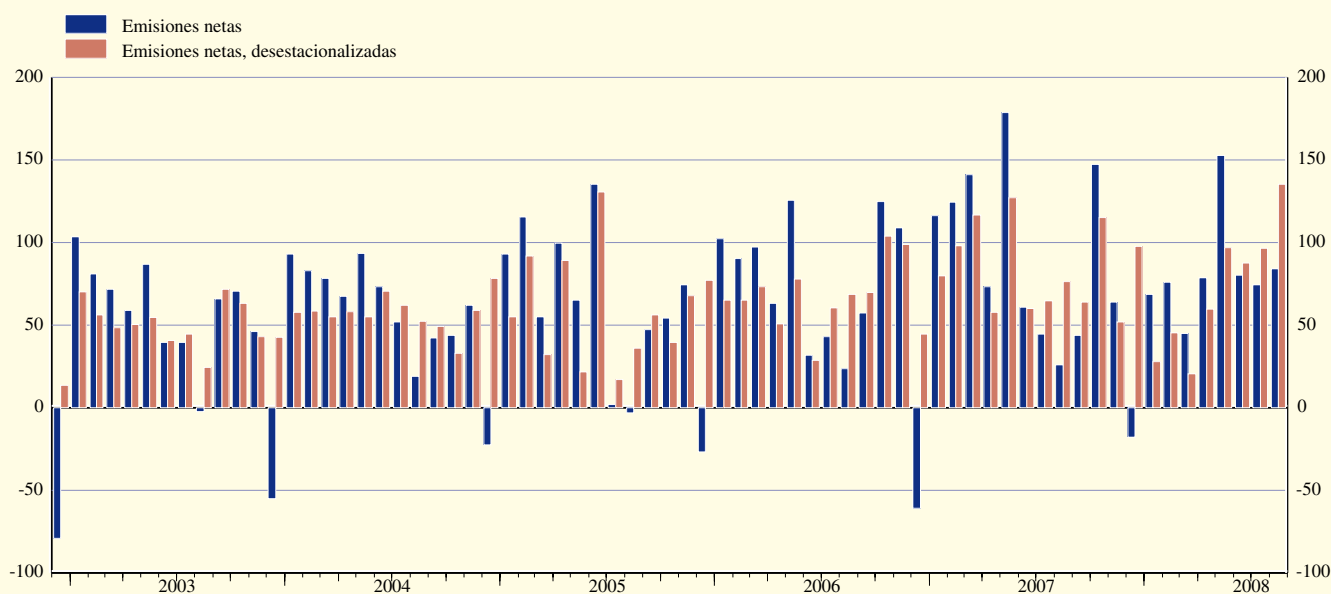
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar <sup>1)</sup>						Desestacionalizadas <sup>1)</sup>					
	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	67,3	35,5	19,9	2,4	7,5	1,9
2007	83,5	40,4	27,5	4,6	10,0	0,9	84,1	41,0	27,0	4,8	10,4	0,9
2007 III	38,0	31,8	12,1	-2,8	-3,8	0,7	68,4	39,7	22,4	0,2	4,1	1,9
IV	64,5	31,9	48,0	4,0	-21,0	1,6	88,3	42,5	31,8	6,0	7,1	0,9
2008 I	63,0	23,1	8,1	2,8	29,6	-0,6	31,2	3,9	17,6	1,7	8,7	-0,8
II	103,9	46,2	35,6	4,3	16,4	1,3	81,4	48,1	31,6	0,0	0,7	1,0
2008 May	152,6	93,2	29,1	12,2	14,3	3,8	96,9	77,2	24,4	4,3	-12,8	3,9
Jun	80,3	13,2	52,8	-2,0	16,1	0,2	87,7	48,8	43,1	-2,8	-0,3	-0,9
Jul	74,3	49,0	16,3	1,4	5,7	1,9	96,5	47,4	17,8	1,2	27,1	2,9
Ago	84,1	26,2	20,7	0,1	35,0	2,1	135,4	40,2	39,3	5,3	46,8	3,7
A largo plazo												
2006	63,0	29,0	19,7	2,2	10,1	1,9	62,9	29,1	19,4	2,2	10,2	1,9
2007	61,7	23,8	27,3	2,3	7,7	0,7	61,4	23,9	26,8	2,3	7,7	0,7
2007 III	11,0	4,7	12,6	-1,7	-4,7	0,1	38,7	11,7	22,8	-0,2	3,3	1,2
IV	54,9	9,5	45,0	2,4	-3,7	1,6	60,2	17,6	29,1	2,0	10,7	0,8
2008 I	25,2	11,5	4,0	-1,0	11,4	-0,7	19,4	2,4	13,3	1,5	2,9	-0,8
II	95,7	42,6	34,3	3,9	14,0	0,8	67,4	36,2	30,3	0,4	-0,2	0,7
2008 May	121,9	63,8	28,7	9,7	17,4	2,4	68,3	45,5	23,1	4,5	-7,6	2,6
Jun	95,9	35,3	49,1	-0,8	11,7	0,6	68,9	39,1	39,9	-5,9	-3,4	-0,7
Jul	35,1	32,4	8,8	-0,2	-8,2	2,3	60,0	32,9	9,9	-0,2	13,7	3,7
Ago	50,7	9,3	14,7	1,5	23,1	2,0	106,3	27,3	34,3	4,3	36,9	3,5

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

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



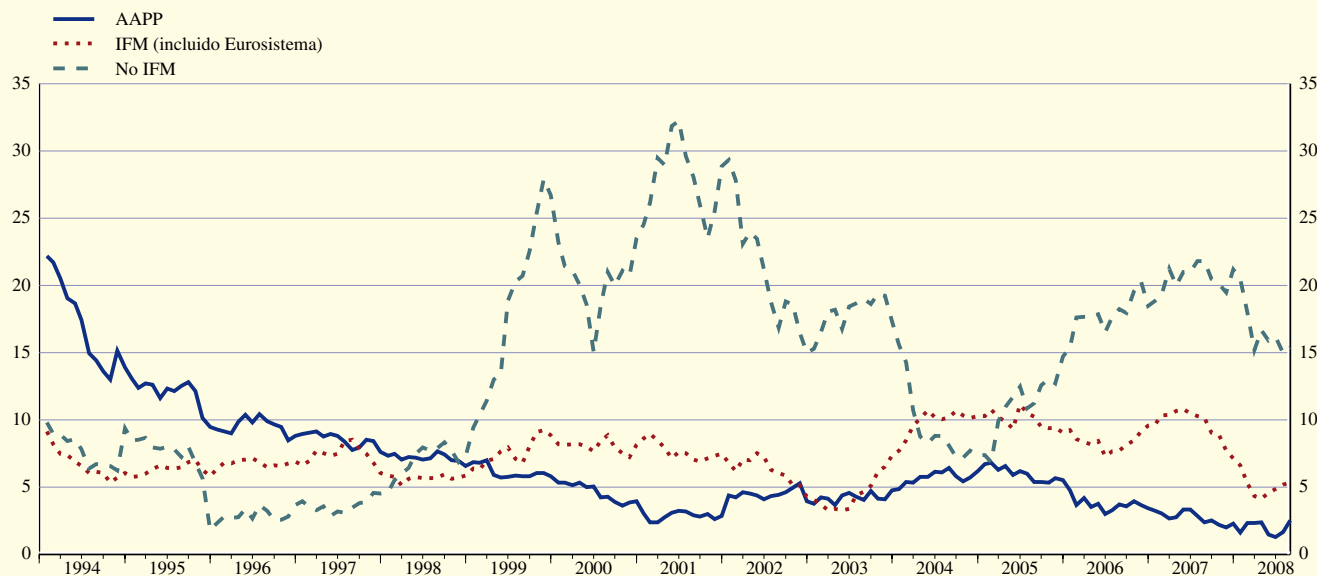
Fuente: BCE.

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 euro<sup>1)</sup> (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 Ago	9,2	11,1	28,6	9,7	3,1	2,5	9,0	9,7	26,5	12,1	3,8	3,1
Sep	9,0	10,9	27,0	8,2	3,2	4,2	8,0	9,7	18,7	9,0	3,5	3,2
Oct	9,1	11,0	26,9	8,9	3,0	5,4	9,0	10,4	26,0	9,1	3,4	4,5
Nov	8,6	10,4	25,6	9,0	2,7	4,2	7,6	9,3	22,8	8,8	1,6	5,2
Dic	9,0	10,6	28,5	8,9	2,7	3,6	8,2	10,4	26,6	5,7	1,5	5,5
2008 Ene	8,5	10,0	27,1	10,7	2,2	3,1	7,5	9,8	24,1	5,9	0,9	4,8
Feb	8,0	8,7	24,4	10,0	2,9	2,8	6,9	7,5	22,3	8,1	2,1	2,4
Mar	7,1	7,7	20,9	8,0	2,8	1,7	6,1	5,7	23,1	7,1	2,1	0,2
Abr	7,1	7,2	23,1	6,7	2,9	1,1	5,1	4,1	20,2	4,3	2,4	-2,2
May	6,7	7,9	22,0	6,3	1,6	3,0	5,9	6,3	21,1	3,7	1,6	0,8
Jun	6,9	8,2	24,0	3,7	1,4	2,9	5,7	6,2	21,5	1,6	1,2	0,5
Jul	7,1	8,5	22,7	2,6	2,0	3,9	6,8	7,4	21,5	-0,5	3,1	2,9
Ago	7,6	8,3	23,3	4,5	2,9	4,4	8,3	9,2	24,3	1,0	3,7	6,2
	A largo plazo											
2007 Ago	8,5	10,1	29,4	6,9	2,4	2,7	7,6	7,6	27,6	7,4	2,3	2,9
Sep	8,0	9,1	27,9	5,8	2,4	3,5	6,1	5,8	19,7	5,4	2,9	1,7
Oct	7,7	8,9	27,1	5,7	2,0	4,6	6,6	5,6	25,6	4,9	2,7	2,8
Nov	7,1	7,7	25,8	6,1	1,9	3,1	5,4	4,6	22,0	5,5	1,4	3,2
Dic	7,4	7,1	28,6	5,3	2,3	2,7	5,7	4,2	25,7	1,9	2,0	4,1
2008 Ene	6,7	6,6	27,2	6,0	1,6	2,2	5,1	4,1	23,1	3,7	1,0	3,1
Feb	6,1	5,3	23,4	5,9	2,3	1,9	4,7	2,9	19,2	4,4	2,3	0,9
Mar	5,3	4,3	19,8	4,6	2,4	0,9	4,5	2,9	19,8	3,8	2,0	0,1
Abr	5,5	4,2	21,9	4,5	2,5	0,5	4,4	2,7	18,4	4,1	2,3	-1,9
May	5,2	4,5	20,6	4,9	1,4	1,8	5,0	4,5	19,0	4,3	1,4	0,6
Jun	5,3	4,9	22,3	2,0	1,2	1,9	4,9	5,5	19,2	2,0	0,4	-0,1
Jul	5,4	5,2	20,5	1,8	1,5	3,1	5,7	6,2	18,0	0,0	2,1	3,0
Ago	5,9	5,3	20,7	2,7	2,4	3,5	7,2	7,8	22,2	1,0	2,5	6,2

### 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.



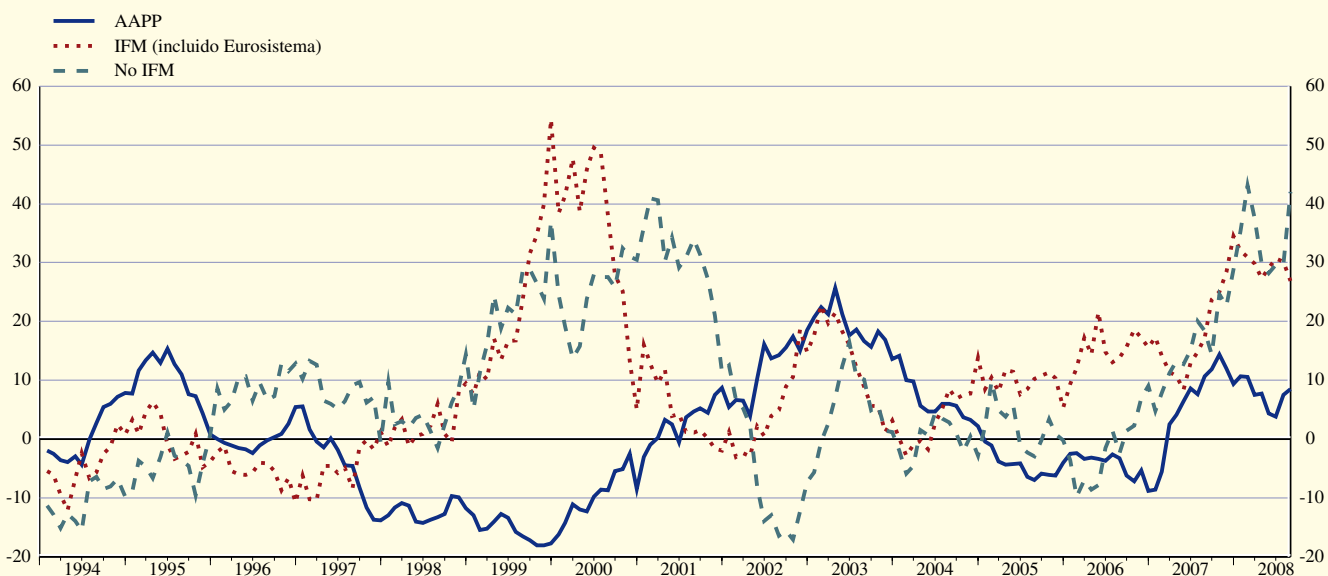
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup> (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo						
	Total 13	IFM (incluido el Eurosistema) 14	No IFM		AAPP		Total 19	IFM (incluido el Euro- sistema) 20	No IFM		AAPP		
			Instituciones financieras distintas de las IFM 15	Sociedades no financieras 16	Adminis- tración Central 17	Otras AAPP 18			Instituciones financieras distintas de las IFM 21	Sociedades no financieras 22	Adminis- tración Central 23	Otras AAPP 24	
En todas las monedas													
2006	4,5	4,7	14,1	0,3	3,2	13,5	16,1	11,9	40,2	25,6	5,0	4,3	
2007	5,1	7,1	17,4	3,7	2,4	6,6	15,7	11,1	37,9	18,0	3,8	-1,8	
2007 III	5,3	8,0	17,1	4,7	2,3	5,0	16,3	11,1	39,9	19,3	4,4	-4,8	
IV	4,5	6,7	13,1	4,7	1,8	6,3	15,1	9,1	39,5	14,1	4,8	-6,5	
2008 I	3,3	5,3	8,4	4,4	1,3	3,3	14,3	6,0	38,8	12,6	11,4	-3,2	
II	2,7	4,3	5,2	3,7	1,3	1,4	12,3	4,9	33,8	8,5	7,6	0,4	
2008 Mar	2,5	3,5	5,6	3,1	1,5	1,4	12,2	4,8	30,9	12,5	12,3	-1,1	
Abr	2,7	3,7	5,0	3,8	1,7	0,8	12,4	4,6	35,9	9,7	7,2	-1,0	
May	2,6	4,7	4,6	4,7	1,0	1,7	12,3	5,4	32,9	8,4	6,9	2,0	
Jun	2,8	5,3	6,2	2,3	0,9	1,9	12,1	4,9	34,4	2,6	5,4	1,6	
Jul	3,0	5,7	4,8	2,6	1,2	2,1	11,8	5,1	31,8	1,7	5,7	6,6	
Ago	3,4	5,6	4,4	3,4	1,9	2,4	12,9	5,6	32,7	2,8	9,3	7,0	
En euros													
2006	3,8	3,1	11,5	-0,4	3,2	13,7	14,9	10,1	36,7	27,8	5,2	3,5	
2007	4,5	6,4	14,1	2,0	2,7	6,7	15,0	10,3	35,5	17,7	3,9	-2,4	
2007 III	4,7	7,1	14,0	3,2	2,5	5,1	15,7	10,3	38,0	18,4	4,5	-5,7	
IV	4,0	6,2	10,9	3,1	2,1	6,6	14,9	8,7	37,9	12,8	4,9	-7,1	
2008 I	2,9	4,9	7,1	2,9	1,5	3,5	14,9	5,8	39,1	11,8	11,7	-4,0	
II	2,4	3,9	4,6	1,6	1,5	1,4	13,5	5,6	35,1	8,2	8,0	-1,2	
2008 Mar	2,3	3,1	4,5	1,1	1,7	1,4	12,8	4,5	31,9	12,0	12,9	-2,7	
Abr	2,4	3,4	4,0	1,7	1,9	0,8	13,5	5,0	37,5	9,1	7,6	-2,6	
May	2,3	4,3	4,1	2,8	1,1	1,8	13,7	6,4	34,2	8,2	7,3	0,5	
Jun	2,5	5,1	6,6	-0,2	1,1	1,9	13,7	6,3	35,6	3,0	5,8	0,1	
Jul	2,8	5,6	5,3	0,2	1,5	2,0	13,6	6,5	33,8	2,3	6,1	5,2	
Ago	3,3	5,5	6,0	0,9	2,2	2,1	14,7	7,1	34,7	3,5	9,8	5,6	

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 euro<sup>1)</sup>

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

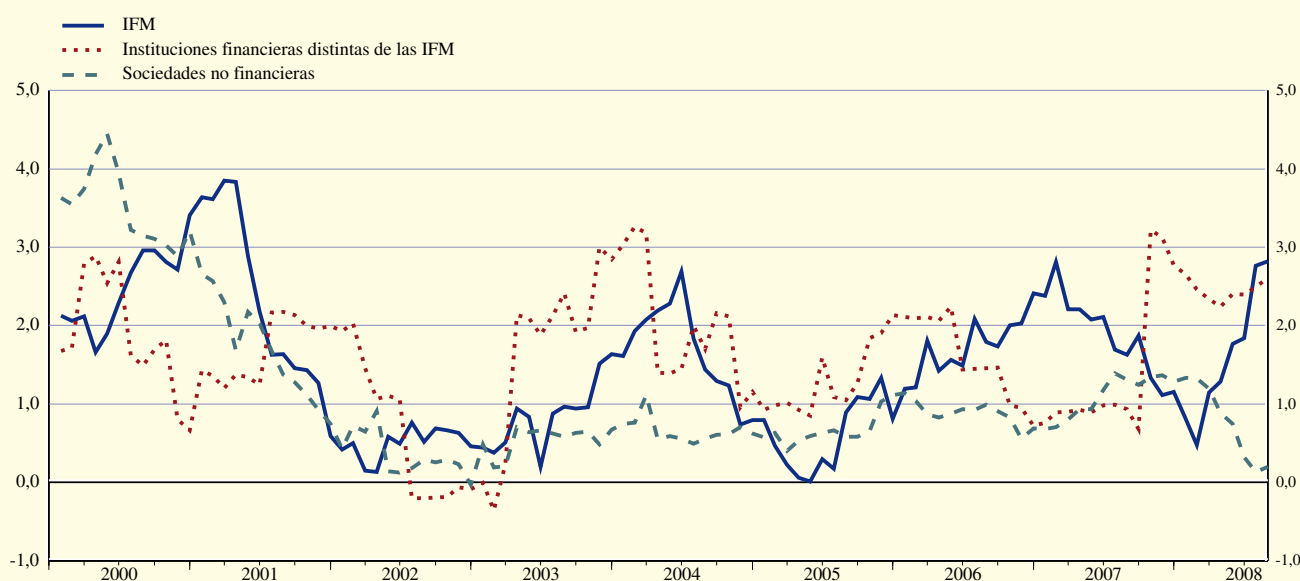
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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 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
Ago	5.037,9	105,7	0,8	663,5	2,8	438,4	2,6	3.936,0	0,2

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

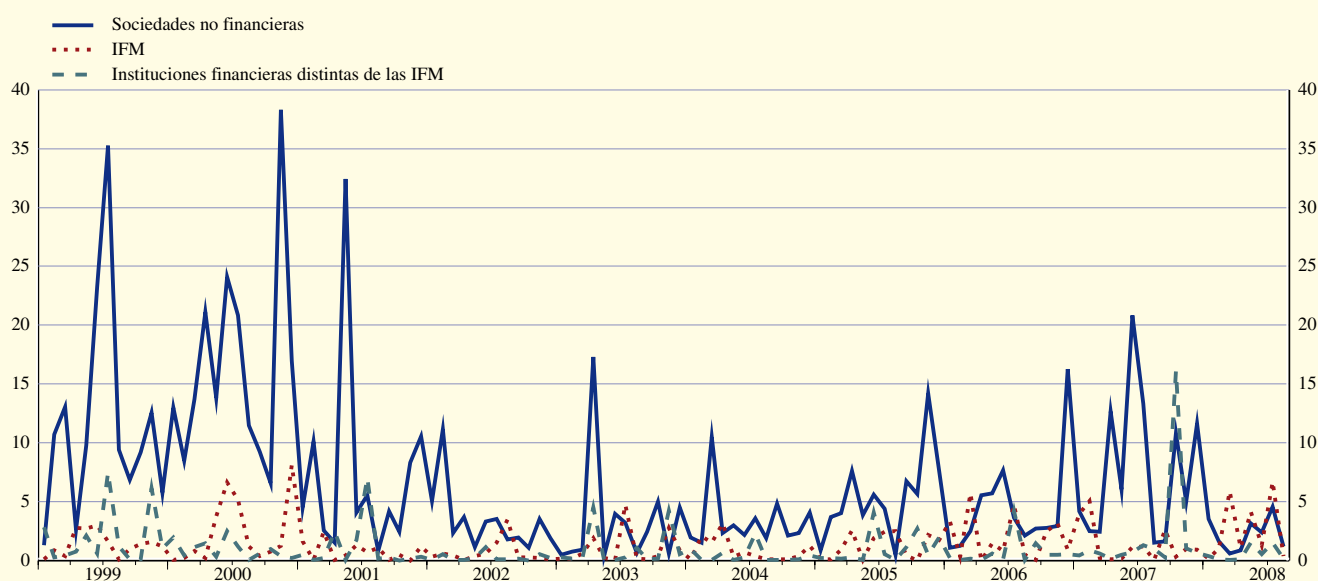
(mm de euros; valores de mercado)

