



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

09 | 2008

10 | 2008

11 | 2008

12 | 2008

**BOLETÍN MENSUAL
FEBRERO**





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL FEBRERO 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 6 de febrero de 2008.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

- Entorno exterior de la zona del euro
- Evolución monetaria y financiera
- Precios y costes
- Producto, demanda y mercado de trabajo
- Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos

Recuadros

- 1 Regularidades empíricas sobre el sector de las IFM en Chipre y Malta y su impacto en los datos monetarios de la zona del euro **43**
- 2 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2008 **23**
- 3 Cómo han variado las correlaciones transfronterizas entre los mercados de renta variable durante las recientes turbulencias financieras **43**
- 4 Evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro **51**
- 5 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al primer trimestre del 2008 **54**

ARTÍCULOS

- El análisis del mercado monetario de la zona del euro desde la perspectiva de la política monetaria **71**
- La titulización en la zona del euro **87**
- Las nuevas curvas de rendimientos de la zona del euro **103**

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO

SI

ANEXOS

- Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema **I**
- Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2007 **III**
- Glosario **IX**

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios del Total de la Economía
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 3)
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 7 de febrero de 2008, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Esta decisión refleja la valoración del Consejo de Gobierno de que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo apuntan al alza, en un contexto de crecimiento monetario y crediticio muy intenso. Las actuales presiones inflacionistas a corto plazo no deben trasladarse al medio plazo. El firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y a largo plazo es la prioridad fundamental del Consejo de Gobierno, de acuerdo con el mandato que tiene encomendado. En este contexto, el Consejo de Gobierno mantiene su compromiso de impedir la aparición de efectos de segunda vuelta y la materialización de riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio plazo. Dado que la valoración del riesgo en los mercados financieros sigue sujeta a revisión, continúa existiendo un nivel excepcionalmente elevado de incertidumbre respecto a su impacto global en la economía real. Aunque los fundamentos económicos de la zona del euro son sólidos, los últimos datos confirman que los riesgos para el escenario de la actividad económica apuntan a la baja. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

Comenzando con el análisis económico, los últimos datos sobre la actividad económica al final del año indican que el crecimiento intertrimestral en la zona del euro se ha ralentizado respecto a la tasa del 0,8% registrada en el tercer trimestre del 2007. Esta valoración resulta acorde con los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores que, si bien han descendido durante los últimos meses, se mantienen por lo general en niveles compatibles con una continuación del crecimiento.

De cara al futuro, aunque es probable que la desaceleración de las economías de algunos de los principales socios comerciales de la zona del euro influya en el crecimiento del PIB real de la zona en el 2008, cabe esperar que tanto la demanda interna como externa respalden la continuación del crecimiento. En general, esta valoración está en consonancia con las previsiones disponibles elabo-

radas por entidades públicas y privadas. Los fundamentos económicos de la zona del euro siguen siendo sólidos y la economía de la zona del euro no presenta desequilibrios importantes. La rentabilidad se ha mantenido y las tasas de desempleo han disminuido hasta niveles no registrados en los últimos veinticinco años. Como resultado de la mejora de la situación económica y de la moderación salarial, el número de personas ocupadas y la tasa de actividad han aumentado considerablemente. En consecuencia, el crecimiento del consumo debería seguir contribuyendo a la expansión económica, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, y el crecimiento de la inversión debería continuar sirviendo de apoyo.

No obstante, la incertidumbre respecto a las perspectivas de crecimiento económico es excepcionalmente elevada y se ha confirmado que los riesgos para el escenario de la actividad económica apuntan a la baja. Dichos riesgos se relacionan principalmente con la posibilidad de que la evolución de los mercados financieros tenga un impacto más generalizado de lo actualmente previsto sobre las condiciones de financiación y el clima económico, que podría afectar negativamente al crecimiento mundial y de la zona del euro. Otros riesgos a la baja se derivan de la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas, de la preocupación por las presiones proteccionistas y de una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

En cuanto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en enero del 2008 en el 3,2%, frente al 3,1% registrado en diciembre del 2007. Esto confirma la continuada fortaleza de las presiones al alza sobre la inflación a corto plazo, con origen, principalmente, en los acusados incrementos de los precios de las materias primas, en particular, los del petróleo y de los alimentos, en los últimos meses.