### 2. Operaciones realizadas en el mes

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

#### 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 euro<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>2),3)</sup>		A la vista <sup>2)</sup>	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007 Oct	1,17	4,11	4,16	3,31	2,53	3,57	1,97	4,07	4,37	4,63	3,93
Nov	1,18	4,08	4,22	3,20	2,54	3,64	2,01	4,10	4,41	4,04	3,98
Dic	1,18	4,28	4,14	3,18	2,57	3,68	1,95	4,26	4,40	4,03	3,95
2008 Ene	1,20	4,19	4,32	3,43	2,57	3,75	2,01	4,13	4,38	4,68	3,95
Feb	1,21	4,10	4,18	3,22	2,65	3,77	2,01	4,07	4,18	4,36	3,93
Mar	1,22	4,14	3,97	3,08	2,69	3,78	2,03	4,20	4,23	4,07	3,96
Abr	1,22	4,28	4,16	3,14	2,72	3,81	2,05	4,27	4,56	4,64	4,00
May	1,23	4,32	4,27	3,17	2,73	3,84	2,07	4,26	4,68	4,48	4,03
Jun	1,24	4,43	4,62	3,28	2,74	3,88	2,06	4,28	4,72	4,01	4,11
Jul	1,26	4,61	4,83	3,37	2,81	3,94	2,14	4,46	5,06	4,57	4,26
Ago	1,29	4,59	4,84	3,45	2,87	3,98	2,17	4,46	5,34	4,55	4,30
Sep	1,32	4,65	4,85	3,35	2,97	4,01	2,20	4,51	5,19	4,67	4,27

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

	Descubiertos en cuenta <sup>2)</sup>	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 Oct	10,64	8,10	6,88	8,40	8,38	5,29	5,07	5,08	5,11	5,38	5,63	6,05	5,59
Nov	10,50	8,39	6,90	8,36	8,47	5,28	5,03	5,10	5,11	5,38	5,60	5,95	5,49
Dic	10,46	8,05	6,93	8,17	8,26	5,32	5,03	5,07	5,18	5,40	5,67	5,83	5,43
2008 Ene	10,46	8,12	7,00	8,47	8,48	5,32	5,02	5,07	5,14	5,37	5,59	5,93	5,49
Feb	10,45	8,55	7,24	8,44	8,70	5,26	4,97	5,02	5,11	5,35	5,55	5,87	5,55
Mar	10,52	8,43	7,05	8,42	8,56	5,20	4,89	4,96	5,11	5,28	5,65	5,79	5,46
Abr	10,53	8,33	7,02	8,46	8,55	5,23	4,91	4,95	5,12	5,29	5,83	5,80	5,45
May	10,57	8,70	7,02	8,44	8,64	5,34	4,96	4,98	5,13	5,36	5,99	5,87	5,59
Jun	10,63	8,61	6,94	8,44	8,57	5,48	5,11	5,08	5,20	5,46	6,03	6,12	5,67
Jul	10,66	8,82	7,15	8,58	8,80	5,67	5,27	5,22	5,34	5,62	6,08	6,21	5,82
Ago	10,77	8,86	7,22	8,69	8,95	5,77	5,37	5,29	5,26	5,69	6,05	6,28	5,70
Sep	10,82	8,79	7,20	8,68	8,85	5,80	5,43	5,28	5,37	5,71	6,26	6,35	5,74

##### 3. Tipos de interés aplicados a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta <sup>2)</sup>	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1
2007 Oct		6,53	5,96	6,00	5,26	5,11	5,19	5,31
Nov		6,50	5,96	5,90	5,29	5,08	5,28	5,36
Dic		6,62	6,08	5,96	5,30	5,35	5,62	5,48
2008 Ene		6,62	5,93	5,92	5,27	5,12	5,35	5,23
Feb		6,56	5,84	5,86	5,24	5,04	5,43	5,14
Mar		6,56	5,91	5,77	5,23	5,19	5,44	5,34
Abr		6,54	6,03	5,77	5,20	5,30	5,42	5,39
May		6,57	6,10	5,93	5,25	5,27	5,70	5,38
Jun		6,67	6,16	6,09	5,43	5,35	5,68	5,52
Jul		6,74	6,26	6,29	5,53	5,45	5,82	5,55
Ago		6,77	6,27	6,34	5,49	5,45	5,60	5,56
Sep		6,91	6,34	6,36	5,67	5,62	5,86	5,58

Fuente: BCE.

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

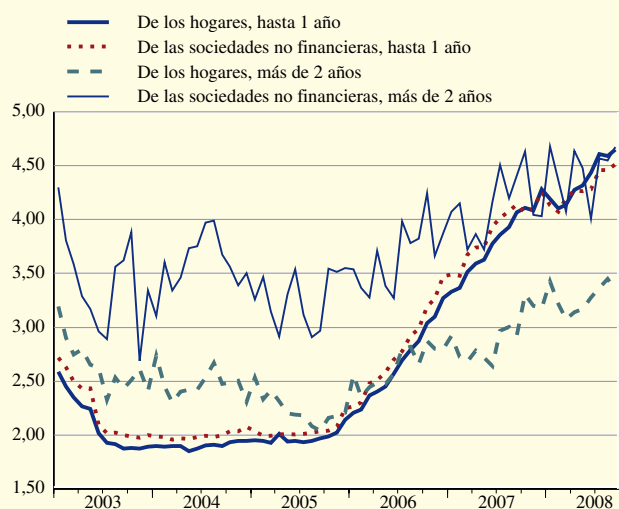
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>1),2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 Oct	1,17	3,79	3,04	2,53	3,57	1,97	4,18	4,11	3,93
Nov	1,18	3,85	3,06	2,54	3,64	2,01	4,21	4,18	3,97
Dic	1,18	3,95	3,03	2,57	3,68	1,95	4,33	4,17	4,01
2008 Ene	1,20	3,98	3,06	2,57	3,75	2,01	4,27	4,21	4,01
Feb	1,21	3,99	3,11	2,65	3,77	2,01	4,23	4,24	3,97
Mar	1,22	4,01	3,07	2,69	3,78	2,03	4,29	4,24	3,96
Abr	1,22	4,07	3,07	2,72	3,81	2,05	4,37	4,29	3,91
May	1,23	4,13	3,06	2,73	3,84	2,07	4,43	4,27	4,04
Jun	1,24	4,20	3,08	2,74	3,88	2,06	4,47	4,31	4,12
Jul	1,26	4,31	3,07	2,81	3,94	2,14	4,59	4,39	4,24
Ago	1,29	4,38	3,09	2,87	3,98	2,17	4,65	4,38	4,23
Sep	1,32	4,45	3,10	2,97	4,01	2,20	4,75	4,44	4,32

**5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)**

	Préstamos a hogares						Préstamos a sociedades no financieras		
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 Oct	5,49	4,68	4,98	9,02	7,10	6,16	5,96	5,44	5,22
Nov	5,48	4,72	4,99	8,86	7,12	6,21	5,96	5,49	5,22
Dic	5,54	4,75	5,00	8,97	7,13	6,22	6,08	5,57	5,28
2008 Ene	5,62	4,75	5,01	8,99	7,15	6,24	6,06	5,55	5,27
Feb	5,60	4,82	5,03	9,05	7,21	6,26	5,99	5,52	5,30
Mar	5,61	4,80	5,02	9,06	7,19	6,25	5,99	5,51	5,27
Abr	5,59	4,85	5,03	9,07	7,22	6,28	6,04	5,54	5,29
May	5,61	4,85	5,05	9,08	7,22	6,27	6,09	5,59	5,32
Jun	5,68	4,89	5,07	9,11	7,29	6,35	6,18	5,68	5,39
Jul	5,72	4,93	5,11	9,19	7,34	6,37	6,25	5,76	5,44
Ago	5,78	4,97	5,11	9,26	7,38	6,41	6,28	5,79	5,46
Sep	5,81	5,03	5,15	9,40	7,45	6,50	6,39	5,90	5,54

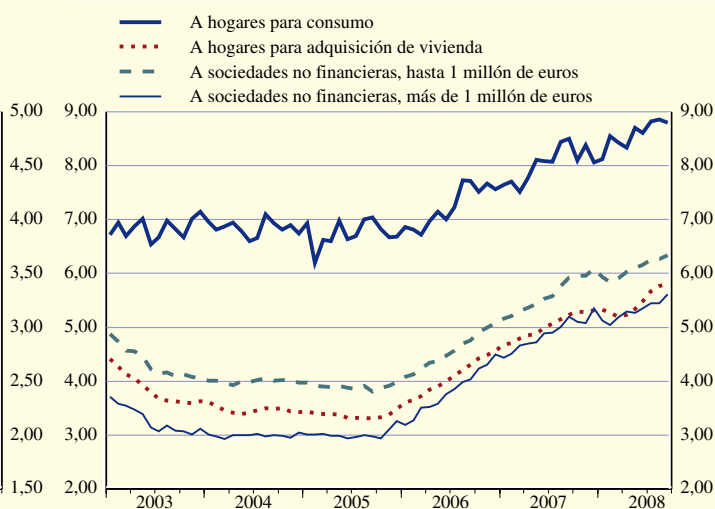
**C21 Nuevos depósitos a plazo**

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

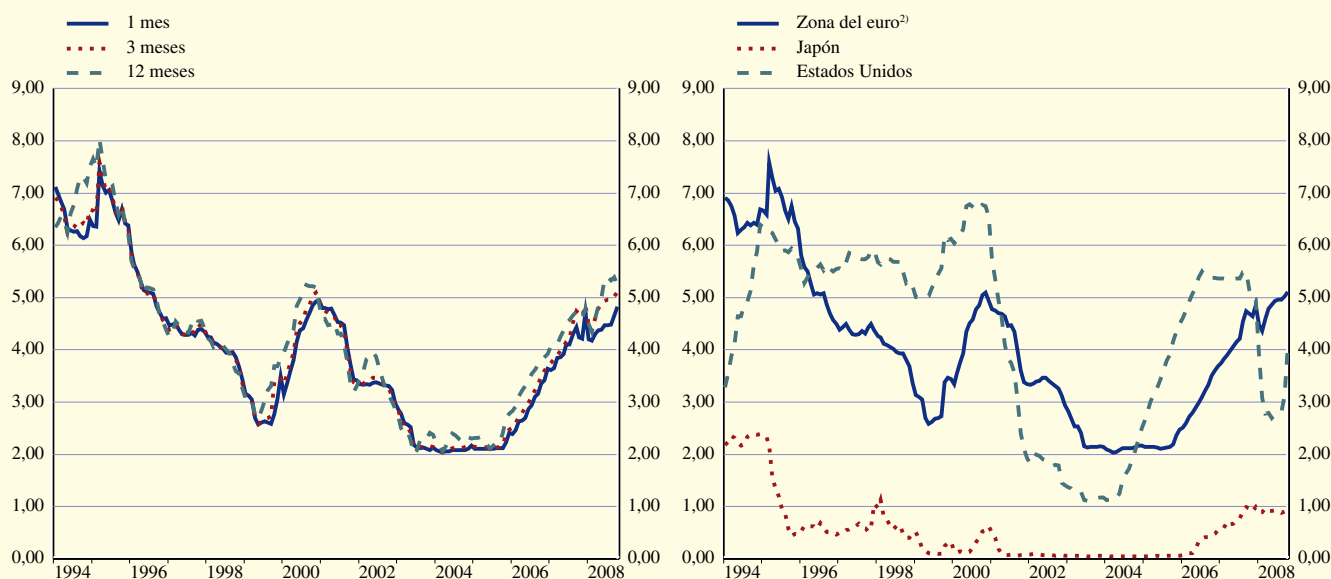
	Zona del euro <sup>1),2)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	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 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
Oct	3,82	4,83	5,11	5,18	5,24	4,06	1,04

#### C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro<sup>2)</sup>

(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.

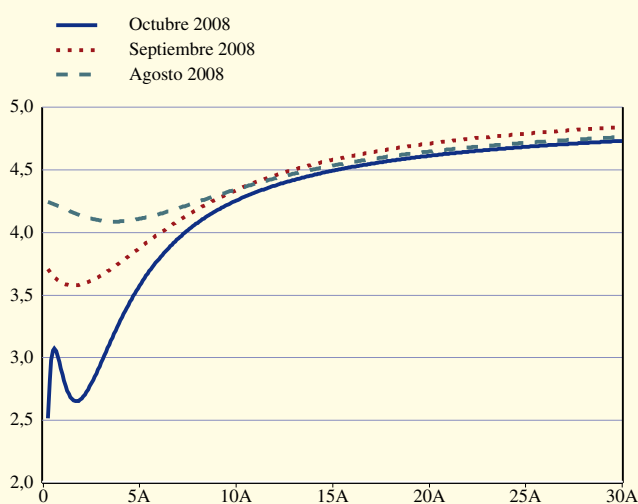
2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

#### 4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro<sup>1)</sup>

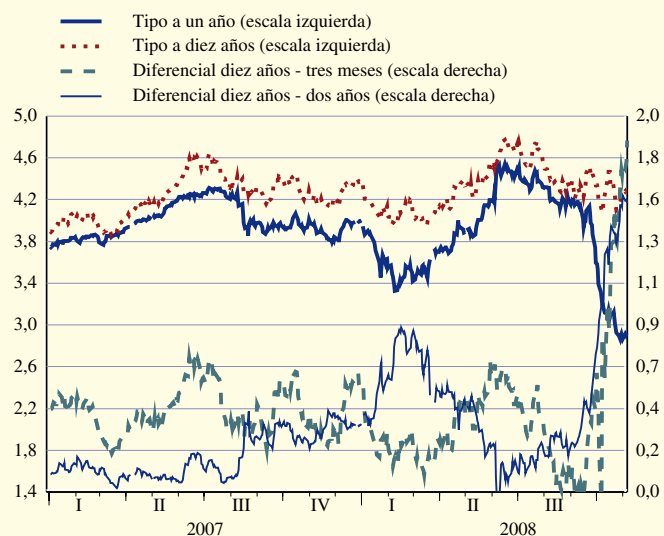
(deuda de las administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

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

#### 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.

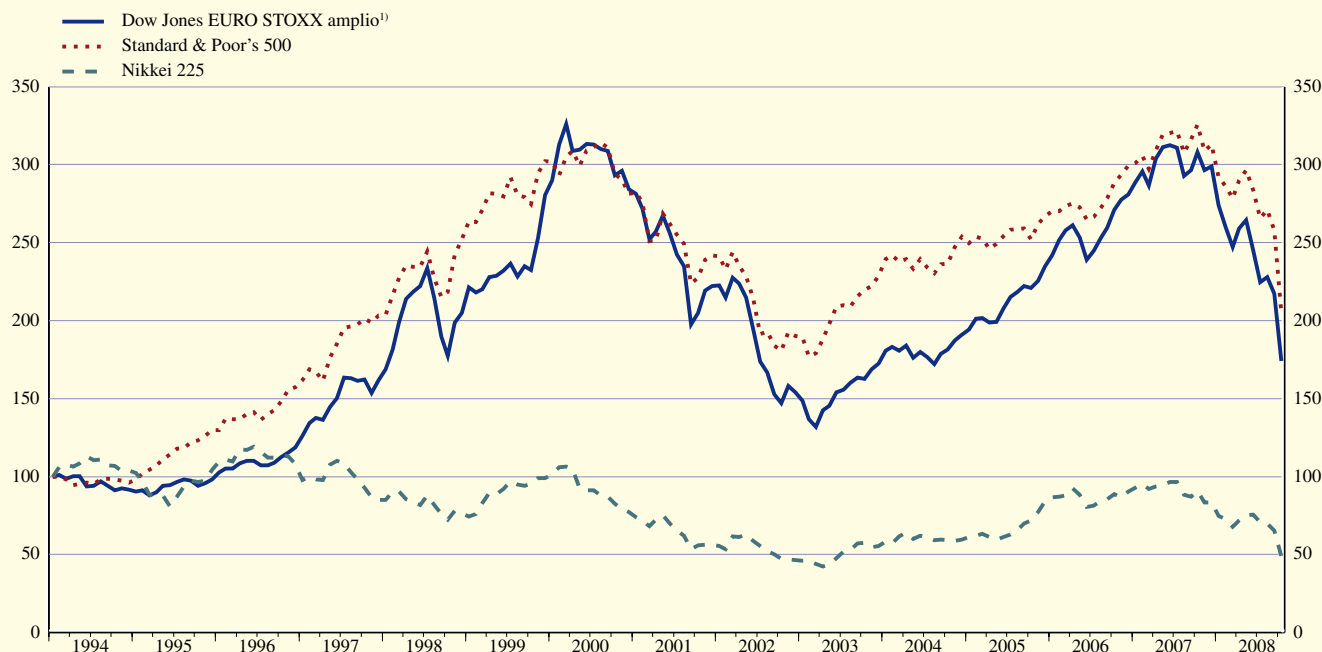
## 4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX <sup>1)</sup>												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2007 III	416,4	4.317,6	568,3	233,5	373,3	465,6	399,8	494,4	400,9	556,3	476,7	503,8	1.489,8	16.907,5
IV	417,8	4.377,9	567,3	228,3	383,8	455,7	381,2	484,1	406,3	620,0	544,8	509,2	1.494,6	16.002,5
2008 I	361,8	3.809,4	520,9	194,0	327,1	412,0	318,1	413,3	339,2	573,3	490,1	454,4	1.351,7	13.372,7
II	355,9	3.705,6	576,2	185,0	317,8	442,8	313,7	408,2	306,5	557,1	437,7	427,1	1.371,7	13.818,3
III	309,7	3.278,8	506,0	162,2	282,2	382,8	260,5	345,7	285,6	494,8	412,4	407,4	1.252,7	12.758,7
2007 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
Nov	411,4	4.314,9	549,1	225,3	380,2	450,3	369,1	477,1	400,8	624,1	555,0	501,9	1.461,3	15.514,0
Dic	414,5	4.386,0	564,0	224,1	375,8	452,5	374,0	481,8	397,8	634,9	552,6	518,6	1.480,0	15.520,1
2008 Ene	380,2	4.042,1	529,7	202,3	338,7	431,4	339,7	426,3	351,2	602,9	528,4	492,9	1.380,3	13.953,4
Feb	360,6	3.776,6	520,7	194,0	323,8	407,6	311,9	417,7	356,2	573,9	493,2	452,6	1.354,6	13.522,6
Mar	342,9	3.587,3	511,4	184,7	317,6	395,2	300,8	394,7	308,9	540,2	444,9	414,1	1.317,5	12.586,6
Abr	359,6	3.768,1	553,9	189,3	324,6	423,2	326,5	406,2	312,8	550,2	449,3	429,6	1.370,5	13.382,1
May	367,1	3.812,8	588,9	189,2	328,2	462,5	325,8	424,3	313,2	567,2	447,5	436,3	1.402,0	14.000,2
Jun	340,2	3.527,8	586,2	176,1	299,6	442,6	287,6	393,5	292,8	553,8	415,3	414,7	1.341,3	14.084,6
Jul	311,9	3.298,7	529,0	158,2	272,7	401,5	260,0	348,6	281,7	513,7	412,7	418,1	1.257,6	13.153,0
Ago	316,1	3.346,0	513,7	167,1	287,0	388,1	266,0	356,6	304,4	504,4	411,2	403,0	1.281,5	12.989,4
Sep	301,3	3.193,7	474,6	161,8	287,4	358,2	255,8	332,2	271,8	465,8	413,2	400,6	1.220,0	12.126,2
Oct	241,5	2.627,3	342,1	135,6	249,1	287,9	195,0	245,1	212,8	392,4	378,2	363,7	968,8	9.080,5

## 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 consumo<sup>1)</sup>

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados <sup>2)</sup>	
	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 <sup>3)</sup>	100,0	100,0	82,6	59,1	40,9	100,0	11,9	7,6	29,8	9,8	40,9	88,8	11,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	1,9	3,6
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1
2007 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
IV	105,7	2,9	2,3	3,2	2,5	1,0	2,6	1,2	0,3	2,9	0,6	3,0	1,9
2008 I	106,4	3,4	2,5	3,9	2,6	1,0	2,0	0,5	0,2	3,4	0,7	3,5	2,5
II	108,1	3,6	2,5	4,5	2,4	1,1	1,1	1,1	0,2	6,0	0,6	3,7	2,7
III	108,4	3,8	2,5	4,7	2,6	0,7	0,9	1,0	0,1	2,1	0,7	3,9	3,3
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
Jun	108,6	4,0	2,5	5,0	2,5	0,5	0,3	0,4	0,1	2,6	0,2	4,1	2,9
Jul	108,5	4,0	2,5	5,1	2,6	0,3	0,3	0,7	-0,2	1,3	0,2	4,2	3,2
Ago	108,3	3,8	2,6	4,6	2,7	-0,1	0,3	-0,4	0,3	-3,0	0,3	3,9	3,3
Sep	108,5	3,6	2,5	4,4	2,6	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,4	0,0	3,7	3,4
Oct <sup>4)</sup>	.	3,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						Alquileres
% del total <sup>3)</sup>	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 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
IV	3,9	4,5	3,1	2,8	1,0	8,1	2,7	2,0	2,6	-2,1	3,0	3,2
2008 I	5,2	6,4	3,5	3,2	0,8	10,7	2,5	1,9	3,1	-2,5	3,2	3,2
II	5,7	6,9	3,7	3,9	0,8	13,6	2,3	1,9	3,6	-1,8	3,0	2,2
III	5,6	6,7	3,9	4,2	0,7	15,1	2,3	1,9	4,4	-2,4	3,4	2,3
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
May	5,8	6,9	3,9	3,9	0,7	13,7	2,3	1,9	3,8	-1,7	3,1	2,2
Jun	5,8	7,0	4,0	4,5	0,8	16,1	2,3	1,9	4,0	-1,9	3,2	2,2
Jul	6,1	7,2	4,4	4,6	0,5	17,1	2,3	1,9	4,1	-2,2	3,4	2,2
Ago	5,6	6,8	3,7	4,2	0,7	14,6	2,2	1,9	4,8	-2,5	3,5	2,3
Sep	5,2	6,2	3,6	4,0	0,9	13,5	2,3	1,9	4,5	-2,6	3,3	2,3

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 <sup>1)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>	Precios de materias primas en los mercados mundiales <sup>3)</sup>	Precios del petróleo <sup>4)</sup> (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía					
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
Total excluida energía															
% del total <sup>5)</sup>	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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
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 <sup>6)</sup>	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
II	127,0	7,1	6,3	3,8	4,5	1,8	4,4	2,3	4,8	18,0	4,0	-	44,0	7,1	78,5
III	129,5	8,5	6,5	4,3	5,9	2,2	3,8	2,5	4,0	22,6	-	-	37,0	8,6	77,6
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
Jun	128,3	8,0	6,9	4,0	4,9	2,0	4,5	2,3	4,8	21,5	-	-	51,2	9,6	85,9
July	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
Ago	129,3	8,5	6,5	4,3	6,0	2,2	3,8	2,4	4,1	22,6	-	-	40,5	10,5	77,0
Sep	129,1	7,9	5,6	4,1	5,8	2,2	3,3	2,5	3,4	20,3	-	-	23,9	5,5	70,0
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	-4,4	-7,4	55,2

### 3. Costes laborales por hora<sup>7)</sup>

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

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

### 5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones <sup>3)</sup>	Importaciones <sup>3)</sup>	
			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	2,1	2,0	2,4	1,0	1,5
2005	111,6	2,0	2,4	2,1	2,4	2,6	2,3	3,4
2006	113,7	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,7	3,9
2007	116,3	2,3	2,2	2,2	1,5	2,6	1,5	1,3
2007 II	116,1	2,3	1,9	2,0	0,8	2,8	1,6	0,8
III	116,7	2,3	2,2	2,1	1,5	2,4	1,2	1,0
IV	117,1	2,3	2,8	2,8	2,3	2,5	1,4	2,7
2008 I	117,9	2,2	2,8	3,1	2,0	2,3	2,2	3,9
II	118,8	2,3	3,2	3,4	3,0	2,3	2,3	4,6

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 <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, precios desestacionalizados)</i>									
2004	7.808,0	7.651,9	4.470,2	1.594,8	1.577,5	9,3	156,1	2.863,5	2.707,4
2005	8.104,3	7.984,8	4.643,9	1.658,1	1.672,0	10,7	119,4	3.081,4	2.961,9
2006	8.508,3	8.408,2	4.840,8	1.724,4	1.820,3	22,6	100,1	3.430,1	3.330,0
2007	8.931,7	8.799,1	5.028,3	1.790,4	1.946,2	34,2	132,6	3.688,5	3.555,8
2007 II	2.223,1	2.186,0	1.250,8	444,9	482,7	7,6	37,2	915,3	878,2
III	2.246,1	2.214,1	1.264,6	449,3	488,2	12,0	32,0	934,2	902,2
IV	2.263,0	2.232,9	1.278,3	453,9	496,8	4,0	30,1	940,5	910,4
2008 I	2.293,3	2.265,6	1.288,0	457,0	507,5	13,1	27,7	966,9	939,2
II	2.306,1	2.282,2	1.297,2	466,0	506,2	12,8	23,9	971,3	947,4
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2007	100,0	98,5	56,3	20,0	21,8	0,4	1,5	-	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) <sup>3)</sup></i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2007 II	0,5	0,3	0,7	0,2	0,2	-	-	1,3	0,8
III	0,6	0,7	0,4	0,5	0,9	-	-	1,8	2,2
IV	0,4	0,1	0,2	0,3	1,1	-	-	0,3	-0,4
2008 I	0,7	0,7	-0,1	0,3	1,4	-	-	1,8	1,8
II	-0,2	-0,3	-0,2	0,5	-1,0	-	-	-0,2	-0,5
<i>tasas de variación interanual</i>									
2004	2,1	1,9	1,6	1,6	2,2	-	-	7,3	7,0
2005	1,7	1,9	1,7	1,5	3,1	-	-	4,9	5,6
2006	2,9	2,7	1,9	1,9	5,5	-	-	8,2	8,1
2007	2,6	2,4	1,6	2,3	4,2	-	-	6,0	5,4
2007 II	2,6	2,3	1,8	2,2	3,5	-	-	6,0	5,3
III	2,6	2,2	1,8	2,4	3,6	-	-	7,3	6,4
IV	2,1	2,1	1,3	2,1	3,2	-	-	4,0	3,9
2008 I	2,1	1,7	1,2	1,4	3,7	-	-	5,3	4,5
II	1,4	1,2	0,3	1,7	2,5	-	-	3,7	3,2
<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	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,3	0,3	-	-
2008 I	0,7	0,6	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-	-
II	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,0	0,1	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>									
2004	2,1	1,9	0,9	0,3	0,4	0,2	0,3	-	-
2005	1,7	1,8	1,0	0,3	0,6	-0,1	-0,1	-	-
2006	2,9	2,7	1,1	0,4	1,1	0,1	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	0,7	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	-0,1	0,4	-	-
II	1,4	1,1	0,2	0,3	0,5	0,1	0,3	-	-

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
<b>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</b>								
2004	7.011,1	154,4	1.434,7	412,3	1.491,9	1.916,7	1.601,0	796,9
2005	7.263,6	142,7	1.472,2	439,2	1.530,6	2.015,4	1.663,4	840,7
2006	7.598,2	139,6	1.540,1	475,9	1.593,1	2.130,9	1.718,5	910,1
2007	7.978,8	149,5	1.616,8	515,8	1.655,7	2.252,5	1.788,5	953,0
2007 II	1.985,2	36,7	402,8	127,7	412,6	560,1	445,3	237,9
III	2.007,6	38,0	407,4	129,4	416,9	567,1	448,8	238,5
IV	2.026,4	38,7	409,3	132,3	418,9	573,3	454,0	236,6
2008 I	2.052,3	39,8	416,3	136,6	423,4	580,1	456,2	240,9
II	2.068,9	39,7	416,4	136,1	424,3	587,8	464,6	237,2
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2007	100,0	1,9	20,3	6,5	20,8	28,2	22,4	-
<b>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) <sup>1)</sup></b>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2007 II	0,7	-0,7	0,9	-0,6	1,0	0,9	0,4	-1,2
III	0,5	-1,1	0,9	-0,1	0,5	0,7	0,3	0,7
IV	0,5	1,1	0,5	0,9	0,2	0,6	0,4	-0,6
2008 I	0,5	1,2	0,3	2,6	0,6	0,6	0,0	1,7
II	0,0	0,1	-0,7	-1,8	-0,4	0,7	0,5	-1,4
<i>tasas de variación interanual</i>								
2004	2,3	12,0	2,8	1,1	2,8	1,6	1,5	0,8
2005	1,7	-6,5	1,7	1,8	1,4	2,8	1,4	1,7
2006	2,8	-2,0	3,5	2,7	3,1	3,7	1,3	3,3
2007	2,9	0,8	3,5	3,3	2,6	3,6	1,7	0,6
2007 II	2,9	0,7	3,3	2,9	2,9	3,6	1,7	0,2
III	2,8	0,4	3,6	2,2	2,6	3,6	1,7	1,1
IV	2,5	0,3	3,2	1,7	1,7	3,4	1,8	-0,8
2008 I	2,2	0,5	2,6	2,9	2,3	2,8	1,1	0,6
II	1,5	1,2	1,0	1,6	0,9	2,6	1,2	0,4
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2007 II	0,7	0,0	0,2	0,0	0,2	0,3	0,1	-
III	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	-
IV	0,5	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	-
2008 I	0,5	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-
II	0,0	0,0	-0,1	-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	0,4	0,4	-
2005	1,7	-0,1	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	-
2006	2,8	0,0	0,7	0,2	0,7	1,0	0,3	-
2007	2,9	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,4	-
2007 II	2,9	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,4	-
III	2,8	0,0	0,7	0,1	0,5	1,0	0,4	-
IV	2,5	0,0	0,7	0,1	0,4	0,9	0,4	-
2008 I	2,2	0,0	0,5	0,2	0,5	0,8	0,2	-
II	1,5	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 <sup>1)</sup>	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	Total
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	1,4	104,0	1,4	1,5	1,2	0,9	3,0	0,5	-0,7	0,7	1,4	0,7
2006	4,0	108,2	4,0	4,4	4,4	4,9	5,9	2,5	4,4	2,2	0,7	3,9
2007	3,4	111,8	3,4	4,0	3,7	3,8	6,0	2,3	1,2	2,5	-0,6	3,2
2007 III	3,7	112,9	3,9	4,2	4,0	3,5	6,6	3,0	2,1	3,2	1,0	1,7
IV	2,5	112,7	3,0	2,6	2,0	1,8	5,3	0,7	-2,7	1,3	5,5	-0,5
2008 I	2,4	113,1	2,5	1,9	1,8	1,5	5,1	0,3	-1,5	0,6	4,4	1,3
II	0,7	112,6	1,2	1,3	0,9	0,5	4,1	-1,4	-2,6	-1,1	1,6	-2,2
2008 Mar	0,9	112,8	1,4	-0,1	-0,7	0,5	2,8	-1,5	-3,8	-1,1	6,1	-2,6
Abr	3,4	114,1	4,3	4,7	4,7	3,0	7,9	0,7	1,4	0,6	6,4	-1,8
May	-0,5	111,9	-0,3	-0,3	-0,9	-0,4	2,8	-3,4	-5,0	-3,1	-0,6	-1,9
Jun	-0,8	111,9	-0,4	-0,4	-0,7	-0,9	1,7	-1,3	-4,1	-0,8	-0,9	-2,9
Jul	-1,5	111,7	-1,2	-1,3	-1,3	-1,8	-0,3	-1,7	-5,4	-1,0	0,5	-3,1
Ago	-1,0	112,9	-0,6	-1,0	-1,5	-0,2	0,9	-3,5	-5,9	-3,2	1,1	-2,5
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2008 Mar	-1,0	-	-0,5	-0,6	-1,7	-0,6	-1,7	-0,8	-2,0	-0,6	2,8	-2,8
Abr	0,9	-	1,1	0,5	2,2	0,7	2,3	0,5	2,2	0,3	-1,0	-0,5
May	-1,7	-	-1,9	-1,5	-2,4	-1,5	-2,1	-1,7	-3,4	-1,5	-2,2	-0,2
Jun	-0,2	-	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	0,7	0,6	0,8	0,4	-0,8
Jul	-0,1	-	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3	-0,9	-0,2	1,0	0,2
Ago	0,8	-	1,1	1,0	1,0	1,6	1,7	0,0	1,4	-0,2	1,5	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 <sup>2)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles <sup>3)</sup>	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 <sup>1)</sup>	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	1,5	0,3	2,5	2,7	4,4	968	3,0
2007	128,9	8,3	126,2	6,3	2,4	109,6	0,9	-0,3	1,8	3,3	2,1	964	-0,4
2007 IV	131,4	8,3	127,0	5,3	2,1	109,1	-0,3	-0,8	0,2	0,4	-1,2	977	0,3
2008 I	130,7	3,7	131,2	4,3	3,1	108,9	-0,2	-1,5	0,6	0,1	-1,3	945	-0,6
II	129,2	0,0	132,1	6,2	1,9	108,1	-1,6	-2,4	-0,9	-2,4	-2,2	905	-5,0
III	.	.	.	.	2,1	108,2	-1,5	-2,0	-1,1	.	.	894	-9,0
2008 Abr	134,2	13,1	132,6	14,3	1,1	107,9	-1,7	-2,1	-1,1	-8,7	-1,1	937	2,2
May	126,4	-4,7	131,0	0,8	3,9	108,6	0,3	-0,8	0,8	5,5	-0,7	891	-9,9
Jun	127,0	-6,9	132,7	3,9	0,9	107,7	-3,2	-4,2	-2,5	-3,3	-4,7	886	-6,6
Jul	129,6	2,9	131,8	6,2	2,0	108,0	-1,6	-2,3	-1,0	0,1	-3,0	888	-8,7
Ago	127,9	-6,7	132,7	-2,1	2,3	108,3	-1,5	-1,7	-1,3	-2,9	-3,7	904	-8,6
Sep	.	.	.	.	2,1	108,1	-1,6	-2,0	-1,1	.	.	891	-9,7
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2008 Abr	-	4,0	-	2,2	0,4	-	-0,2	-0,4	0,1	-0,5	0,9	-	2,6
May	-	-5,8	-	-1,2	0,8	-	0,6	0,1	1,0	6,1	0,2	-	-4,9
Jun	-	0,5	-	1,3	-0,5	-	-0,8	-0,7	-0,8	-2,9	-1,7	-	-0,6
Jul	-	2,0	-	-0,6	0,5	-	0,3	-0,3	0,5	2,5	1,2	-	0,2
Ago	-	-1,3	-	0,7	0,4	-	0,3	0,6	0,1	-1,8	0,1	-	1,9
Sep	-	.	-	.	0,1	-	-0,2	0,0	-0,3	.	.	-	-1,5

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 <sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) <sup>3)</sup>	Indicador de confianza de los consumidores <sup>3)</sup>				
		Indicador confianza industrial					Total <sup>4)</sup>	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 <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004	98,7	-5	-15	8	10	81,4	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,3	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,4	4	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2007 III	108,7	4	5	6	13	84,0	-4	-2	-3	3	-7
IV	104,3	2	1	7	11	84,0	-8	-4	-10	7	-10
2008 I	100,5	0	-1	7	10	83,9	-12	-7	-17	11	-12
II	96,5	-3	-6	9	7	83,3	-15	-10	-22	13	-14
III	88,5	-10	-15	12	-2	82,2	-19	-12	-28	23	-15
2008 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	82,8	-20	-13	-30	20	-16
Ago	88,5	-9	-13	12	-3	-	-19	-12	-28	23	-14
Sep	87,5	-12	-20	13	-4	-	-19	-11	-26	24	-15
Oct	80,4	-18	-26	15	-13	81,6	-24	-12	-33	34	-15

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total <sup>5)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>5)</sup>	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 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
Oct	-20	-27	-14	-13	-13	16	-9	-6	-13	-4	-2

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 trabajo<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	100,0	100,0	85,0	15,0	3,9	17,1	7,8	25,4	15,8	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	138,410	0,8	0,7	1,2	-2,3	-1,4	1,3	1,3	2,3	1,3
2005	139,733	1,0	1,1	0,3	-1,0	-1,1	2,7	0,7	2,4	1,5
2006	141,992	1,6	1,8	0,7	-1,9	-0,4	2,6	1,6	3,9	1,9
2007	144,502	1,8	1,9	0,8	-1,2	0,3	3,9	1,8	4,1	1,3
2007 II	144,298	1,7	1,9	0,7	-1,5	0,4	4,6	1,5	4,4	0,9
III	144,879	1,9	1,9	1,5	-1,4	0,2	3,6	2,3	3,9	1,4
IV	145,269	1,7	2,0	0,5	-1,7	0,2	2,3	2,3	3,9	1,3
2008 I	145,715	1,5	1,7	0,7	-1,5	0,5	0,8	2,3	3,7	1,0
II	145,985	1,2	1,4	0,1	-2,0	0,3	-1,2	1,7	2,9	1,4
	<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>									
2007 II	0,737	0,5	0,5	0,5	-0,4	0,1	0,5	0,9	1,3	0,1
III	0,580	0,4	0,4	0,3	-1,2	0,0	0,0	0,7	0,8	0,5
IV	0,391	0,3	0,5	-0,8	-0,5	0,1	0,0	0,1	0,7	0,4
2008 I	0,446	0,3	0,3	0,5	0,5	0,2	0,1	0,4	0,9	0,0
II	0,270	0,2	0,2	0,0	-1,0	0,0	-1,1	0,4	0,4	0,5

### 2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total <sup>2)</sup>	100,0		78,2		21,8		49,6		50,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	13,100	8,8	10,160	7,7	2,940	17,1	6,554	7,9	6,546	10,0
2005	13,282	8,8	10,338	7,8	2,944	17,2	6,698	8,0	6,585	9,9
2006	12,513	8,3	9,774	7,3	2,738	16,2	6,213	7,4	6,300	9,3
2007	11,363	7,4	8,885	6,5	2,478	14,8	5,589	6,6	5,774	8,4
2007 III	11,284	7,4	8,821	6,5	2,463	14,7	5,561	6,6	5,724	8,3
IV	11,155	7,3	8,706	6,4	2,449	14,6	5,506	6,5	5,648	8,2
2008 I	11,162	7,2	8,714	6,3	2,448	14,6	5,519	6,5	5,643	8,1
II	11,383	7,4	8,869	6,4	2,514	15,0	5,701	6,7	5,682	8,2
III	11,622	7,5	9,079	6,6	2,543	15,1	5,861	6,9	5,761	8,3
2008 Abr	11,294	7,3	8,796	6,4	2,498	14,9	5,633	6,6	5,661	8,2
May	11,403	7,4	8,882	6,4	2,521	15,0	5,713	6,7	5,690	8,2
Jun	11,451	7,4	8,929	6,5	2,522	15,0	5,756	6,7	5,695	8,2
Jul	11,538	7,4	9,017	6,5	2,521	15,0	5,798	6,8	5,740	8,2
Ago	11,639	7,5	9,111	6,6	2,529	15,0	5,849	6,8	5,790	8,3
Sep	11,690	7,5	9,110	6,6	2,580	15,3	5,937	6,9	5,753	8,2

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/superávit<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos

	Recursos corrientes														Recursos de capital	Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>	
	Total	Impuest. directos					Impuest. indirectos		Cotizaciones sociales		Empleadores		Asalariados				Ventas
	1	2	3	Hogares	Empresas	4	5	6	7	8	9	10	11	12			13
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0			
2000	46,5	46,2	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6			
2001	45,7	45,5	12,3	9,2	2,7	13,6	0,5	15,6	8,1	4,7	2,2	0,2	0,3	41,7			
2002	45,2	44,9	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2			
2003	45,0	44,4	11,4	8,8	2,3	13,5	0,4	15,8	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,2			
2004	44,6	44,1	11,3	8,5	2,5	13,5	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8			
2005	44,9	44,4	11,6	8,6	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,0			
2006	45,5	45,1	12,1	8,8	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,6			
2007	45,6	45,3	12,5	9,0	3,2	13,8	0,3	15,2	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,8			

### 2. Zona del euro - empleos

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

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

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

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

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

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

- 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 Deuda<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>				Otros acreedores <sup>3)</sup>
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1998	72,9	2,8	15,2	5,3	49,6	52,5	26,5	14,5	11,4	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,3	50,5	48,8	25,4	13,8	9,7	23,2
2000	69,3	2,7	13,1	3,7	49,7	44,2	22,0	12,4	9,7	25,1
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,1	42,0	20,6	11,1	10,3	26,2
2002	68,1	2,7	11,8	4,5	49,0	40,1	19,4	10,7	10,1	27,9
2003	69,2	2,1	12,4	5,0	49,7	39,4	19,5	11,2	8,7	29,8
2004	69,6	2,2	12,0	5,0	50,5	37,5	18,4	10,8	8,2	32,1
2005	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3	35,4	17,2	11,2	7,0	34,8
2006	68,5	2,5	11,4	4,1	50,4	33,8	17,6	9,4	6,8	34,7
2007	66,3	2,2	10,8	4,3	49,0	32,6	17,0	8,7	6,9	33,7

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

	Total	Emitido por <sup>4)</sup>				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 <sup>5)</sup>	Otras monedas
1998	72,9	61,2	6,1	5,2	0,4	8,2	64,7	8,0	15,5	26,3	31,0	71,1	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	7,0	13,6	27,8	30,7	70,0	2,0
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,8	6,3	13,4	27,8	28,1	67,5	1,8
2001	68,2	57,1	6,1	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,7	1,5
2002	68,1	56,7	6,3	4,7	0,4	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,3
2003	69,2	57,0	6,5	5,0	0,6	7,8	61,4	5,1	14,9	26,0	28,3	68,3	0,9
2004	69,6	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,8	14,9	26,2	28,5	68,7	0,9
2005	70,2	57,7	6,7	5,2	0,5	7,9	62,3	4,7	14,9	25,6	29,7	69,2	1,0
2006	68,5	56,0	6,5	5,4	0,5	7,5	61,0	4,5	14,5	24,1	29,9	67,8	0,7
2007	66,3	54,2	6,3	5,3	0,6	7,5	58,8	4,2	14,2	22,6	29,5	65,8	0,5

### 3. Países de la zona del euro

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

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

- 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 deuda<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	Efectos de valoración <sup>3)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup>	Efecto agregación <sup>5)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>6)</sup>	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores <sup>7)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,6	-0,2	-0,2	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,8	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,7	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,8	3,9
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,1	1,2	-1,3	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,9	0,4	0,3	-0,2	0,7

#### 2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) <sup>8)</sup>	Ajuste entre déficit y deuda <sup>9)</sup>											Otros <sup>10)</sup>
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones <sup>11)</sup>	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,0	0,4	0,3	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,8	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,2	0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,6	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1

Fuente: BCE.