De cara al futuro, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantendrá, muy probablemente, en niveles significativamente superiores al 2% en los próximos meses y se moderará de forma

gradual durante el 2008. Esto confirma la previsión del Consejo de Gobierno de un episodio prolongando de tasas de inflación temporalmente elevadas. Además, es importante destacar que la moderación de la tasa de inflación —contemplada en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre del 2007— se basa en el supuesto de la corrección parcial de las recientes subidas de los precios de las materias primas, en línea con los precios de los contratos de futuros. En esencia, las proyecciones estiman que la reciente aceleración de los precios del petróleo y de los alimentos y su incidencia en la inflación medida por el IAPC no tendrá efectos de segunda vuelta generalizados sobre la fijación de precios y salarios.

Se ha confirmado la existencia de riesgos al alza para la evolución de los precios a medio plazo. Estos riesgos incluyen la posibilidad de un crecimiento de los salarios más dinámico de lo esperado, teniendo en cuenta la elevada utilización de la capacidad productiva y las tensiones en el mercado de trabajo. Por otra parte, la capacidad de fijación de precios de las empresas, especialmente en los segmentos de mercado con un bajo nivel de competencia, podría ser mayor de lo previsto. Por tanto, en este contexto, resulta crucial que todas las partes asuman sus responsabilidades y evitar que se produzcan efectos de segunda vuelta en la fijación de precios y salarios derivados de las actuales tasas de inflación. El Consejo de Gobierno considera que esto es fundamental para mantener la estabilidad de precios a medio plazo y, en consecuencia, el poder adquisitivo de los ciudadanos de la zona del euro. El Consejo de Gobierno realiza un seguimiento particularmente atento de las negociaciones salariales en la zona del euro. Debe evitarse la indicación de los salarios nominales al índice de precios de consumo. Por último, nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, que afiancen la fuerte tendencia alcista de los últimos meses, así como incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta ahora, representan riesgos al alza para las perspectivas de inflación.

El análisis monetario confirma que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a

medio y a largo plazo. El crecimiento interanual de M3, aunque se redujo ligeramente en diciembre, mantuvo su vigor situándose en el 11,5%, mientras que el crecimiento de M1 siguió ralentizándose, como reflejo del efecto moderador de la subida de los tipos de interés. La evolución del agregado monetario amplio en los últimos trimestres puede haber estado influida por diversos factores de naturaleza temporal, en particular, el aplanamiento de la curva de rendimientos, que pueden haber favorecido cierta sustitución a favor de activos monetarios. En general, habida cuenta de estos factores particulares, el análisis general de los datos más recientes confirma que la tasa subyacente de expansión monetaria sigue siendo elevada.

Esta conclusión encuentra respaldo en el crecimiento sostenido de los préstamos al sector privado interno, que registró una tasa interanual del 11,1% en diciembre. Aunque el aumento del endeudamiento de los hogares ha continuado moderándose durante los últimos trimestres, como reflejo de la influencia de la subida de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005 y del enfriamiento de los mercados de la vivienda en algunos lugares de la zona del euro, el crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras ha mantenido su fortaleza. Al final de diciembre del 2007, el endeudamiento bancario de las sociedades no financieras de la zona del euro fue un 14,4% superior al registrado un año antes.

Por el momento, existe poca evidencia de que las perturbaciones observadas en los mercados financieros desde principios de agosto del 2007 hayan influido significativamente en la evolución del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios. En particular, de acuerdo con la información disponible, la mayor volatilidad de los mercados financieros no ha dado lugar a desplazamientos de cartera significativos hacia activos monetarios, como ocurrió entre el 2001 y el 2003. Pese al endurecimiento de los criterios para la concesión de créditos que se señala en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, la fortaleza del crecimiento de los préstamos sugiere que, hasta ahora, las turbulencias financieras no han afectado significativamente a la oferta de crédito en la zona del euro. Se necesitarán nuevos

datos y análisis para obtener un cuadro más preciso de la influencia de la evolución de los mercados financieros en los balances de las entidades de crédito, en las condiciones de financiación y en la expansión monetaria y crediticia.