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

## 6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales<sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2002 II	45,5	45,0	12,4	12,7	15,4	1,9	1,7	0,5	0,3	40,9
III	43,5	43,1	11,2	12,8	15,5	1,9	0,7	0,4	0,3	39,7
IV	49,0	48,4	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,0
2003 I	41,9	41,4	9,8	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,4
II	46,0	44,6	12,0	12,9	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,7
III	42,6	42,1	10,8	12,5	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
IV	49,2	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 I	41,3	40,9	9,6	12,8	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
II	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	1,0	0,8	0,6	41,0
III	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,6	0,5	0,3	39,0
IV	49,1	48,1	12,9	14,3	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,9
2005 I	42,0	41,5	9,9	13,0	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
II	44,6	44,0	11,8	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,4
III	43,3	42,6	11,0	12,9	15,2	2,0	0,7	0,7	0,3	39,4
IV	49,2	48,4	13,4	14,3	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 I	42,4	42,0	10,2	13,3	15,1	1,7	0,8	0,5	0,3	38,9
II	45,7	45,3	12,5	13,6	15,1	2,0	1,3	0,5	0,3	41,4
III	43,6	43,2	11,5	12,9	15,2	1,9	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	49,5	48,9	14,1	14,3	15,9	2,9	0,8	0,6	0,3	44,6
2007 I	42,2	41,8	10,3	13,4	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
II	46,2	45,8	13,0	13,6	15,1	2,0	1,4	0,4	0,3	41,9
III	43,7	43,3	12,1	12,8	15,0	1,9	0,8	0,4	0,3	40,1
IV	49,7	49,2	14,5	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,8
2008 I	42,3	41,9	10,6	13,0	14,9	1,7	0,9	0,4	0,2	38,8
II	45,5	45,1	12,9	12,9	15,1	1,9	1,4	0,4	0,3	41,2

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	2	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión			Transf. de capital
2002 II	46,4	43,0	10,3	4,8	3,5	24,3	21,1	1,3	3,4	2,3	1,1	-0,9	2,7
III	46,9	43,2	10,1	4,7	3,5	24,9	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,4	0,1
IV	50,8	46,4	11,1	5,6	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,8	1,6
2003 I	46,8	43,3	10,3	4,6	3,5	25,0	21,4	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,0	-1,5
II	47,1	43,6	10,4	4,7	3,4	25,1	21,7	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,1	2,3
III	47,1	43,4	10,3	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,5	-1,2
IV	51,2	46,3	11,0	5,6	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,4	43,0	10,3	4,6	3,2	25,0	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,1	-1,9
II	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,8	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,6	1,6
III	46,1	42,7	10,0	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,4	-0,3
IV	50,9	45,7	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,8	1,1
2005 I	46,9	43,1	10,2	4,6	3,1	25,2	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,8
II	46,1	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,5	1,6
III	45,8	42,4	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,6	0,4
IV	50,6	45,8	11,1	5,8	2,8	26,1	22,5	1,3	4,8	3,1	1,6	-1,4	1,4
2006 I	45,3	42,2	10,0	4,6	2,9	24,7	21,1	1,1	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,1
II	45,5	42,3	10,2	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,2	2,3	0,9	0,2	3,3
III	45,4	42,0	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,7	1,2
IV	50,4	45,1	10,7	5,8	2,7	25,9	22,3	1,3	5,3	3,2	2,2	-0,9	1,8
2007 I	44,4	41,3	9,8	4,6	3,0	24,0	20,5	1,1	3,2	2,0	1,2	-2,2	0,7
II	44,7	41,6	9,9	4,8	3,2	23,7	20,7	1,1	3,2	2,3	0,8	1,5	4,6
III	44,8	41,4	9,7	4,7	3,0	24,0	20,7	1,2	3,4	2,5	0,9	-1,0	2,0
IV	50,5	45,1	10,7	5,8	2,8	25,9	22,1	1,4	5,4	3,3	2,1	-0,8	2,0
2008 I	44,6	41,4	9,8	4,6	3,0	24,1	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,2	0,7
II	45,1	41,8	10,1	4,8	3,2	23,7	20,6	1,1	3,3	2,3	0,9	0,4	3,6

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

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

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

### 6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero<sup>2)</sup>

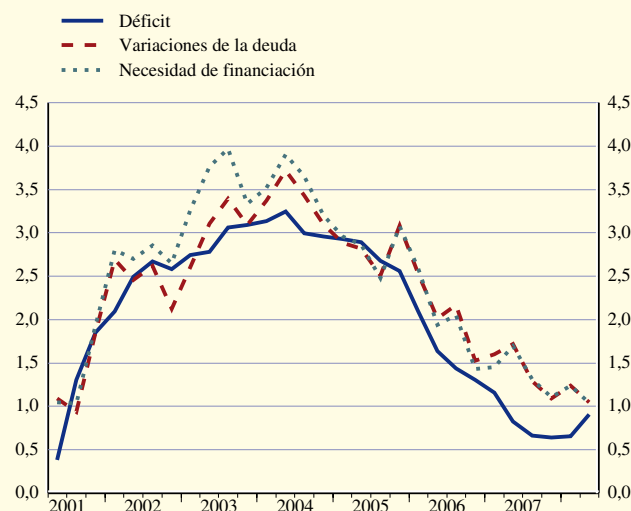
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2005 III	71,0	2,4	11,8	5,2	51,8
IV	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3
2006 I	70,5	2,5	11,7	4,9	51,3
II	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
III	70,1	2,5	11,6	4,7	51,2
IV	68,5	2,5	11,4	4,1	50,4
2007 I	68,8	2,4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

#### 2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Deficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Otros 10	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			
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7		Acciones y otras participaciones 8		
2005 III	0,6	-2,6	-2,0	-2,4	-2,3	0,0	0,3	-0,4	0,0	0,4	0,5
IV	-0,5	-1,4	-2,0	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	-1,5	-0,5
2006 I	4,8	-2,9	1,9	1,2	1,0	0,1	0,6	-0,5	-0,4	1,0	5,2
II	3,3	0,2	3,5	3,2	2,5	0,0	0,4	0,2	0,6	-0,3	2,6
III	1,2	-1,7	-0,5	-0,8	-0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,1	1,0
IV	-2,9	-0,9	-3,8	-2,2	-1,4	-0,6	-0,2	-0,2	-0,1	-1,4	-2,7
2007 I	4,9	-2,2	2,7	2,1	1,0	0,1	0,6	0,3	-0,1	0,7	5,0
II	3,6	1,5	5,1	4,8	4,1	0,0	0,5	0,2	0,1	0,2	3,5
III	-0,4	-1,0	-1,5	-1,6	-2,1	0,2	0,4	0,0	0,0	0,1	-0,5
IV	-3,4	-0,8	-4,2	-2,9	-2,2	-0,1	-0,6	0,0	-0,1	-1,3	-3,4
2008 I	5,4	-2,2	3,1	2,2	1,9	0,0	0,1	0,3	-0,1	1,0	5,4
II	2,8	0,4	3,2	2,4	2,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,7	2,7

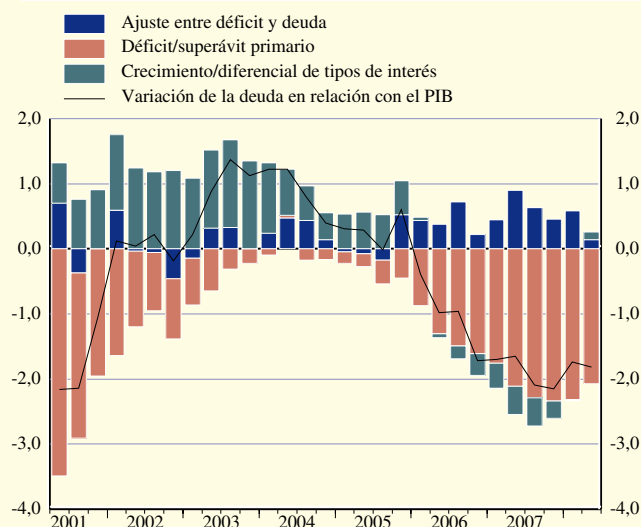
#### C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



#### C29 Deuda según los criterios Maastricht

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



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

1) Los datos se refieren al Euro-15.

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



## OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

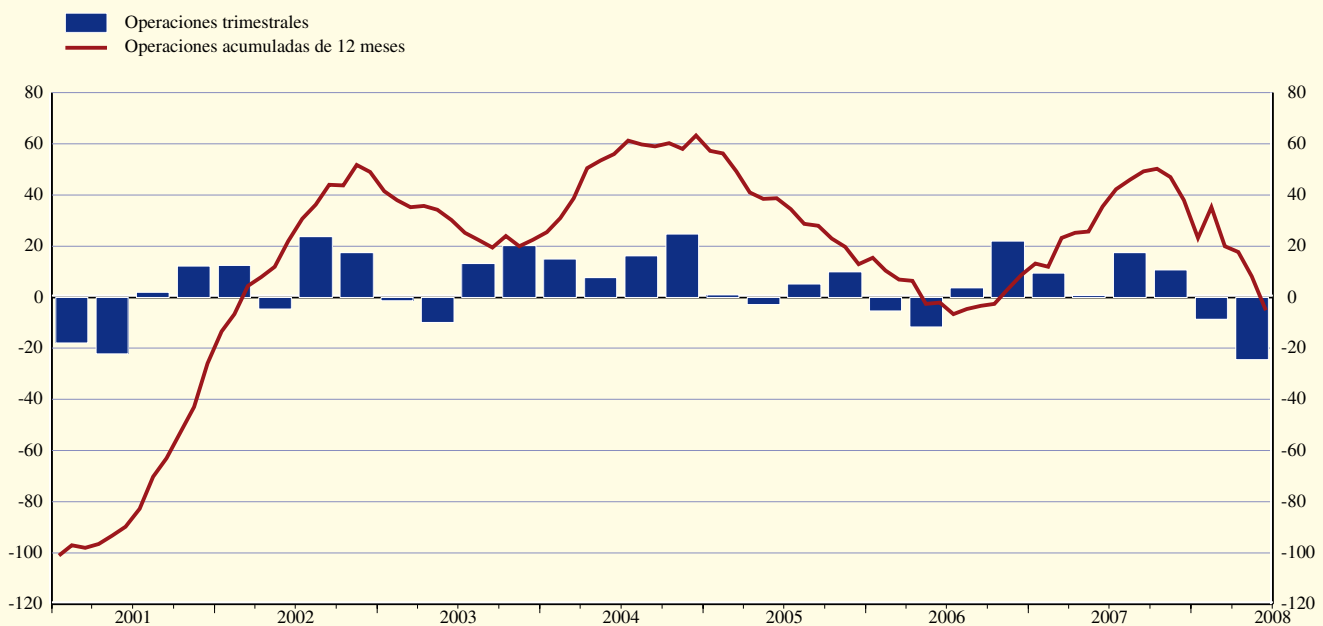
### 7.1 Resumen de la balanza de pagos<sup>1)</sup>

(mm de euros; operaciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera					Errores y omisiones	
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones		Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	13,0	47,0	38,2	1,4	-73,5	11,4	24,4	10,8	-207,4	129,2	-17,3	88,6	17,7	-35,2
2006	8,5	19,8	44,1	23,8	-79,2	9,3	17,9	137,8	-156,7	290,4	3,0	1,9	-0,9	-155,6
2007	37,8	57,5	53,2	11,1	-84,0	14,0	51,8	29,4	-90,4	137,7	-53,9	41,1	-5,1	-81,3
2007 II	0,6	20,4	15,4	-18,8	-16,4	2,1	2,7	10,4	-64,8	57,8	-7,4	28,6	-3,8	-13,1
III	17,3	17,7	17,8	7,6	-25,9	1,7	19,0	104,8	-34,1	46,7	-15,3	111,9	-4,4	-123,8
IV	10,6	10,3	11,2	9,4	-20,3	5,2	15,8	-73,2	25,0	-73,2	-19,1	-10,6	4,7	57,4
2008 I	-8,6	-1,5	11,9	8,0	-26,9	6,1	-2,4	-4,4	-107,1	73,8	-21,0	55,0	-5,1	6,8
II	-24,4	6,2	15,7	-29,2	-17,1	3,0	-21,4	87,2	-49,2	34,3	-9,1	111,1	0,0	-65,7
2007 Ago	1,9	4,0	4,3	2,1	-8,6	0,2	2,2	62,2	-0,6	-6,7	-3,6	72,1	1,0	-64,4
Sep	7,4	6,0	7,3	3,6	-9,5	0,5	7,8	-2,4	-33,3	42,5	-3,0	-6,3	-2,3	-5,4
Oct	4,4	7,3	4,4	2,8	-10,2	1,2	5,6	-46,8	31,6	-48,2	-2,7	-27,6	0,0	41,2
Nov	2,6	5,1	3,4	0,7	-6,6	0,9	3,5	-0,8	4,5	0,9	-11,2	4,8	0,2	-2,7
Dic	3,7	-2,1	3,4	5,8	-3,5	3,0	6,7	-25,6	-11,1	-25,9	-5,3	12,2	4,5	18,9
2008 Ene	-15,0	-8,1	3,5	0,0	-10,4	2,5	-12,4	5,5	-64,2	58,7	-26,9	44,2	-6,4	7,0
Feb	9,8	4,8	4,5	4,8	-4,4	2,4	12,2	-25,3	-21,4	0,3	2,5	-11,3	4,5	13,1
Mar	-3,3	1,8	3,8	3,1	-12,1	1,2	-2,2	15,4	-21,6	14,8	3,4	22,1	-3,2	-13,3
Abr	-4,9	5,4	4,4	-6,9	-7,8	0,7	-4,3	29,8	-22,6	-16,9	-2,8	75,2	-3,3	-25,5
May	-21,8	-1,8	4,9	-19,7	-5,1	1,8	-20,0	43,6	-7,0	10,2	-9,9	47,5	2,7	-23,7
Jun	2,2	2,6	6,5	-2,6	-4,2	0,5	2,8	13,8	-19,6	41,0	3,5	-11,6	0,5	-16,6
Jul	1,1	2,3	6,4	-0,1	-7,5	0,9	2,0	-5,7	-12,3	-8,8	2,0	15,1	-1,7	3,7
Ago	-7,9	-6,5	4,0	1,9	-7,3	0,5	-7,4	-27,1	-11,6	-13,9	-5,8	1,8	2,4	34,5
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2008 Ago	-21,8	16,7	56,4	-6,4	-88,5	16,2	-5,6	-25,7	-188,5	54,7	-56,0	166,0	-2,0	31,2

### C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

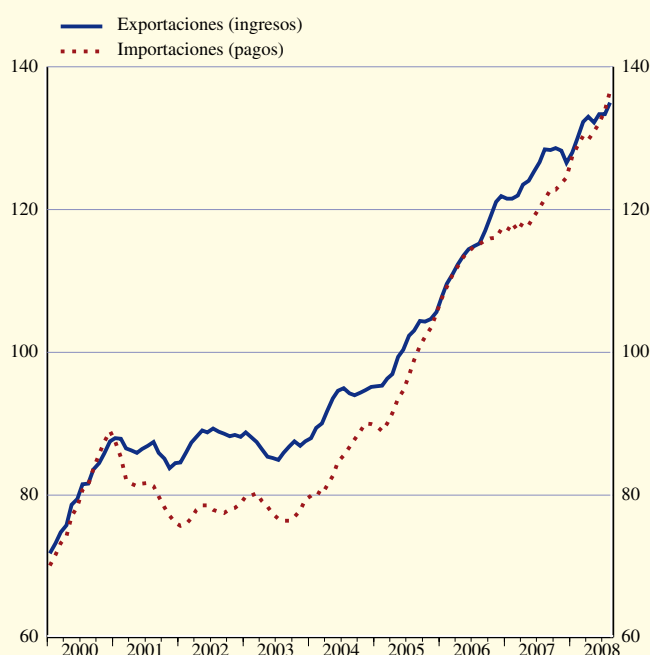
(mm de euros; operaciones)

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

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes				Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
											Remesas trabajad.	Remesas trabajad.			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2005	2.098,1	2.085,0	13,0	1.221,9	1.174,9	403,8	365,6	387,1	385,7	85,2	5,0	158,7	14,5	24,4	13,0
2006	2.422,9	2.414,4	8,5	1.391,5	1.371,7	438,8	394,7	504,0	480,2	88,7	5,3	167,8	17,2	23,9	14,5
2007	2.685,8	2.648,0	37,8	1.506,7	1.449,2	488,3	435,1	601,8	590,7	89,0	6,3	173,0	20,2	25,9	11,9
2007 II	671,0	670,3	0,6	373,9	353,6	120,1	104,6	157,3	176,2	19,7	1,6	36,0	4,9	4,7	2,6
III	675,6	658,3	17,3	377,0	359,3	133,7	115,8	148,9	141,3	16,0	1,7	41,9	5,2	4,5	2,9
IV	702,8	692,2	10,6	394,0	383,7	126,2	115,0	156,0	146,6	26,6	1,6	46,9	5,5	8,7	3,5
2008 I	684,7	693,2	-8,6	389,0	390,5	115,7	103,9	153,6	145,6	26,4	1,5	53,3	5,0	9,0	2,9
II	710,3	734,8	-24,4	403,6	397,4	125,7	109,9	159,4	188,7	21,7	1,5	38,8	5,2	7,3	4,2
2008 Jun	239,5	237,2	2,2	135,9	133,3	44,0	37,5	51,9	54,6	7,7	.	11,9	.	2,9	2,4
Jul	240,6	239,4	1,1	141,0	138,8	46,5	40,1	48,4	48,5	4,6	.	12,1	.	1,8	0,9
Ago	215,6	223,5	-7,9	119,6	126,1	44,8	40,9	46,8	44,8	4,3	.	11,7	.	1,5	0,9
	Datos desestacionalizados														
2007 II	669,4	653,2	16,2	376,0	357,0	120,6	107,8	150,8	146,1	22,0	.	42,2	.	.	.
III	684,6	674,3	10,2	385,1	368,2	124,3	109,9	155,8	153,4	19,4	.	42,8	.	.	.
IV	680,5	684,0	-3,5	379,5	373,5	125,4	112,0	154,5	154,4	21,1	.	44,1	.	.	.
2008 I	700,7	707,3	-6,6	396,9	390,8	125,9	109,9	155,6	158,4	22,2	.	48,2	.	.	.
II	703,4	710,2	-6,8	400,0	396,3	125,6	112,4	153,2	156,1	24,6	.	45,4	.	.	.
2008 Mar	229,0	235,9	-6,9	129,4	130,4	41,8	37,0	51,4	52,4	6,3	.	16,1	.	.	.
Abr	237,3	235,0	2,3	135,2	130,0	42,1	37,2	50,7	51,5	9,3	.	16,3	.	.	.
May	234,6	238,3	-3,7	132,0	132,2	41,8	37,5	53,4	54,6	7,3	.	14,0	.	.	.
Jun	231,5	236,9	-5,4	132,8	134,1	41,6	37,7	49,1	49,9	8,0	.	15,1	.	.	.
Jul	232,5	235,5	-3,0	135,1	135,5	41,0	36,2	50,5	51,1	5,9	.	12,7	.	.	.
Ago	235,5	242,8	-7,3	136,9	140,1	43,0	38,9	50,7	51,9	4,9	.	11,8	.	.	.

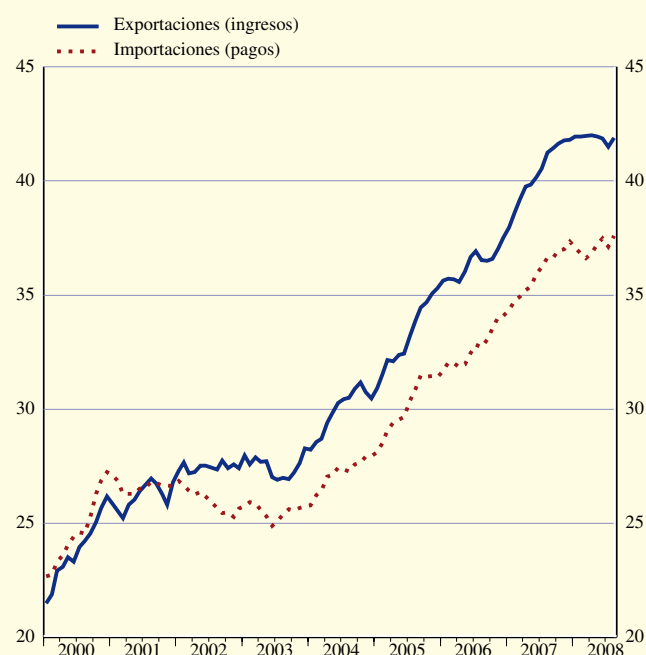
### C31 Bienes

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



### C32 Servicios

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



Fuente: BCE.

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

### 2. Cuenta de rentas (operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones			Valores dist. de acc.			Acciones y participaciones		Valores dist. de acc.		Ingresos	Pagos
					Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
													Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2005	16,2	9,5	370,9	376,2	147,3	40,2	106,2	-13,3	16,0	16,8	31,5	70,2	82,3	80,9	93,8	102,1
2006	16,8	10,0	487,1	470,2	186,2	44,2	108,2	34,5	20,5	20,0	39,6	99,6	103,5	91,0	137,4	151,4
2007	17,6	10,5	584,3	580,2	210,4	81,2	127,5	34,7	25,9	23,4	45,5	116,5	118,7	114,4	183,8	198,3
2007 II	4,3	2,6	153,1	173,6	57,7	13,9	37,4	6,8	6,6	6,2	15,3	53,5	28,7	28,0	44,8	48,5
III	4,3	3,2	144,6	138,1	49,5	24,0	28,9	14,5	6,2	5,5	11,0	24,1	30,1	28,5	47,8	51,1
IV	4,6	2,7	151,4	143,9	52,9	16,5	30,8	5,4	7,3	6,3	9,2	20,7	32,0	32,4	50,0	53,6
2008 I	4,6	2,0	149,0	143,6	53,6	25,9	30,2	14,3	6,6	6,0	9,6	20,9	31,4	33,3	47,9	53,2
II	4,3	2,7	155,1	186,0	55,1	16,9	35,6	8,4	7,5	6,5	14,3	58,2	31,5	32,7	46,7	53,1

### 3. Desagregación geográfica (operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
<b>Ingresos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	2.773,5	1.036,5	59,2	86,6	540,4	289,4	60,9	37,5	37,9	84,7	32,3	56,4	95,0	183,1	409,8	800,2
Bienes	1.563,6	561,3	35,7	55,9	240,8	228,9	0,0	19,9	18,5	64,4	24,2	33,5	73,4	88,6	194,2	485,6
Servicios	501,3	179,3	12,4	13,6	118,4	29,4	5,5	6,2	6,8	15,6	6,2	10,8	12,7	49,0	80,1	134,6
Renta	617,9	228,9	10,4	15,6	167,8	28,2	6,8	11,2	12,0	4,4	1,8	11,7	8,7	39,4	128,9	170,9
Rentas de la inversión	600,0	222,4	10,3	15,5	165,6	28,0	3,0	11,2	11,9	4,4	1,8	11,6	8,6	32,7	127,4	168,0
Tranferencias corrientes	90,7	67,0	0,7	1,4	13,4	2,9	48,5	0,2	0,7	0,3	0,1	0,4	0,2	6,1	6,7	9,0
<b>Cuenta de capital</b>	29,5	26,0	0,0	0,1	0,9	0,1	24,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	1,7	1,3
<b>Pagos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	2.778,6	934,1	47,2	84,7	470,0	226,7	105,6	-	29,9	-	-	102,1	-	176,3	367,7	-
Bienes	1.530,9	441,9	29,0	52,2	179,4	181,4	0,0	26,5	13,2	168,6	19,6	55,9	101,2	76,6	138,5	489,0
Servicios	444,7	139,2	9,1	10,8	88,6	30,6	0,2	4,8	7,0	11,0	4,3	8,0	9,1	38,0	89,4	133,8
Renta	622,1	238,2	8,5	20,3	190,7	10,5	8,2	-	7,8	-	-	37,8	-	55,9	133,6	-
Rentas de la inversión	611,5	231,9	8,4	20,2	189,2	5,8	8,2	-	7,7	-	-	37,7	-	55,3	132,6	-
Tranferencias corrientes	180,8	114,8	0,7	1,4	11,3	4,2	97,1	1,5	1,8	2,5	0,6	0,4	0,6	5,8	6,2	46,6
<b>Cuenta de capital</b>	13,5	2,6	0,0	0,1	1,4	0,3	0,7	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,4	7,3
<b>Neto</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	-5,1	102,4	12,0	1,9	70,5	62,7	-44,7	-	8,1	-	-	-45,7	-	6,8	42,1	-
Bienes	32,7	119,4	6,8	3,7	61,4	47,5	0,0	-6,5	5,3	-104,2	4,6	-22,4	-27,8	11,9	55,6	-3,4
Servicios	56,6	40,1	3,3	2,8	29,8	-1,2	5,4	1,4	-0,2	4,6	1,9	2,8	3,6	10,9	-9,3	0,8
Renta	-4,2	-9,3	2,0	-4,7	-22,8	17,7	-1,5	-	4,1	-	-	-26,1	-	-16,4	-4,7	-
Rentas de la inversión	-11,5	-9,4	1,9	-4,7	-23,6	22,2	-5,3	-	4,2	-	-	-26,1	-	-22,7	-5,2	-
Tranferencias corrientes	-90,1	-47,8	0,0	0,0	2,1	-1,3	-48,6	-1,3	-1,1	-2,2	-0,6	-0,1	-0,3	0,3	0,5	-37,5
<b>Cuenta de capital</b>	16,0	23,4	0,0	-0,1	-0,5	-0,2	24,2	-0,1	-1,0	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-6,0

Fuente: BCE.



### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 1. Resumen de la cuenta financiera

	Total <sup>1)</sup>			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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2004	8.609,6	9.507,7	-898,1	110,1	121,6	-11,5	2.276,0	2.229,8	3.043,1	4.078,8	-37,3	3.046,9	3.199,1	281,0
2005	10.795,0	11.593,7	-798,7	133,1	143,0	-9,8	2.800,9	2.438,7	3.883,8	5.107,9	-21,4	3.809,2	4.047,1	322,5
2006	12.272,5	13.292,9	-1.020,4	144,3	156,3	-12,0	3.143,7	2.721,3	4.370,2	5.864,9	-20,9	4.451,8	4.706,8	327,7
2007	13.773,6	14.904,4	-1.130,8	154,3	166,9	-12,7	3.542,2	3.084,5	4.653,3	6.339,4	-10,3	5.241,2	5.480,5	347,2
2008 I	13.732,4	14.836,7	-1.104,3	152,4	164,7	-12,3	3.613,0	3.074,5	4.352,1	6.078,9	8,1	5.402,8	5.683,3	356,3
II	13.773,0	14.820,6	-1.047,6	151,4	162,9	-11,5	3.644,5	3.048,8	4.484,8	6.072,1	4,5	5.285,4	5.699,6	353,9
<b>Variaciones de los saldos vivos</b>														
2004	748,0	878,1	-130,2	9,6	11,2	-1,7	106,5	145,6	387,4	492,7	-17,3	297,1	239,8	-25,7
2005	2.185,4	2.086,0	99,4	26,9	25,7	1,2	524,9	208,9	840,7	1.029,0	15,9	762,3	848,0	41,5
2006	1.477,5	1.699,2	-221,7	17,4	20,0	-2,6	342,8	282,5	486,4	757,0	0,5	642,6	659,7	5,2
2007	1.501,1	1.611,5	-110,4	16,8	18,1	-1,2	398,5	363,2	283,1	474,6	10,7	789,4	773,7	19,5
2008 I	-41,2	-67,8	26,5	-1,8	-3,0	1,2	70,8	-10,0	-301,2	-260,6	18,4	161,7	202,8	9,2
II	40,7	-16,1	56,7	1,8	-0,7	2,4	31,5	-25,7	132,7	-6,7	-3,6	-117,5	16,3	-2,5
<b>Operaciones</b>														
2004	821,2	794,2	27,0	10,5	10,2	0,3	169,6	88,6	346,2	417,7	8,5	309,4	287,9	-12,5
2005	1.330,7	1.341,4	-10,8	16,4	16,5	-0,1	359,8	152,3	414,4	543,6	17,3	556,8	645,5	-17,7
2006	1.686,4	1.824,1	-137,8	19,8	21,4	-1,6	415,6	258,9	533,9	824,2	-3,0	739,1	741,0	0,9
2007	1.873,1	1.902,5	-29,4	21,0	21,3	-0,3	455,3	364,9	440,6	578,3	53,9	918,3	959,3	5,1
2007 IV	315,0	241,8	73,2	13,5	10,4	3,1	101,9	126,9	99,1	25,9	19,1	99,6	89,0	-4,7
2008 I	537,8	533,4	4,4	23,9	23,7	0,2	151,6	44,4	69,4	143,2	21,0	290,8	345,8	5,1
II	59,5	146,7	-87,2	2,6	6,3	-3,8	24,9	-24,2	137,6	172,0	9,1	-112,1	-1,0	0,0
2008 Abr	82,4	112,2	-29,8	.	.	.	-17,3	-39,9	46,6	29,7	2,8	47,1	122,4	3,3
May	62,5	106,1	-43,6	.	.	.	11,8	4,9	70,3	80,5	9,9	-26,8	20,7	-2,7
Jun	-85,4	-71,6	-13,8	.	.	.	30,4	10,8	20,7	61,7	-3,5	-132,4	-144,1	-0,5
Jul	55,3	49,6	5,7	.	.	.	25,6	13,3	19,2	10,4	-2,0	10,9	25,9	1,7
Ago	29,7	2,6	27,1	.	.	.	15,1	3,5	18,6	4,7	5,8	-7,4	-5,7	-2,4
<b>Otros flujos</b>														
2004	-73,3	83,9	-157,2	-0,9	1,1	-2,0	-63,1	57,0	41,3	75,0	-25,8	-12,4	-48,1	-13,3
2005	854,7	744,6	110,1	10,5	9,2	1,4	165,1	56,6	426,3	485,4	-1,4	205,5	202,5	59,2
2006	-208,9	-125,0	-84,0	-2,5	-1,5	-1,0	-72,8	23,6	-47,5	-67,2	3,5	-96,5	-81,4	4,3
2007	-372,0	-291,0	-81,0	-4,2	-3,3	-0,9	-56,8	-1,7	-157,5	-103,7	-43,2	-128,9	-185,6	14,4
<b>Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio</b>														
2004	-174,7	-97,2	-77,5	-2,2	-1,2	-1,0	-37,3	8,9	-66,7	-52,8	.	-61,4	-53,3	-9,3
2005	389,8	210,0	179,8	4,8	2,6	2,2	90,2	-22,2	153,4	118,2	.	127,5	114,0	18,7
2006	-346,4	-203,8	-142,6	-4,1	-2,4	-1,7	-73,2	14,2	-152,8	-116,8	.	-105,2	-101,1	-15,2
2007	-534,8	-238,8	-296,0	-6,0	-2,7	-3,3	-114,3	33,6	-222,3	-125,8	.	-183,3	-146,5	-14,9
<b>Otros flujos debidos a variaciones de los precios</b>														
2004	113,1	222,1	-109,0	1,4	2,8	-1,4	34,4	26,4	107,5	195,7	-25,8	.	.	-3,1
2005	304,8	333,8	-29,0	3,8	4,1	-0,4	67,0	51,4	197,1	282,4	-1,4	.	.	42,1
2006	319,1	296,3	22,8	3,8	3,5	0,3	67,7	41,7	231,7	254,6	3,5	.	.	16,2
2007	179,4	-63,3	242,8	2,0	-0,7	2,7	32,3	13,0	158,7	-76,3	-43,2	.	.	31,7
<b>Otros flujos debidos a otros ajustes</b>														
2004	-11,6	-40,9	29,3	-0,1	-0,5	0,4	-60,3	21,7	0,4	-67,8	.	49,1	5,2	-0,8
2005	159,4	200,8	-41,4	2,0	2,5	-0,5	8,0	27,4	75,7	84,8	.	77,9	88,5	-2,2
2006	-181,3	-217,5	36,3	-2,1	-2,6	0,4	-67,3	-32,3	-126,3	-205,0	.	8,6	19,8	3,7
2007	-16,1	11,1	-27,2	-0,2	0,1	-0,3	25,2	-48,3	-93,8	98,5	.	54,4	-39,1	-1,9
<b>Tasas de crecimiento de los saldos vivos</b>														
2003	9,2	8,2	-	.	.	.	7,4	7,4	12,5	10,6	.	9,3	6,0	-7,9
2004	10,3	9,1	-	.	.	.	7,8	4,2	12,8	11,5	.	11,2	9,7	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,8	.	17,7	19,6	-5,8
2006	15,8	15,9	-	.	.	.	14,9	10,6	14,0	16,3	.	19,5	18,4	0,2
2007 IV	15,3	14,2	-	.	.	.	14,5	13,4	10,1	9,8	.	20,7	20,4	1,6
2008 I	13,7	12,8	-	.	.	.	15,5	11,3	8,0	7,6	.	17,2	20,4	2,6
II	9,8	9,8	-	.	.	.	11,6	7,8	7,8	7,0	.	9,8	14,7	1,4

Fuente: BCE.

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

## 7.3 Cuenta financiera

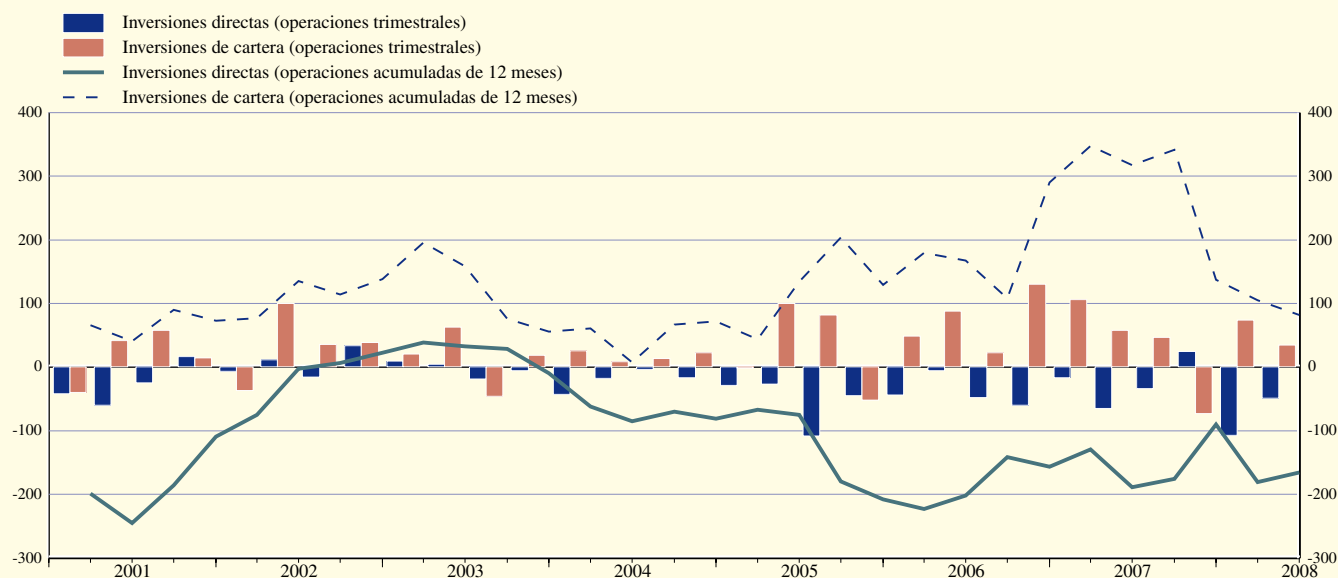
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual, saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones durante el período)

### 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	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2006	3.143,7	2.551,1	219,1	2.332,0	592,6	2,3	590,4	2.721,3	2.085,7	65,1	2.020,6	635,5	9,7	625,9
2007	3.542,2	2.858,8	248,4	2.610,3	683,4	6,4	677,1	3.084,5	2.338,4	68,4	2.270,0	746,1	14,9	731,1
2008 I	3.613,0	2.900,5	250,3	2.650,2	712,5	8,4	704,1	3.074,5	2.322,1	65,6	2.256,5	752,4	14,6	737,8
II	3.644,5	2.905,3	259,4	2.645,9	739,2	6,6	732,6	3.048,8	2.288,2	64,0	2.224,2	760,7	15,2	745,5
<b>Operaciones</b>														
2006	415,6	325,7	40,2	285,5	89,9	0,0	89,9	258,9	224,0	5,7	218,3	34,9	0,0	34,9
2007	455,3	354,4	28,4	326,1	100,9	-0,6	101,5	364,9	250,7	4,4	246,4	114,2	1,4	112,7
2007 IV	101,9	80,4	-4,3	84,7	21,5	0,4	21,0	126,9	71,9	1,7	70,2	55,0	0,8	54,1
2008 I	151,6	113,8	10,0	103,8	37,8	2,3	35,4	44,4	37,9	0,0	37,9	6,6	0,1	6,4
II	24,9	1,8	8,9	-7,1	23,1	-1,8	25,0	-24,2	-27,6	-2,2	-25,4	3,4	1,0	2,3
2008 Abr	-17,3	-24,2	4,6	-28,8	6,9	-0,1	7,0	-39,9	-32,2	0,8	-33,0	-7,7	0,2	-7,9
May	11,8	11,4	2,4	9,1	0,4	-1,8	2,2	4,9	5,7	-2,2	7,9	-0,9	0,3	-1,2
Jun	30,4	14,6	2,0	12,7	15,8	0,0	15,8	10,8	-1,2	-0,9	-0,3	12,0	0,5	11,5
Jul	25,6	22,4	-14,2	36,6	3,2	1,6	1,6	13,3	7,3	0,7	6,7	6,0	0,9	5,1
Ago	15,1	18,3	2,4	15,9	-3,2	-1,2	-2,0	3,5	4,6	0,3	4,2	-1,1	0,0	-1,1
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2005	15,2	15,8	13,1	16,0	12,9	2,2	13,0	6,8	7,2	1,6	7,4	5,6	-3,5	5,7
2006	14,9	14,4	22,1	13,7	17,3	-2,9	17,4	10,6	12,2	9,5	12,3	5,8	-1,0	5,9
2007 IV	14,5	13,9	12,7	14,0	17,0	-88,7	17,3	13,4	12,0	7,0	12,2	18,0	8,7	18,1
2008 I	15,5	15,0	13,9	15,1	17,2	106,6	16,8	11,3	10,7	5,6	10,9	13,2	17,2	13,1
II	11,6	10,4	13,9	10,1	16,8	6,1	16,9	7,8	6,1	1,4	6,2	13,2	16,9	13,1

### C33 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 3. Inversiones de cartera: activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
							Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
		Total	IFM	No IFM			Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM			
				Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema			AAPP	Euro-sistema			AAPP			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2006	4.370,2	1.936,0	127,7	2,8	1.808,2	37,0	2.056,7	875,1	11,2	1.181,6	14,1	377,5	309,9	9,2	67,7	0,2
2007	4.653,3	1.984,2	145,1	2,4	1.839,1	44,6	2.232,5	937,9	13,9	1.294,6	17,0	436,6	349,5	32,6	87,1	0,5
2008 I	4.352,1	1.668,4	123,2	2,7	1.545,2	38,8	2.207,3	960,0	26,2	1.247,4	17,0	476,3	383,9	28,3	92,4	0,8
II	4.484,8	1.712,7	121,9	2,7	1.590,7	40,1	2.279,2	996,2	33,8	1.283,0	18,4	492,9	403,8	47,7	89,2	0,8
Operaciones																
2006	533,9	153,2	18,2	0,0	135,0	6,1	313,1	172,8	2,4	140,4	1,1	67,5	56,5	8,0	11,1	-0,1
2007	440,6	81,1	36,2	-0,4	44,8	5,4	283,3	154,0	3,5	129,3	2,2	76,2	67,3	23,7	8,8	0,3
2007 IV	99,1	20,0	18,8	-0,1	1,3	0,9	61,1	30,3	0,7	30,7	0,4	18,0	30,4	6,7	-12,3	-9,1
2008 I	69,4	-44,4	-40,9	0,1	-3,5	-0,6	39,2	29,8	3,4	9,4	0,5	74,6	59,2	7,1	15,3	0,1
II	137,6	30,8	-5,1	0,1	36,0	0,8	96,0	37,0	8,3	59,0	1,6	10,8	18,3	20,9	-7,5	0,1
2008 Abr	46,6	6,7	0,7	-0,1	6,1	.	34,2	13,9	2,8	20,4	.	5,6	11,0	7,1	-5,4	.
May	70,3	16,0	3,5	0,1	12,5	.	46,0	12,0	3,2	34,0	.	8,3	10,3	7,0	-2,1	.
Jun	20,7	8,1	-9,3	0,0	17,4	.	15,7	11,1	2,3	4,6	.	-3,1	-3,0	6,9	-0,1	.
Jul	19,2	6,0	3,7	0,1	2,3	.	1,3	-5,6	0,2	6,9	.	11,9	15,2	0,1	-3,4	.
Ago	18,6	-7,1	-4,0	0,0	-3,1	.	13,3	9,4	0,3	3,9	.	12,4	11,6	-0,1	0,8	.
Tasas de crecimiento																
2005	13,1	9,8	17,6	5,9	9,3	19,8	17,1	20,4	9,7	15,2	7,7	5,8	7,6	-6,6	-2,8	-8,2
2006	14,0	9,0	17,5	0,9	8,4	22,1	17,4	24,3	26,1	12,9	9,4	21,6	22,5	1.019,8	20,4	-27,3
2007 IV	10,1	4,1	29,2	-13,1	2,4	14,0	13,8	17,9	32,5	10,8	15,9	20,5	22,2	251,2	12,8	173,4
2008 I	8,0	0,6	-18,0	-4,8	1,8	9,8	11,1	14,6	48,5	8,6	12,5	27,7	32,8	173,5	7,5	-90,0
II	7,8	1,4	-27,0	0,6	3,7	8,0	10,7	11,4	83,6	10,1	20,7	21,8	29,8	236,0	-7,8	-93,6

#### 4. Inversiones de cartera: pasivos

	Total	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones							
						Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario				
		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM	
				AAPP	AAPP			AAPP	AAPP				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2006	5.864,9	2.910,7	657,5	2.253,2	2.655,3	955,2	1.702,4	1.015,4	298,9	125,8	173,3	138,0	
2007	6.339,4	3.103,1	754,7	2.348,4	2.916,8	1.129,5	1.787,2	1.109,3	319,6	153,3	166,2	142,5	
2008 I	6.078,9	2.776,1	733,2	2.042,9	2.937,6	1.115,7	1.821,8	1.153,6	365,2	178,2	187,0	164,2	
II	6.072,1	2.690,7	737,2	1.953,5	3.003,8	1.136,2	1.867,6	1.153,0	377,6	173,6	204,0	172,5	
Operaciones													
2006	824,2	299,9	94,5	205,4	521,6	212,7	308,8	137,3	2,7	21,4	-18,7	-19,6	
2007	578,3	96,0	76,1	19,6	446,4	232,6	213,8	152,0	35,9	37,6	-1,8	3,2	
2007 IV	25,9	-31,4	-32,5	1,1	78,6	31,9	46,6	28,2	-21,3	21,6	-42,9	-45,4	
2008 I	143,2	46,1	73,1	-27,0	78,3	23,1	55,2	65,2	18,8	4,4	14,4	27,6	
II	172,0	-20,7	17,1	-37,8	171,8	66,9	104,9	46,4	20,8	-0,1	21,0	11,1	
2008 Abr	29,7	-28,4	.	.	42,5	.	.	.	15,6	.	.	.	
May	80,5	13,7	.	.	80,9	.	.	.	-14,1	.	.	.	
Jun	61,7	-6,0	.	.	48,4	.	.	.	19,3	.	.	.	
Jul	10,4	5,2	.	.	1,1	.	.	.	4,1	.	.	.	
Ago	4,7	-8,7	.	.	34,7	.	.	.	-21,3	.	.	.	
Tasas de crecimiento													
2005	12,8	13,0	.	.	11,1	.	.	.	23,5	.	.	.	
2006	16,3	12,2	17,3	10,8	23,1	25,9	21,4	15,1	0,9	18,7	-9,6	-12,1	
2007 IV	9,8	3,3	11,3	0,9	16,9	24,6	12,6	15,0	11,8	30,5	0,3	3,8	
2008 I	7,6	2,2	11,9	-1,0	12,9	16,7	10,8	17,4	13,5	31,5	2,8	8,8	
II	7,0	0,0	11,4	-3,6	14,1	16,0	13,0	16,5	7,8	19,8	1,7	3,2	