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma la valoración de que existen riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, en un entorno de gran vigor de la expansión monetaria y crediticia y de solidez de los fundamentos económicos de la zona del euro. El impacto sobre la economía real de la actual revisión de la valoración del riesgo en los mercados financieros sigue sujeto a un nivel excepcionalmente elevado de incertidumbre. Los últimos datos confirman que los riesgos para el escenario de la actividad económica apuntan a la baja. En consecuencia, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento muy atento de todos los factores. El Consejo de Gobierno mantiene su compromiso de impedir la aparición de efectos de segunda vuelta y la materialización de riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio plazo. Resulta indispensable que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Dicho anclaje es la prioridad fundamental del Consejo de Gobierno, de acuerdo con el mandato que tiene encomendado.

Por lo que se refiere a las políticas fiscales, los países de la UE deben evitar la relajación discrecional de sus políticas. Existen numerosos indicios de que las políticas fiscales activistas no han resultado eficaces para la estabilización de las eco-

nomías europeas y han dado lugar a aumentos sostenidos de los ratios de gasto y deuda en relación con el PIB. Permitir el libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos en países con posiciones presupuestarias sólidas y salvaguardar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas son las mejores aportaciones de la política fiscal a la estabilidad macroeconómica. Los países con desequilibrios presupuestarios han de intensificar sus esfuerzos de saneamiento, en consonancia con las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Existe el riesgo claro de que algunos países no cumplan las disposiciones de carácter preventivo establecidas en el Pacto, lo que iría en detrimento de la credibilidad del mismo.

Las reformas estructurales favorecen el ajuste de las economías ante perturbaciones adversas, fomentan el crecimiento de la productividad y promueven el empleo y la competencia, lo que también contribuye a una relajación de las presiones inflacionistas. En concreto, aumentar la competencia en los sectores de servicios e industrias de red, así como aplicar medidas adecuadas en el mercado agrícola de la UE, podría contribuir a la estabilidad de precios en la zona del euro.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero analiza la importancia del mercado monetario de la zona del euro para la transmisión de las decisiones de política monetaria y presenta algunos de los instrumentos que utiliza el BCE para el seguimiento de este mercado. El segundo examina la evolución de la titulización en la zona del euro. El tercero ofrece información sobre las curvas de rendimiento de la zona del euro publicadas por el BCE.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Si bien la robusta situación económica de los mercados emergentes sigue respaldando la actividad económica mundial, los indicadores recientes apuntan a una nueva moderación del crecimiento mundial provocada por la desaceleración económica de Estados Unidos. Al mismo tiempo, la inflación general medida por los precios de consumo ha seguido siendo elevada en los países industrializados en diciembre. Sin embargo, si se excluyen los alimentos y la energía los niveles de inflación han sido más moderados. En general, se estima que los riesgos para las perspectivas de crecimiento se sitúan a la baja.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Si bien la robusta situación económica de los mercados emergentes sigue respaldando la actividad económica mundial, los indicadores recientes apuntan a una nueva moderación del crecimiento mundial provocada por la desaceleración económica en Estados Unidos. Además, es probable que las renovadas tensiones en los mercados financieros y la revisión general de la valoración de los riesgos tengan un impacto negativo en la economía mundial.

Como consecuencia de la subida de los precios de las materias primas y de los desfavorables efectos de base, la inflación interanual medida por los precios de consumo siguió siendo elevada en los países industrializados en diciembre (véase gráfico 1). En el caso de los países de la OCDE, la tasa de variación interanual del IPC fue del 3,3% en diciembre (frente al 3,4% de noviembre), mientras que si se excluyen los alimentos y la energía, los niveles de inflación han sido más moderados, con un ligero incremento hasta una tasa interanual del 2,1%. La evidencia de las encuestas más recientes sobre los precios mundiales de los consumos intermedios sugiere que los costes medios experimentaron una nueva subida en enero.