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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>															
2006	4.451,8	13,4	12,6	0,7	2.941,2	2.878,3	62,8	119,6	14,2	57,8	15,4	1.377,7	187,6	1.062,7	395,8
2007	5.241,2	38,2	37,6	0,7	3.350,5	3.279,1	71,4	106,7	12,7	47,7	13,5	1.745,7	190,8	1.388,4	441,9
2008 I	5.402,8	46,4	46,1	0,3	3.463,3	3.393,8	69,6	99,3	12,5	41,5	11,2	1.793,8	192,5	1.417,8	453,7
II	5.285,4	36,7	36,4	0,3	3.363,4	3.287,2	76,2	105,6	12,4	47,4	17,0	1.779,7	200,3	1.388,3	407,8
<b>Operaciones</b>															
2006	739,1	-8,7	-8,7	0,0	521,9	516,1	5,8	-7,2	-5,2	-2,7	3,1	233,1	6,3	211,5	30,9
2007	918,3	21,9	22,0	0,0	555,0	547,6	7,4	-7,6	-1,4	-7,1	-2,0	348,9	13,5	293,5	37,5
2007 IV	99,6	3,5	3,5	0,0	57,0	55,1	1,9	1,3	-0,4	1,7	-0,1	37,8	4,1	32,7	-14,7
2008 I	290,8	9,3	9,3	0,0	218,5	214,4	4,1	-4,9	-0,3	-4,9	-1,3	67,9	6,4	34,5	12,8
II	-112,1	-9,4	-9,4	0,0	-105,2	-106,1	0,9	6,2	-0,4	5,9	5,6	-3,7	11,0	-22,0	-47,8
2008 Abr	47,1	-4,7	.	.	51,8	.	.	1,6	.	.	1,3	-1,5	.	.	-18,4
May	-26,8	-2,1	.	.	-32,9	.	.	3,6	.	.	3,5	4,6	.	.	-9,5
Jun	-132,4	-2,5	.	.	-124,1	.	.	1,0	.	.	0,8	-6,8	.	.	-19,9
Jul	10,9	-0,6	.	.	7,1	.	.	-8,9	.	.	-9,3	13,3	.	.	4,9
Ago	-7,4	-1,3	.	.	1,7	.	.	-1,2	.	.	-0,2	-6,7	.	.	-3,3
<b>Tasas de crecimiento</b>															
2005	17,7	21,0	23,1	3,3	19,5	19,8	8,8	-5,6	-11,7	-9,1	12,6	17,2	5,1	20,0	2,3
2006	19,5	-39,4	-40,8	3,1	21,1	21,3	10,5	-5,6	-26,1	-4,6	24,4	20,0	3,4	24,5	8,6
2007 IV	20,7	165,6	174,8	-3,4	19,0	19,1	11,7	-6,4	-9,8	-12,4	-13,1	25,2	7,3	27,4	9,5
2008 I	17,2	113,1	116,8	-4,8	15,6	15,5	18,3	-4,5	-10,3	-9,7	17,7	20,8	7,8	21,8	2,0
II	9,8	29,0	30,0	-4,1	7,5	7,5	6,2	-12,1	-10,0	-23,1	-34,1	16,2	12,5	16,1	-9,3

### 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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>															
2006	4.706,8	115,9	115,6	0,2	3.483,9	3.429,5	54,4	50,7	0,0	46,6	4,1	1.056,2	146,1	818,3	91,8
2007	5.480,5	201,2	201,0	0,2	3.938,2	3.871,1	67,1	50,9	0,0	45,7	5,2	1.290,2	157,6	1.023,2	109,4
2008 I	5.683,3	217,3	216,9	0,4	4.101,6	4.032,5	69,0	49,8	0,0	46,5	3,2	1.314,6	157,4	1.043,9	113,3
II	5.699,6	258,9	258,6	0,3	4.082,1	4.010,3	71,9	48,6	0,0	45,6	3,1	1.310,0	166,3	1.035,4	108,3
<b>Operaciones</b>															
2006	741,0	20,4	20,4	0,0	497,0	490,6	6,4	1,9	0,0	2,1	-0,1	221,7	12,7	197,2	11,8
2007	959,3	91,4	91,4	0,0	635,8	631,0	4,8	-1,2	0,0	-2,0	0,8	233,4	9,7	227,5	-3,9
2007 IV	89,0	36,9	37,0	-0,1	51,3	51,0	0,4	-6,2	0,0	-5,5	-0,6	7,0	3,7	11,7	-8,5
2008 I	345,8	21,3	21,2	0,2	283,7	281,1	2,7	-1,0	0,0	0,9	-1,9	41,7	3,3	34,9	3,6
II	-1,0	41,3	41,5	-0,1	-25,3	-23,2	-2,1	-0,6	0,0	-1,4	0,7	-16,4	6,3	-15,8	-6,9
2008 Abr	122,4	16,3	.	.	118,4	.	.	0,3	.	.	.	-12,6	.	.	.
May	20,7	18,9	.	.	1,6	.	.	-1,3	.	.	.	1,5	.	.	.
Jun	-144,1	6,2	.	.	-145,4	.	.	0,3	.	.	.	-5,2	.	.	.
Jul	25,9	-1,2	.	.	15,1	.	.	2,6	.	.	.	9,4	.	.	.
Ago	-5,7	2,0	.	.	1,9	.	.	-1,7	.	.	.	-7,8	.	.	.
<b>Tasas de crecimiento</b>															
2005	19,6	8,9	8,9	-3,7	19,2	19,5	2,6	-4,4	-3,4	-4,1	-7,2	24,7	11,3	29,6	13,7
2006	18,4	22,7	22,7	5,7	16,2	16,2	13,3	4,0	-24,1	4,7	-3,2	26,9	9,5	31,6	17,5
2007 IV	20,4	79,6	79,8	-6,9	18,4	18,5	8,8	-2,3	29,4	-4,2	16,4	21,6	6,7	27,9	-2,3
2008 I	20,4	70,9	71,1	15,6	17,8	17,9	10,8	-6,3	21,2	-5,7	-15,3	24,2	10,3	31,0	-4,8
II	14,7	72,6	72,7	-6,3	11,8	11,9	3,1	-8,7	26,7	-7,0	-24,5	18,1	10,4	23,1	-8,8

Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 7. Activos de reserva

	Activos de reserva													Pro memoria		
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos	Activos	Pasivos	
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores					Derivados financieros	Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	56,6	37,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 IV	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,1	-38,5
2008 I	356,3	208,4	353,060	4,3	3,4	140,1	6,6	26,8	105,9	0,5	89,8	15,6	0,9	0,1	36,7	-37,3
II	353,9	207,9	352,314	4,3	4,0	137,7	7,4	24,1	105,6	0,5	89,9	15,2	0,6	0,0	59,4	-59,2
2008 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	350,7	198,4	350,916	4,5	3,9	143,9	6,7	25,8	112,2	-	-	-	-0,8	0,0	62,1	-61,9
Sep	370,7	216,8	350,634	4,6	4,0	145,2	11,6	18,1	117,8	-	-	-	-2,3	0,0	188,7	-184,8
	Operaciones															
2005	-17,7	-3,9	-	0,2	-8,6	-5,4	-0,2	-6,8	1,6	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-
2006	0,9	-4,2	-	0,5	-5,2	9,8	-6,1	2,4	13,6	0,0	19,3	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-
2007 IV	-4,7	-1,4	-	0,1	-0,2	-3,2	-0,4	-4,6	1,7	0,1	4,2	-2,7	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	0,0	-0,4	-	0,0	0,7	-0,2	0,7	-2,9	2,0	0,0	1,7	0,3	-0,1	-0,1	-	-
	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	-5,8	-2,8	-	4,4	-44,7	-3,8	-2,0	-23,7	1,6	2,2	6,9	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,2	-2,4	-	11,6	-48,8	7,2	-48,4	10,6	13,1	0,0	28,4	-15,3	-73,2	-	-	-
2007 IV	1,6	-1,7	-	7,3	-18,2	6,3	15,0	6,2	5,7	1,1	18,5	-27,5	-59,1	-	-	-
2008 I	2,6	-1,8	-	0,4	-3,3	8,5	33,2	9,3	7,3	406,6	18,3	-33,3	-43,6	-	-	-
II	1,4	-1,4	-	-2,4	2,7	5,3	27,2	-3,6	6,4	165,8	17,3	-33,7	-45,0	-	-	-

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
<b>2007</b>	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
<b>Inversiones directas</b>	457,7	-77,0	-3,7	-32,7	-277,5	237,2	-0,3	23,7	27,1	-10,8	113,1	-66,7	-37,3	-0,2	485,7
En el exterior	3.542,2	1.302,0	37,1	82,5	916,1	266,2	0,0	91,6	30,7	69,1	350,1	684,4	391,6	0,0	622,6
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.858,8	1.027,4	32,3	55,2	709,9	230,0	0,0	67,8	24,1	57,8	292,5	525,9	366,1	0,0	497,3
Otro capital	683,4	274,7	4,9	27,3	206,2	36,3	0,0	23,8	6,6	11,4	57,6	158,6	25,5	0,0	125,3
En la zona del euro	3.084,5	1.379,0	40,8	115,2	1.193,6	29,0	0,3	67,9	3,7	79,9	236,9	751,1	428,8	0,2	136,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.338,4	1.124,2	33,4	93,6	987,8	9,2	0,2	56,6	0,9	65,7	181,3	552,1	267,6	0,0	90,0
Otro capital	746,1	254,8	7,4	21,6	205,8	19,9	0,1	11,3	2,7	14,3	55,6	199,0	161,2	0,2	46,9
<b>Inversiones de cartera</b>	4.653,3	1.374,6	68,2	139,3	995,2	101,4	70,5	82,5	42,0	241,9	132,3	1.489,3	630,2	26,8	633,8
Acc. y participaciones	1.984,2	415,2	11,4	45,9	335,3	22,0	0,5	20,2	39,5	141,6	115,7	634,9	285,3	0,9	330,9
Valores distintos de acciones	2.669,0	959,4	56,8	93,4	659,9	79,4	70,0	62,3	2,5	100,2	16,6	854,4	344,9	25,9	302,8
Bonos y obligaciones	2.232,5	784,2	52,7	78,2	505,4	78,5	69,4	58,6	2,2	63,5	12,9	710,7	303,1	24,8	272,5
Instrum. mercado monetario	436,6	175,2	4,0	15,1	154,5	0,8	0,7	3,6	0,3	36,7	3,8	143,8	41,8	1,1	30,4
<b>Otras inversiones</b>	-239,3	-152,6	-155,4	-8,7	121,7	54,4	-164,6	-66,0	-45,2	-31,5	-54,7	-73,1	-91,2	-23,3	298,3
Activos	5.241,2	2.581,4	104,4	72,2	2.241,7	152,3	10,8	23,5	35,0	81,3	266,1	838,0	516,8	57,5	841,7
AAPP	106,7	21,6	0,8	0,1	10,3	1,2	9,2	0,0	1,8	0,2	0,1	3,1	1,4	38,3	40,4
IFM	3.388,7	1.924,7	86,7	52,1	1.663,2	121,9	0,8	15,0	15,3	45,0	157,5	409,6	353,5	18,7	449,4
Otros sectores	1.745,7	635,2	16,9	20,0	568,2	29,2	0,9	8,5	17,9	36,1	108,5	425,3	161,9	0,5	351,9
Pasivos	5.480,5	2.734,0	259,8	80,9	2.120,0	97,9	175,5	89,5	80,2	112,8	320,7	911,0	608,0	80,8	543,4
AAPP	50,9	28,4	0,0	0,3	2,4	0,0	25,6	0,0	0,0	0,5	0,8	6,3	0,3	11,5	3,1
IFM	4.139,4	2.142,0	249,6	58,3	1.659,9	72,4	101,8	81,5	62,2	89,0	247,6	525,1	523,7	66,7	401,7
Otros sectores	1.290,2	563,6	10,2	22,3	457,7	25,5	48,0	8,0	18,0	23,3	72,3	379,7	84,0	2,6	138,6
<b>III 2007 a II 2008</b>	Operaciones acumuladas														
<b>Inversiones directas</b>	165,4	25,6	2,8	-3,1	7,2	18,7	0,0	-7,2	5,0	6,4	34,3	-18,3	54,9	0,0	64,8
En el exterior	389,6	61,2	3,0	-2,2	34,3	26,1	0,0	-3,4	4,6	13,4	43,7	70,3	100,8	0,0	99,1
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	282,5	33,2	1,9	-2,9	18,3	15,9	0,0	-4,4	2,6	5,1	25,6	61,5	92,2	0,0	66,7
Otro capital	107,2	28,0	1,2	0,6	16,0	10,2	0,0	1,0	1,9	8,4	18,1	8,8	8,6	0,0	32,4
En la zona del euro	224,2	35,6	0,2	0,8	27,2	7,3	0,0	3,9	-0,4	7,1	9,4	88,6	45,9	0,0	34,3
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	135,9	32,9	-0,8	-1,6	34,6	0,7	0,0	1,4	0,1	9,3	4,7	46,1	28,4	0,0	13,0
Otro capital	88,3	2,7	1,0	2,5	-7,4	6,6	0,0	2,5	-0,5	-2,2	4,7	42,5	17,4	0,0	21,3
<b>Inversiones de cartera: activos</b>	345,1	116,1	-0,6	1,7	102,4	8,8	3,7	11,8	-0,4	21,2	-18,8	86,6	17,2	1,1	110,3
Acc. y participaciones	24,5	-3,4	-1,2	-3,9	0,3	1,1	0,1	4,0	-1,4	-23,3	-18,9	7,6	32,6	-0,2	27,4
Valores distintos de acciones	320,6	119,5	0,6	5,6	102,1	7,7	3,6	7,8	0,9	44,5	0,1	79,0	-15,4	1,3	82,9
Bonos y obligaciones	227,9	69,8	0,8	1,0	58,5	7,1	2,4	8,5	0,4	6,8	1,3	59,2	-5,9	1,3	86,5
Instrum. mercado monetario	92,7	49,8	-0,2	4,6	43,6	0,6	1,2	-0,7	0,5	37,7	-1,2	19,8	-9,5	0,0	-3,6
<b>Otras inversiones</b>	-267,4	-252,0	55,1	3,9	-358,2	50,7	-3,4	0,5	20,3	0,4	-62,8	-165,0	60,6	30,4	100,1
Activos	491,9	24,7	26,4	4,7	-78,6	66,0	6,2	5,0	5,2	14,8	-42,8	189,2	132,9	9,7	153,2
AAPP	-15,7	-12,0	-1,4	0,1	-11,4	-0,5	1,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,8	-4,4
IFM	256,6	4,5	27,1	4,9	-95,0	62,6	4,9	4,6	1,3	17,0	-45,8	50,5	102,1	8,9	113,4
Otros sectores	251,1	32,1	0,6	-0,3	27,8	3,8	0,1	0,6	3,9	-2,2	3,0	138,6	30,8	0,0	44,1
Pasivos	759,3	276,6	-28,7	0,8	279,6	15,3	9,6	4,5	-15,1	14,4	20,0	354,2	72,2	-20,7	53,2
AAPP	-4,7	-2,7	0,0	0,0	-1,9	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,6	0,1	-1,1	-0,5
IFM	558,9	259,9	-29,4	-1,6	274,9	9,9	6,1	5,1	-15,8	16,1	9,8	213,9	58,2	-19,6	31,4
Otros sectores	205,0	19,4	0,7	2,4	6,7	5,4	4,3	-0,5	0,8	-1,7	10,2	140,8	14,0	0,0	22,2

Fuente: BCE.

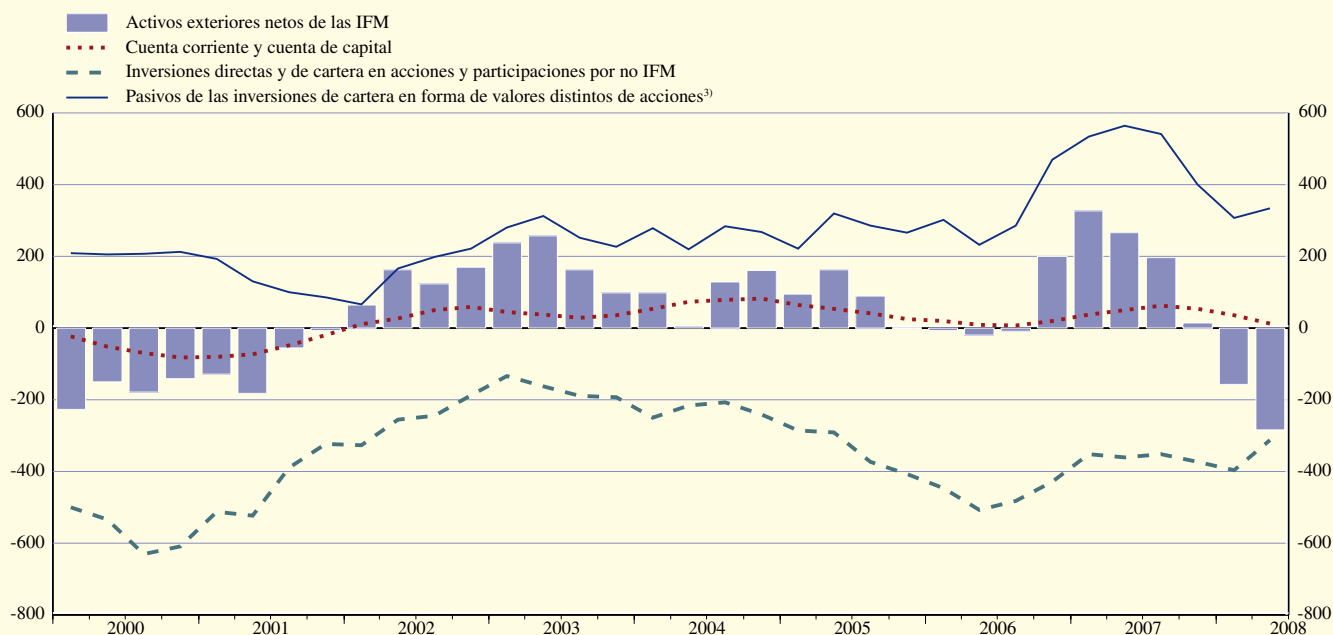
### 7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos<sup>1)</sup>

(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 participaciones <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones <sup>3)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	24,7	-344,2	153,6	-266,4	212,6	265,4	-155,8	151,0	-17,3	-30,4	-6,7	-0,1
2006	19,8	-381,6	264,2	-286,6	239,7	469,7	-225,9	223,7	3,2	-150,5	175,6	200,3
2007	53,2	-428,5	363,4	-184,1	50,3	399,5	-341,3	232,3	-54,1	-77,6	13,2	13,7
2007 II	2,5	-121,9	67,4	-57,5	31,2	139,3	-73,1	43,0	-7,3	-19,2	4,4	-0,3
III	18,8	-94,6	78,1	-51,2	1,7	58,8	-130,7	176,2	-15,4	-118,8	-77,1	-67,2
IV	17,3	-107,6	126,1	-19,4	-40,8	33,2	-39,2	0,4	-19,2	61,9	12,7	-7,0
2008 I	-2,4	-139,2	44,3	-21,3	6,4	75,9	-63,0	40,7	-21,0	6,8	-72,8	-83,3
II	-21,4	-17,9	-25,3	-87,5	-38,4	165,6	-2,4	-17,0	-9,1	-65,7	-119,1	-127,0
2007 Ago	2,1	-30,3	34,1	-14,3	-24,2	28,1	-9,8	33,1	-3,6	-64,5	-49,3	-51,1
Sep	7,9	-39,6	18,0	-14,6	3,4	12,2	-152,1	139,0	-3,1	-1,3	-30,2	-24,4
Oct	5,9	-43,1	63,4	-12,5	-24,8	7,7	-26,2	3,6	-2,7	42,4	13,8	11,9
Nov	3,9	-41,3	49,0	-1,2	-7,9	55,5	-15,9	3,4	-11,2	-0,9	33,5	28,6
Dic	7,4	-23,2	13,7	-5,6	-8,1	-30,1	2,9	-6,6	-5,3	20,4	-34,6	-47,5
2008 Ene	-12,4	-86,5	28,3	6,4	-9,6	53,0	0,2	26,6	-26,9	7,0	-14,0	-18,4
Feb	12,2	-34,1	15,8	-4,6	19,2	4,3	-36,1	-9,3	2,5	13,1	-16,9	-13,8
Mar	-2,2	-18,6	0,2	-23,0	-3,2	18,5	-27,0	23,4	3,4	-13,3	-41,9	-51,0
Abr	-4,3	21,8	-40,1	-21,1	-44,4	53,2	-0,1	-12,3	-2,8	-25,5	-75,6	-73,1
May	-20,0	-11,3	4,5	-44,5	-1,3	48,2	-8,2	0,2	-9,9	-23,7	-65,8	-69,9
Jun	2,8	-28,4	10,4	-21,9	7,4	64,2	5,8	-4,9	3,5	-16,6	22,3	16,0
Jul	2,0	-38,2	12,4	-5,8	-9,5	4,5	-4,4	12,1	2,0	3,7	-21,1	-4,5
Ago	-7,4	-13,9	3,5	-1,6	-26,3	11,9	7,9	-9,5	-5,8	34,5	-6,7	-8,3
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2008 Ago	-4,0	-356,3	178,9	-150,1	-105,2	303,2	-253,2	165,5	-56,1	40,0	-237,2	-254,4

### C34 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM<sup>1)</sup>

(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	313,8	995,0	1.075,7	604,7	184,3	256,8	770,4	130,0
2005	7,8	13,4	1.238,3	589,8	269,0	333,9	1.068,7	1.227,3	705,9	208,2	277,0	845,9	187,0
2006	11,6	13,7	1.384,9	686,4	296,4	365,4	1.182,9	1.397,4	856,7	216,5	304,6	942,9	224,6
2007	8,5	5,7	1.502,5	737,6	324,9	393,6	1.275,7	1.475,0	899,6	224,5	323,6	1.008,4	223,9
2007 I	9,1	5,2	367,9	180,6	79,8	96,6	311,5	359,5	217,1	56,4	79,8	250,0	48,2
II	9,5	3,7	371,0	182,0	80,5	97,0	316,7	361,4	221,7	54,0	79,3	249,7	53,1
III	10,3	6,4	382,0	187,5	82,2	100,4	326,4	374,2	226,5	57,9	82,5	259,0	57,7
IV	5,4	7,3	381,5	187,6	82,4	99,5	321,2	379,8	234,2	56,3	82,1	249,6	64,9
2008 I	6,7	9,4	395,1	194,1	84,0	103,8	331,5	396,3	247,3	57,3	81,6	256,2	70,1
II	7,5	11,2	395,7	196,2	83,5	103,0	331,4	400,5	254,7	54,5	80,7	253,6	75,1
2008 Mar	-1,9	5,4	128,7	62,9	27,1	33,2	107,7	130,4	82,3	18,6	26,4	83,8	24,0
Abr	16,3	15,8	135,9	67,4	28,6	36,0	112,7	135,0	84,9	18,6	27,4	84,7	23,9
May	2,7	7,2	129,4	64,1	27,2	33,5	108,4	131,3	83,7	17,9	26,5	83,8	24,3
Jun	4,0	10,8	130,4	64,7	27,7	33,4	110,2	134,2	86,1	17,9	26,8	85,2	26,9
Jul	9,1	15,4	134,0	67,0	28,3	34,2	110,5	140,6	90,4	19,3	27,4	86,5	30,5
Ago	-1,7	7,4	133,1	.	.	.	110,4	139,2	.	.	.	86,6	.
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	140,3	131,2	134,4	121,0	117,8	128,5	131,3	126,1	110,0
2007	6,1	4,2	141,6	139,0	151,6	139,5	142,1	125,9	120,1	136,9	138,4	133,6	107,9
2007 I	7,2	6,4	139,9	137,3	149,4	137,1	139,2	126,3	121,6	136,1	137,1	132,4	109,7
II	6,6	3,5	139,6	136,8	149,6	137,7	140,5	124,8	120,2	132,3	137,0	132,4	106,9
III	7,6	5,4	143,5	140,7	153,2	141,9	145,0	126,4	119,2	141,5	139,4	136,5	106,9
IV	3,3	1,7	143,5	141,1	154,1	141,3	143,6	126,2	119,4	137,9	140,0	133,2	108,2
2008 I	3,8	-0,9	146,2	142,7	154,4	145,6	146,9	126,1	119,7	139,0	137,6	134,8	109,5
II	5,0	-1,0	145,3	141,9	154,2	144,1	146,9	123,1	116,4	133,9	138,2	133,9	102,8
2008 Mar	-4,1	-4,7	142,6	138,1	148,7	139,7	142,9	123,7	117,7	136,0	135,0	132,7	109,5
Abr	13,9	5,3	150,6	147,5	158,8	151,5	149,9	127,6	121,0	137,8	140,3	134,6	107,0
May	0,9	-4,7	143,2	139,4	151,1	141,9	145,1	121,6	115,2	132,5	137,2	133,1	100,5
Jun	0,7	-3,5	142,1	138,9	152,7	138,8	145,6	120,0	113,0	131,3	137,0	134,0	101,1
Jul	4,9	-1,6	144,7	141,7	154,7	141,9	144,8	121,3	113,5	141,7	137,3	133,9	107,5
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	108,3	111,2	101,6	109,1	104,6	122,9	139,9	89,8	107,5	103,6	208,7
II	2,4	12,4	109,1	113,0	101,2	109,4	104,6	127,4	148,4	88,7	105,8	103,3	238,5
2008 Mar	2,4	10,5	108,5	111,7	102,2	109,1	104,8	123,8	142,0	89,4	106,4	103,3	214,1
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	218,9
May	1,8	12,5	108,6	112,7	100,9	108,3	103,9	126,8	147,7	88,4	105,1	102,9	236,4
Jun	3,3	14,8	110,3	114,2	101,5	110,6	105,3	131,3	154,8	89,2	106,3	104,0	260,3
Jul	4,0	17,3	111,3	116,0	102,5	110,6	106,2	136,1	161,7	88,9	108,6	105,7	277,9
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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			Africa	América Latina	Otros países
	1	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	6	7	8	9	China	Japón	13	14	15	
<b>Exportaciones (f.o.b.)</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	1.238,3	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	77,3	38,8	199,8	271,7	53,7	34,5	77,7	54,4	121,7
2007	1.502,5	33,7	55,3	229,0	220,0	67,1	82,0	41,0	194,9	296,3	60,4	34,3	87,3	61,6	134,4
2007 I	367,9	8,3	13,5	56,8	52,3	15,6	20,5	10,2	49,5	71,9	14,3	8,7	21,4	15,0	32,8
II	371,0	8,4	13,9	56,0	53,9	16,7	20,0	9,9	48,7	73,1	14,8	8,8	21,5	15,5	33,4
III	382,0	8,5	14,2	58,7	56,5	17,3	20,6	10,4	49,4	75,3	15,5	8,5	22,2	15,6	33,5
IV	381,5	8,5	13,7	57,4	57,4	17,5	20,8	10,5	47,3	75,9	15,7	8,2	22,3	15,6	34,7
2008 I	395,1	8,8	13,9	57,5	60,3	19,2	20,8	11,7	48,4	78,3	16,7	8,5	23,8	16,0	36,2
II	395,7	8,9	14,2	57,6	61,2	19,4	21,8	11,0	46,4	77,3	16,9	8,4	24,6	16,2	37,2
2008 Mar	128,7	2,9	4,6	18,6	19,9	6,5	7,0	3,8	15,2	25,8	5,5	2,8	7,9	5,2	11,2
Abr	135,9	2,9	4,7	20,2	20,9	6,5	7,3	3,9	16,3	26,0	5,8	2,8	8,1	5,3	13,8
May	129,4	3,0	4,7	18,6	20,0	6,4	7,2	3,6	14,8	25,6	5,5	2,8	8,1	5,4	12,1
Jun	130,4	3,0	4,8	18,8	20,3	6,5	7,3	3,6	15,3	25,7	5,6	2,8	8,4	5,5	11,3
Jul	134,0	3,1	4,9	19,0	20,8	6,7	7,1	3,7	14,9	25,6	5,7	2,8	8,7	5,9	13,6
Ago	133,1	.	.	.	.	6,6	7,1	3,5	15,2	25,3	5,3	2,7	8,7	5,7	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2007	100,0	2,2	3,7	15,2	14,6	4,5	5,5	2,7	13,0	19,7	4,0	2,3	5,8	4,1	8,9
<b>Importaciones (c.i.f.)</b>															
2004	1.075,7	25,4	40,0	144,8	115,5	56,6	53,3	23,2	113,4	309,1	92,3	54,1	72,9	45,2	76,3
2005	1.227,3	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	84,1
2006	1.397,4	28,5	48,0	167,2	152,3	95,6	62,3	29,4	125,9	418,5	144,5	57,0	110,5	66,3	93,0
2007	1.475,0	28,1	51,7	167,8	174,4	97,7	67,1	32,3	131,2	445,9	170,2	58,5	113,0	74,9	90,8
2007 I	359,5	7,0	12,9	40,7	41,3	22,8	17,0	7,9	33,5	111,0	42,5	14,9	26,7	18,2	20,4
II	361,4	7,0	12,8	41,9	42,6	23,9	16,5	7,9	32,3	108,5	40,3	14,4	27,0	18,4	22,7
III	374,2	7,2	12,9	42,7	45,0	23,6	17,1	8,2	33,1	113,8	44,2	14,8	28,1	18,9	23,6
IV	379,8	6,8	13,1	42,5	45,5	27,4	16,5	8,3	32,3	112,6	43,1	14,4	31,2	19,5	24,1
2008 I	396,3	7,2	14,1	43,7	47,9	28,0	16,9	8,3	34,0	116,6	43,5	14,6	34,0	19,5	26,1
II	400,5	7,7	13,3	41,6	48,5	29,1	17,1	8,4	33,1	116,1	43,7	14,0	36,5	20,4	28,8
2008 Mar	130,4	2,3	4,6	14,3	16,1	9,3	5,6	2,8	11,3	38,7	14,1	4,8	11,1	6,5	8,0
Abr	135,0	2,6	4,5	14,2	16,6	10,0	5,7	2,8	11,1	38,9	14,6	4,9	12,3	6,8	9,3
May	131,3	2,6	4,4	13,6	15,9	9,8	5,6	2,8	10,9	38,0	14,5	4,5	11,7	6,8	9,5
Jun	134,2	2,4	4,3	13,9	16,0	9,3	5,8	2,8	11,1	39,3	14,6	4,6	12,5	6,7	10,0
Jul	140,6	2,9	4,4	14,0	16,0	11,5	6,0	2,8	11,9	41,1	15,6	4,6	12,5	6,8	10,8
Ago	139,2	.	.	.	.	10,0	5,8	2,7	11,0	40,8	15,9	4,8	13,1	6,9	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2007	100,0	1,9	3,5	11,4	11,8	6,6	4,6	2,2	8,9	30,2	11,5	4,0	7,7	5,1	6,2
<b>Saldo</b>															
2004	68,7	0,4	2,2	59,6	18,4	-20,7	13,3	8,6	59,3	-83,4	-52,0	-20,8	-8,3	-4,5	24,0
2005	11,0	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	24,5
2006	-12,6	3,2	1,9	49,7	37,5	-40,4	15,0	9,4	73,9	-146,8	-90,8	-22,4	-32,8	-11,9	28,7
2007	27,6	5,6	3,6	61,2	45,6	-30,6	14,8	8,7	63,7	-149,6	-109,8	-24,2	-25,7	-13,3	43,6
2007 I	8,5	1,3	0,6	16,1	10,9	-7,2	3,5	2,3	16,0	-39,1	-28,2	-6,2	-5,2	-3,2	12,4
II	9,6	1,3	1,1	14,1	11,3	-7,2	3,5	2,0	16,4	-35,4	-25,5	-5,6	-5,5	-2,9	10,7
III	7,8	1,3	1,3	16,0	11,5	-6,3	3,5	2,1	16,3	-38,5	-28,7	-6,3	-6,0	-3,3	9,9
IV	1,7	1,7	0,6	14,9	11,8	-9,9	4,3	2,2	15,0	-36,6	-27,5	-6,2	-8,9	-3,9	10,6
2008 I	-1,2	1,6	-0,2	13,8	12,4	-8,8	3,9	3,5	14,5	-38,2	-26,8	-6,1	-10,2	-3,5	10,0
II	-4,9	1,3	0,9	15,9	12,7	-9,7	4,6	2,6	13,3	-38,9	-26,9	-5,6	-12,0	-4,2	8,4
2008 Mar	-1,8	0,6	0,0	4,3	3,8	-2,8	1,4	1,0	4,0	-12,9	-8,6	-2,0	-3,2	-1,2	3,2
Abr	1,0	0,3	0,1	6,0	4,3	-3,5	1,5	1,0	5,3	-12,8	-8,7	-2,1	-4,3	-1,5	4,5
May	-2,0	0,4	0,3	5,1	4,1	-3,4	1,7	0,8	3,9	-12,4	-9,0	-1,7	-3,6	-1,5	2,6
Jun	-3,9	0,6	0,5	4,9	4,4	-2,8	1,4	0,8	4,1	-13,7	-9,1	-1,8	-4,1	-1,2	1,3
Jul	-6,7	0,2	0,5	4,9	4,8	-4,8	1,1	1,0	3,0	-15,5	-10,0	-1,9	-3,8	-0,9	2,8
Ago	-6,1	.	.	.	.	-3,4	1,4	0,8	4,2	-15,5	-10,6	-2,1	-4,4	-1,3	.

Fuente: Eurostat.



## TIPOS DE CAMBIO

### 8.1 Tipos de cambio efectivos<sup>1)</sup>

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-22						TCE-42		
	Nominal 1	Real, IPC 2	Real, IPRI 3	Real, deflactor del PIB 4	Real, CLUM 5	Real, CLUT 6	Nominal 7	Real, IPC 8	
2005	103,3	104,2	102,5	102,0	102,3	101,4	109,7	103,7	
2006	103,6	104,6	103,0	101,9	102,4	100,9	110,0	103,4	
2007	107,7	108,3	106,8	105,8	105,6	103,9	114,2	106,6	
2007 III	107,6	108,2	106,7	105,9	105,5	103,8	114,1	106,4	
IV	110,5	111,2	109,5	108,4	107,4	106,3	117,0	109,0	
2008 I	112,7	113,1	111,2	110,8	110,4	108,7	119,4	110,8	
II	115,7	115,7	113,0	113,8	112,7	112,3	122,6	113,2	
III	113,7	113,3	109,9	-	-	-	120,4	110,7	
2007 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	112,8	-	-	-	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	109,8	-	-	-	120,0	110,3	
Sép	111,6	111,2	107,7	-	-	-	118,3	108,6	
Oct	107,6	107,2	103,6	-	-	-	115,0	105,5	
				% variación sobre mes anterior					
2008 Oct	-3,6	-3,6	-3,7	-	-	-	-2,8	-2,8	
				% variación sobre año anterior					
2008 Oct	-1,7	-2,7	-4,6	-	-	-	-0,6	-2,3	

### C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

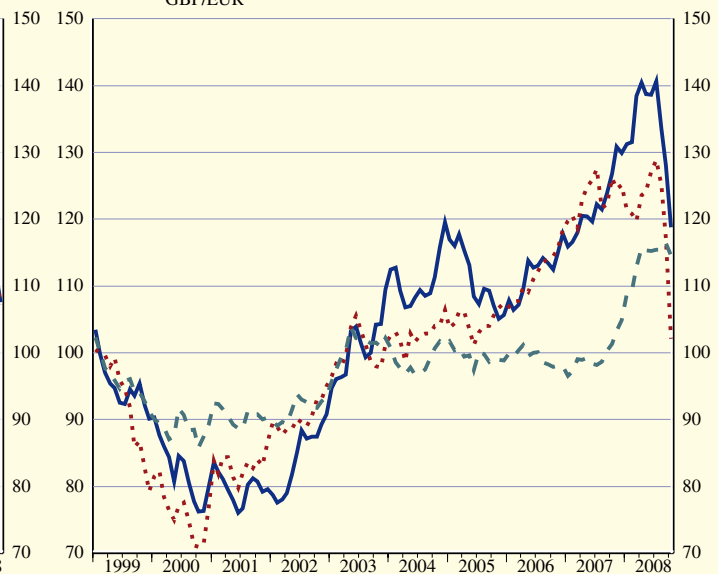
— TCE-22 nominal  
 ..... TCE-22 real deflactado por el IPC



### C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— USD/EUR  
 ..... JPY/EUR  
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
Oct	7,4545	9,8506	0,78668	1,3322	133,52	1,5194	1.759,07	10,3368	1,9666	1,5646	8,5928	1,9345
	% variación sobre mes anterior											
2008 Oct	-0,1	3,0	-1,6	-7,3	-12,8	-4,7	7,9	-7,6	-4,3	2,9	5,3	10,3
	% variación sobre año anterior											
2008 Oct	0,0	7,4	13,0	-6,4	-19,1	-9,1	35,1	-6,3	-5,7	12,6	11,6	22,1

	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 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	
Oct	24,768	15,6466	0,7093	3,4528	260,15	3,5767	30,459	1,9558	3,7479	7,1639	1,9612	
	% variación sobre mes anterior											
2008 Oct	1,1	0,0	0,5	0,0	8,1	6,0	0,6	0,0	3,4	0,6	9,9	
	% variación sobre año anterior											
2008 Oct	-9,4	0,0	0,9	0,0	3,6	-3,5	-9,4	0,0	11,8	-2,2	14,8	

	Real brasileño <sup>1)</sup>	Yuan renminbi chino	Corona islandesa	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano <sup>b)</sup>	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 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	
Oct	2,9112	9,1071	274,64	13,283,63	4,6895	16,8177	2,1891	63,882	35,2144	12,9341	45,872	
	% variación sobre mes anterior											
2008 Oct	13,2	-7,3	109,1	-1,1	-5,2	10,1	2,8	-4,8	-3,2	11,6	-6,9	
	% variación sobre año anterior											
2008 Oct	13,5	-14,7	218,2	2,6	-2,3	9,2	16,8	1,6	-0,5	34,2	2,2	

Fuente: BCE.

1) Desde el 1 de enero del 2008, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.



## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

### 9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
IAPC												
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	6,6	3,8	4,0	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,9	1,7	2,3
2008 I	12,4	7,6	3,2	11,3	16,3	10,8	6,9	4,5	8,0	3,4	3,1	2,4
II	14,0	6,7	3,7	11,5	17,5	12,3	6,8	4,3	8,6	4,0	3,6	3,4
III	12,5	6,5	4,6	11,0	15,6	12,0	6,3	4,4	8,2	4,5	4,0	4,8
2008 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
Sep	11,4	6,4	4,5	10,8	14,7	11,3	5,6	4,1	7,3	4,5	4,2	5,2
Déficit (-) superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB												
2005	1,9	-3,6	5,2	1,5	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,2	-2,8	2,4	-3,4
2006	3,0	-2,7	5,1	2,9	-0,2	-0,4	-9,3	-3,8	-2,2	-3,5	2,3	-2,7
2007	0,1	-1,0	4,9	2,7	0,1	-1,2	-5,0	-2,0	-2,6	-1,9	3,6	-2,8
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB												
2005	29,2	29,8	36,4	4,5	12,4	18,4	61,7	47,1	15,8	34,2	50,9	42,3
2006	22,7	29,6	30,5	4,3	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	30,4	45,9	43,4
2007	18,2	28,9	26,2	3,5	9,5	17,0	65,8	44,9	12,9	29,4	40,4	44,2
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período												
2008 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
Sep	5,17	4,42	4,37	-	6,60	5,45	7,99	5,89	8,32	4,98	3,90	4,58
Tipos de interés a tres meses en porcentaje; media del período												
2008 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
Sep	7,32	3,81	5,42	6,34	6,35	5,80	8,62	6,56	13,00	4,25	5,33	5,91
PIB real												
2006	6,3	6,8	3,9	10,4	12,2	7,8	3,9	6,2	7,9	8,5	4,1	2,8
2007	6,2	6,6	1,7	6,3	10,3	8,9	1,3	6,7	6,0	10,4	2,7	3,0
2008 I	7,0	5,4	-0,6	0,2	3,3	6,9	1,2	6,2	8,2	8,7	1,8	2,3
II	7,1	4,6	1,0	-1,1	0,1	5,2	1,7	6,0	9,3	7,6	0,9	1,5
III	.	.	.	.	.	2,8	.	.	.	.	.	.
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB												
2006	-17,1	-2,3	2,9	-14,6	-21,3	-9,5	-7,1	-2,1	-10,5	-7,1	7,8	-3,3
2007	-20,6	-1,2	0,7	-16,9	-21,8	-12,8	-5,1	-3,6	-13,5	-4,7	8,3	-3,6
2008 IV	-26,1	-1,3	2,1	-14,6	-14,7	-11,7	-3,8	-3,3	-13,5	-6,8	9,0	-1,5
2008 I	-25,1	4,0	-2,0	-11,2	-17,2	-15,2	-3,2	-3,6	-13,5	-0,5	10,0	-1,3
II	-27,0	-5,0	3,5	-9,3	-12,5	-15,1	-6,1	-3,4	-14,7	-7,6	4,6	-3,2
Costes laborales unitarios												
2006	4,4	1,2	1,7	8,7	15,6	10,2	1,3	0,1	4,8	1,5	-0,2	2,3
2007	14,2	3,1	3,9	19,8	25,0	10,6	4,9	3,1	14,8	0,6	4,5	1,2
2008 IV	14,5	1,1	3,4	19,5	24,0	10,9	-	-	-	-1,6	5,3	0,3
2008 I	16,8	5,2	7,1	19,4	23,5	10,9	-	-	-	5,5	1,8	1,3
II	17,7	3,7	3,8	13,8	20,4	11,4	-	-	-	6,2	0,7	2,1
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)												
2006	9,0	7,2	3,9	5,9	6,8	5,6	7,5	13,9	7,3	13,3	7,0	5,4
2007	6,9	5,3	3,8	4,7	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	11,2	6,1	5,3
2008 I	6,3	4,5	3,2	4,4	6,4	4,5	7,7	7,8	5,8	10,4	5,9	5,2
II	5,9	4,4	3,1	3,9	6,2	4,7	7,8	7,3	5,9	10,2	5,8	5,3
III	5,6	4,3	2,9	4,1	6,5	4,9	7,8	6,7	.	10,0	5,9	.
2008 May	5,9	4,5	3,2	3,9	6,1	4,7	7,8	7,3	5,9	10,2	5,7	5,3
Jun	5,8	4,4	3,1	3,8	6,2	4,8	7,8	7,1	5,9	10,1	5,7	5,5
Jul	5,7	4,4	2,9	3,9	6,3	5,0	7,8	6,9	.	10,1	5,7	5,6
Ago	5,6	4,3	2,9	4,0	6,5	5,0	7,9	6,7	.	10,0	5,9	.
Sep	5,6	4,3	2,9	4,2	6,8	4,6	7,9	6,5	.	10,0	6,1	.

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

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

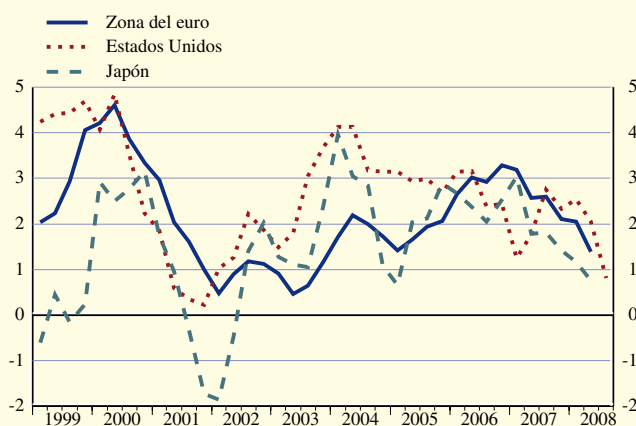
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio <sup>2)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>3)</sup>	Rendimiento de la deuda pública a 10 años <sup>3)</sup> (cupón cero), fin de período	Tipo de cambio en <sup>4)</sup> moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2004	2,7	0,8	3,6	3,1	5,5	4,7	1,62	4,80	1,2439	-4,4	48,9
2005	3,4	2,2	2,9	4,2	5,1	4,3	3,56	5,05	1,2441	-3,3	49,1
2006	3,2	2,8	2,8	2,8	4,6	5,0	5,19	5,26	1,2556	-2,2	48,5
2007	2,9	2,7	2,0	1,8	4,6	5,7	5,30	4,81	1,3705	-2,9	49,3
2007 III	2,4	2,0	2,8	2,2	4,7	6,0	5,45	5,34	1,3738	-3,0	48,8
IV	4,0	0,9	2,3	2,5	4,8	5,7	5,02	4,81	1,4486	-3,2	49,3
2008 I	4,1	0,0	2,5	2,0	4,9	6,3	3,26	4,24	1,4976	-4,0	50,4
II	4,4	0,6	2,1	-0,1	5,3	6,2	2,75	4,81	1,5622	-5,7	49,6
III	5,3	.	0,8	-2,6	6,0	5,9	2,91	4,58	1,5050	.	.
2008 Jun	5,0	-	-	-0,5	5,5	5,9	2,77	4,81	1,5553	-	-
Jul	5,6	-	-	-1,3	5,7	6,2	2,79	4,80	1,5770	-	-
Ago	5,4	-	-	-1,8	6,1	5,3	2,81	4,63	1,4975	-	-
Sep	4,9	-	-	-4,8	6,1	6,2	3,12	4,58	1,4370	-	-
Oct	.	-	-	.	.	.	4,06	4,61	1,3322	-	-
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	2,2	.	.	-1,3	.	2,2	0,90	1,72	161,83	.	.
2008 Jun	2,0	.	-	0,1	4,1	2,2	0,92	1,88	166,26	-	-
Jul	2,3	.	-	2,4	4,0	2,1	0,92	1,77	168,45	-	-
Ago	2,1	.	-	-6,9	4,2	2,4	0,89	1,70	163,63	-	-
Sep	2,1	.	-	0,3	.	2,2	0,91	1,72	153,20	-	-
Oct	.	.	-	.	.	.	1,04	1,59	133,52	-	-

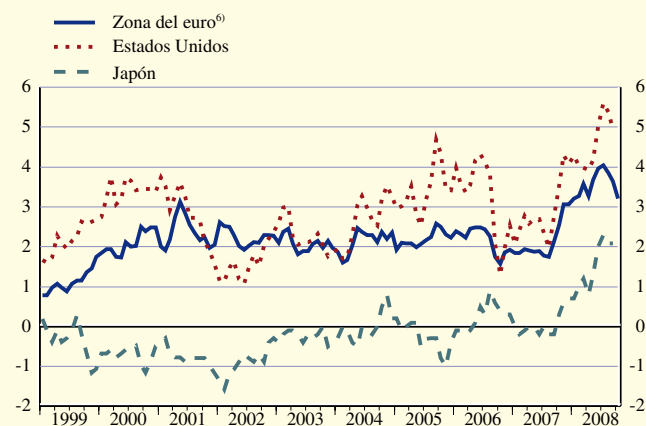
### C37 Producto interior bruto a precios constantes

(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](http://www.ecb.europa.eu)).

La tasa de crecimiento interanual  $a_t$  del mes  $t$  —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes  $t$ — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual  $a_t^M$  se puede calcular como:

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

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

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. 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-

dos<sup>3</sup>. 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](http://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 VALORES<sup>4</sup>

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](http://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 IAPC<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

#### RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

##### DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). En los datos

originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

#### RELATIVAS A LA SECCIÓN 7.3

##### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre  $t$  se calcula a partir de las transacciones ( $F_t$ ) y posiciones trimestrales ( $L_t$ ), de la siguiente manera:

$$q) \quad a_t = \left[ \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.



## NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://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](mailto: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 5 de noviembre 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 Monetarias<sup>1</sup>, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10<sup>2</sup>.

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 Svensson<sup>3</sup>. 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 plazo<sup>4</sup>. 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 2001<sup>5</sup>. 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 laborales<sup>6</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) n° 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>7</sup>. 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) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>8</sup>, 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 n° 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 3605/93 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas<sup>9</sup>. 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

<sup>8</sup> DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

<sup>9</sup> 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)<sup>10</sup>, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)<sup>11</sup>. 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](http://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 Esta-

dos miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-42 incluye, además de los del TCE-22, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 8, titulado «Los tipos de cambio efectivos del euro tras las recientes ampliaciones de la zona del euro y de la UE», en el Boletín Mensual de marzo del 2007, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

## ANEXOS

# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>



### 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-

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2005 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

nanciación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantienen en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

#### **7 DE DICIEMBRE DE 2006**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de diciembre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,50% y el 2,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de diciembre de 2006.

#### **21 DE DICIEMBRE DE 2006**

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 40 mm de euros a 50 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2007. Al fijar este importe se han tomado en consideración los siguientes factores: las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro se han incrementado considerablemente en los últimos años, y se espera que vuelvan a aumentar en el año 2007. Por lo tanto, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2008.

#### **11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,50%, 4,50% y 2,50%, respectivamente.

#### **8 DE MARZO DE 2007**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

#### **12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

#### **6 DE JUNIO DE 2007**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

#### **5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE, 6 DE DICIEMBRE DE 2007, 10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 6 DE MARZO, 10 DE ABRIL, 8 DE MAYO Y 5 DE JUNIO DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4%, 5% y 3%, respectivamente.



**3 DE JULIO DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de julio de 2008. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5,25% y el 3,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de julio de 2008.

**7 DE AGOSTO, 4 DE SEPTIEMBRE Y 2 DE OCTUBRE DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.

**8 DE OCTUBRE DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos inmediatos. Además, el Consejo de Gobierno decide que, a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarán a cabo mediante un procedimiento de

subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a la operación principal de financiación. Por otra parte, a partir del 9 de octubre, el BCE reducirá la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de la operación principal de financiación. Las dos medidas continuarán aplicándose durante todo el tiempo que se estime necesario y, como mínimo, hasta el final del primer período de mantenimiento del 2009, que concluirá el 20 de enero.

**15 DE OCTUBRE DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide ampliar el sistema de activos de garantía y mejorar la provisión de liquidez. Para ello, el Consejo de Gobierno decide: (i) ampliar la lista de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosystema, que permanecerá vigente hasta el final del 2009, (ii) mejorar la provisión de liquidez en las operaciones de financiación a plazo más largo a partir del 30 de octubre de 2008 y hasta el final del primer trimestre del 2009, y (iii) ofrecer liquidez en dólares estadounidenses mediante *swaps* de divisas.

**6 DE NOVIEMBRE DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 12 de noviembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 12 de noviembre de 2008.



## 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 agosto y octubre 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](mailto:info@ecb.europa.eu).

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

### INFORME ANUAL

«Informe Anual 2006», abril 2007.

«Informe Anual 2007», abril 2008.

### INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2007».

«Informe de Convergencia mayo 2007: Introducción, marco para el análisis y resúmenes de países».

«Convergence Report May 2008».

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

### BOLETÍN MENSUAL, EDICIÓN ESPECIAL

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

### ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«La UE ampliada y las economías de la zona del euro», enero 2007.

«Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», enero 2007.

«La expansión de la economía China en perspectiva», enero 2007.

«Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», febrero 2007.

«Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras», febrero 2007.

«Remesas de emigrantes a las regiones vecinas de la UE», febrero 2007.

«La comunicación de la política monetaria a los mercados financieros», abril 2007.

«Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones», abril 2007.

«Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública», abril 2007.

«Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», mayo 2007.

«Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», mayo 2007.

«Factores determinantes del crecimiento en los Estados miembros de la UE de Europa central y oriental», mayo 2007.

«Operaciones de recompra de acciones propias en la zona del euro», mayo 2007.

«Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», julio 2007.

«Países exportadores de petróleo: Principales características estructurales, evolución económica y reciclaje de los ingresos derivados del petróleo», julio 2007.

«Ajuste de los desequilibrios mundiales en un contexto de integración financiera internacional», agosto 2007.

«Financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro», agosto 2007.

«Operaciones apalancadas y estabilidad financiera», agosto 2007.

«Evolución a largo plazo de los préstamos de las IFM a los hogares en la zona del euro: Principales tendencias y determinantes», octubre 2007.

«Los sistemas de activos de garantía de la Reserva Federal, del Banco de Japón y del Eurosistema», octubre 2007.

«Circulación y suministro de billetes en euros y preparativos para la segunda serie de billetes», octubre 2007.

«Cambios estructurales y concentración de los mercados de valores: Implicaciones para la eficiencia del sistema financiero y para la política monetaria», noviembre 2007.

«Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», noviembre 2007.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

«Estabilidad de precios y crecimiento», mayo 2008.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

«Valoración de los mercados de valores y prima de riesgo de las acciones», noviembre 2008.

«Diez años de TARGET y puesta en marcha de TARGET2», noviembre 2008.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

#### **DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS**

- 4 «Privileges and immunities of the European Central Bank», G. Gruber y M. Benisch, junio 2007.
- 5 «Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States», K. Drēviņa, K. Laurinavičius y A. Tupits, julio 2007.
- 6 «The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law», junio 2008.

- 7 «Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects», P. Athanassiou y N. Max-Guix, julio 2008.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 55 «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», U. Baumann y F. di Mauro, febrero 2007.
- 56 «Assessing fiscal soundness: theory and practice», N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother y J.-P. Vidal, marzo 2007.
- 57 «Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe», S. Herrmann y E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 «Long-term growth prospects for the Russian economy», R. Beck, A. Kamps y E. Mileva, marzo 2007.
- 59 «The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years’ experience», C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen, abril 2007.
- 60 «Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa», U. Böwer, A. Geis y A. Winkler, abril 2007.
- 61 «Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach», O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini y T. Zumer, abril 2007.
- 62 «Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective», J. A. Garcia y A. Van Rixtel, junio 2007.
- 63 «Corporate finance in the euro area – including background material», un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2007.
- 64 «The use of portfolio credit risk models in central banks», un Grupo de Trabajo del Comité de Operaciones de Mercado del SEBC, julio 2007.
- 65 «The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations», F. Coppens, F. González y G. Winkler, julio 2007.
- 66 «Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature», N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert y G. Vitale, julio 2007.
- 67 «Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers», J.-M. Israël y C. Sánchez Muñoz, julio 2007.
- 68 «The securities custody industry», D. Chan, F. Fontan, S. Rosati y D. Russo, agosto 2007.
- 69 «Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy», M. Sturm y F. Gurtner, agosto 2007.
- 70 «The search for Columbus’ egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF», M. Skala, C. Thimann y R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 «The economic impact of the Single Euro Payments Area», H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 «The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe», P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou y M. Lo Duca, septiembre 2007.
- 73 «Reserve accumulation: objective or by-product?», J. O. de Beaufort Wijnholds y L. Søndergaard, septiembre 2007.
- 74 «Analysis of revisions to general economic statistics», H. C. Dieden y A. Kanutin, octubre 2007.
- 75 «The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area», editado P. Moutot y coordinado por D. Gerdesmeier, A. Lojschová y J. von Landesberger, octubre 2007.
- 76 «Prudential and oversight requirements for securities settlement», D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou y S. Rosati, diciembre 2007.
- 77 «Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing», E. Mileva y N. Siegfried, diciembre 2007.

- 78 «A framework for assessing global imbalances», T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora y R. Straub, enero 2008.
- 79 «The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues», P. Moutot, A. Jung y F. P. Mongelli, enero 2008.
- 80 «China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?», M. Bussière y A. Mehl, enero 2008.
- 81 «Measuring financial integration in new EU Member States», M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis y S. Manganelli, marzo 2008.
- 82 «The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation», L. Cappiello y G. Ferrucci, marzo 2008.
- 83 «The predictability of monetary policy», T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch y J. Turunen, marzo 2008.
- 84 «Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise», G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk y C. Van Nieuwenhuyze, mayo 2008.
- 85 «Benchmarking the Lisbon strategy», D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca y W. Coussens, mayo 2008.
- 86 «Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach», M. M. Borys, É. K. Polgár y A. Zlate, junio 2008.
- 87 «Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», a Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, junio 2008.
- 88 «Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia», S. Herrmann y A. Winkler, junio 2008.
- 89 «An analysis of youth unemployment in the euro area», R. Gómez-Salvador y N. Leiner-Killinger, junio 2008.
- 90 «Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts», M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi y N. Vidalis, julio 2008.
- 91 «The impact of sovereign wealth funds on global financial markets», R. Beck y M. Fidora, julio 2008.
- 92 «The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy», M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf y D. Peschel, julio 2008.
- 93 «Russia, EU enlargement and the euro», Z. Polański y A. Winkler, agosto 2008.
- 94 «The changing role of the exchange rate in a globalised economy», F. di Mauro, R. Ruffer e I. Bunda, septiembre 2008.
- 95 «Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems», Grupo de expertos sobre retos relacionados con la estabilidad financiera en los países candidatos del Comité de Relaciones Internacionales, septiembre 2008.
- 96 «The monetary presentation of the euro area balance of payments», L. Bê Duc, F. Mayerlen y P. Sola, septiembre 2008.
- 97 «Globalisation and the competitiveness of the euro area», F. di Mauro y K. Forster, septiembre 2008.
- 98 «Will oil prices decline over the long run?», R. Kaufmann, P. Karadeloglou y F. di Mauro, octubre 2008.

#### BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

«Research Bulletin», n.º 6, junio 2007.

«Research Bulletin», n.º 7, junio 2008.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 923 «Resuscitating the wage channel in models with unemployment fluctuations», K. Christoffel y K. Kuester, agosto 2008.
- 924 «Government spending volatility and the size of nations», D. Furceri y M. Poplawski Ribeiro, agosto 2008.
- 925 «Flow on conjunctural information and forecast of euro area economic activity», K. Drechsel y L. Maurin, agosto 2008.
- 926 «Euro area money demand and international portfolio allocation: a contribution to assessing risks to price stability», R. A. De Santis, C. A. Favero y B. Roffia, agosto 2008.
- 927 «Monetary stabilisation in a currency union of small open economies», M. Sánchez, agosto 2008.
- 928 «Corporate tax competition and the decline of public investment», P. Gomes y F. Pouget, agosto 2008.
- 929 «Real convergence in central and eastern European EU Member States: which role for exchange rate volatility?», O. Arratibel, D. Furceri y R. Martin, septiembre 2008.
- 930 «Sticky information Phillips curves: European evidence», J. Döpke, J. Dovern, U. Fritsche y J. Slacalek, septiembre 2008.
- 931 «International stock return comovements», G. Bekaert, R. J. Hodrick y X. Zhang, septiembre 2008.
- 932 «How does competition affect efficiency and soundness in banking? New empirical evidence», K. Schaeck y M. Čihák, septiembre 2008.
- 933 «Import price dynamics in major advanced economies and heterogeneity in exchange rate pass-through», S. Déés, M. Burgert y N. Parent, septiembre 2008.
- 934 «Bank mergers and lending relationships», J. Montoriol-Garriga, septiembre 2008.
- 935 «Fiscal policies, the current account and Ricardian equivalence», C. Nickel e I. Vansteenkiste, septiembre 2008.
- 936 «Sparse and stable Markowitz portfolios», J. Brodie, I. Daubechies, C. De Mol, D. Giannone e I. Loris, septiembre 2008.
- 937 «Should quarterly government finance statistics be used for fiscal surveillance in Europe?», D. J. Pedregal y J. J. Pérez, septiembre 2008.
- 938 «Channels of international risk-sharing: capital gains versus income flows», T. Bracke y M. Schmitz, septiembre 2008.
- 939 «An application of index numbers theory to interest rates», J. Huerga y L. Steklacova, septiembre 2008.
- 940 «The effect of durable goods and ICT on euro area productivity growth?», J. Jalava e I. K. Kavonius, septiembre 2008.
- 941 «The euro's influence trade: Rose effect versus border effect», G. Cafiso, septiembre 2008.
- 942 «Towards a monetary policy evaluation framework», S. Adjemian, M. Darracq Pariès y S. Moyen, septiembre 2008.
- 943 «The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area», C. Martínez-Carrascal y A. Ferrando, septiembre 2008.
- 944 «The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis», K. Christoffel, G. Coenen y A. Warne, octubre 2008.
- 945 «Wage and price dynamics in Portugal», C. Robalo Marques, octubre 2008.
- 946 «Macroeconomic adjustment to Monetary Union», G. Fagan y V. Gaspar, octubre 2008.
- 947 «Foreign-currency bonds: currency choice and the role of uncovered and covered interest parity», M. M. Habib y M. Joy, octubre 2008.
- 948 «Clustering techniques applied to outlier detection of financial market series using a moving window filtering algorithm», J. M. Puigvert Gutiérrez y J. Fortiana Gregori, octubre 2008.

- 949 «Short-term forecasts of euro area GDP growth», E. Angelini, G. Camba-Méndez, D. Giannone, G. Rünstler y L. Reichlin, octubre 2008.
- 950 «Is forecasting with large models informative? Assessing the role of judgement in macroeconomic forecasts», R. Mestre y P. McAdam, octubre 2008.
- 951 «Exchange rate pass-through in the global economy: the role of emerging market economies», M. Bussière y T. A. Peltonen, octubre 2008.
- 952 «How successful is the G7 in managing exchange rates?», M. Fratzscher, octubre 2008.
- 953 «Estimating and forecasting the euro area monthly national accounts from a dynamic factor model», E. Angelini, M. Bañura y G. Rünstler, octubre 2008.
- 954 «Fiscal policy responsiveness, persistence and discretion», A. Afonso, L. Agnello y D. Furceri, octubre 2008.
- 955 «Monetary policy and stock market boom-bust cycles», L. Christiano, C. Ilut, R. Motto y M. Rostagno, octubre 2008.

#### OTRAS PUBLICACIONES

- «Government finance statistics guide», enero 2007.
- «Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», enero 2007.
- «Letter from the President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament», enero 2007.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2007.
- «List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2007 (sólo en Internet).
- «Financial statistics for a global economy - proceedings of the 3rd ECB conference on statistics», febrero 2007.
- «Euro Money Market Study 2006», febrero 2007 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», febrero 2007.
- «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual», marzo 2007.
- «Financial integration in Europe», marzo 2007.
- «TARGET2-Securities - The blueprint», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities - Technical feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities - Operational feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities - Legal feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities - Economic feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System», abril 2007.
- «Cómo el euro se convirtió en nuestra moneda. Breve historia de los billetes y monedas en euros», abril 2007.
- «Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU», abril 2007.
- «TARGET Annual Report 2006», mayo 2007 (sólo en Internet).
- «European Union balance of payments: international investment position statistical methods», mayo 2007.
- «Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Members States of the European Union: statistical tables», mayo 2007 (sólo en Internet).
- «The euro bonds and derivatives markets», junio 2007 (sólo en Internet).
- «Review of the international role of the euro», junio 2007.
- «Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications», junio 2007.
- «Financial Stability Review», junio 2007.

«Monetary policy: A journey from theory to practice», junio 2007.

«The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions», julio 2007 (sólo en Internet).

«Fifth SEPA progress report», julio 2007 (sólo en Internet).

«Potential impact of Solvency II on financial stability», julio 2007.

«The role of central counterparties-issues related to central counterparty clearing», ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, julio 2007.

«European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions», julio 2007.

«Payment and securities settlement in the European Union» (Blue Book), Vol. 1: euro area countries, Vol. 2 non-euro area countries, agosto 2007.

«EU banking structures», octubre 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities progress report», octubre 2007 (sólo en Internet).

«Fifth progress report on TARGET2» con el anejo 1 «Information guide for TARGET2 users (version 1.0), el anejo 2 «User information guide to TARGET2 pricing» y el anejo 3 «TARGET2 compensation scheme, claim form», octubre 2007 (sólo en Internet).

«EU banking sector stability», noviembre 2007 (sólo en Internet).

«Euro money market survey», noviembre 2007 (sólo en Internet).

«Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution», noviembre 2007 (sólo en Internet).

«Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties», diciembre 2007.

«Financial Stability Review», diciembre 2007.

«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union», enero 2008 (sólo en Internet).

«Oversight framework for card payment schemes – standards», enero 2008 (sólo en Internet).

«The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006», febrero 2008.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», marzo 2008 (sólo en Internet).

«ECB statistics quality framework (SQF)», abril 2008 (sólo en Internet).

«Quality assurance procedures within the ECB statistical function», abril 2008 (sólo en Internet).

«ECB statistics – an overview», abril 2008 (sólo en Internet).

«TARGET Annual Report 2007», abril 2008 (sólo en Internet).

«Financial integration in Europe», abril 2008.

«Financial Stability Review», junio 2008.

«Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», junio 2008.

«The international role of the euro», julio 2008 (sólo en Internet).

«Payment systems and market infrastructure oversight report», julio 2008 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).

«Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments», julio 2008.

«CCBM2 User Requirements 4.1», julio 2008 (sólo en Internet).

«Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007», septiembre 2008.

«New procedure for constructing ECB staff projection ranges», septiembre 2008 (sólo en Internet).

«Commission’s draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation», septiembre 2008 (sólo en Internet).



«Euro money market survey», septiembre 2008 (sólo en Internet).

«EU banking structures», octubre 2008 (sólo en Internet).

«28/10/2008 Letter from the ECB President to Mr Mario Borghezio, Member of the European Parliament», octubre 2008 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, octubre 2008 (sólo en Internet).

#### **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](http://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 pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

**Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales):** medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-22, integrado por los 12 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-22 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

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

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

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

**Vacantes:** término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

**Valor de referencia para el crecimiento de M3:** tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

**Valores de renta variable:** representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

**Valores distintos de acciones:** representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

**Volatilidad implícita:** la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

**Zona del euro:** incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, han adoptado el euro como moneda única.