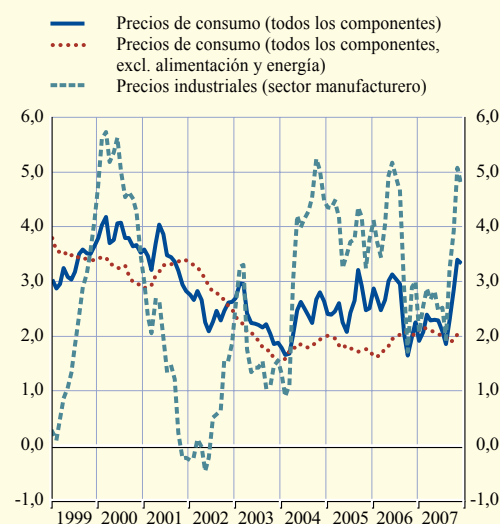
ESTADOS UNIDOS

En los Estados Unidos, en el cuarto trimestre del 2007, el ritmo de la actividad económica sufrió un severo retroceso tras registrarse una tasa de crecimiento excepcionalmente alta del 4,9% en el trimestre anterior. Según las estimaciones preliminares, en el último trimestre del 2007, el PIB real creció un 0,6% en tasa intertrimestral anualizada. Además de la caída de la inversión residencial (que experimentó una contracción de casi un 24% en tasa intertrimestral anualizada), la notable moderación del crecimiento del PIB real refleja también un cierto ajuste de las existencias, que restó casi 1,3 puntos porcentuales al crecimiento del PIB real después de sumarle 0,9 puntos porcentuales en el tercer trimestre. Por otra parte, el gasto en consumo y el menor crecimiento de las ventas al exterior también restringieron el crecimiento económico.

Al mismo tiempo, los indicadores de precios muestran un repunte de la inflación a partir del tercer trimestre del 2007. De hecho, las cuentas nacionales más recientes indican que, en el cuarto trimestre del 2007, el deflactor del gasto en consumo personal, excluidos los alimentos y la energía, aumentó a una

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: OCDE.

tasa interanual del 2,7%, tras un incremento del 1,9% en el tercer trimestre.

El 22 de enero, en una reunión no programada, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió recortar en 75 puntos básicos, hasta el 3,5%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. En su reunión ordinaria, celebrada el 30 de enero, redujo nuevamente dicho tipo de interés en otros 50 puntos básicos hasta situarlo en el 3%. El Comité consideró que el motivo de estas reducciones había que buscarlo en los datos que indicaban una intensificación de la contracción del mercado de la vivienda, así como en cierto debilitamiento de los mercados de trabajo.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha venido desacelerándose en los últimos meses, tras la revisión de la Ley de Normas de Edificación en junio del 2007, que se ha traducido en una significativa caída de las viviendas iniciadas y de la construcción empresarial en el segundo semestre del 2007. No obstante, la actividad económica ha continuado su expansión y el producto se ha visto respaldado por la fortaleza de la situación económica y por el robusto crecimiento de las exportaciones, impulsado, en particular, por la solidez de la demanda externa de los países emergentes de Asia.

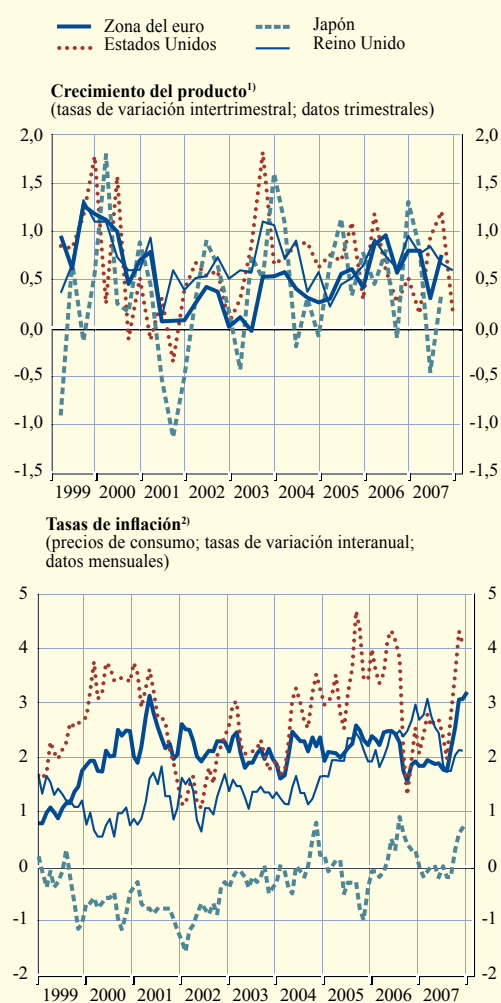
La inflación medida por los precios de consumo ha seguido siendo moderada (véase gráfico 2), debido a la persistencia de las presiones a la baja, especialmente sobre los salarios. No obstante, en los últimos meses, como resultado de la subida del precio de las materias primas importadas, la inflación general medida por el IPC ha vuelto a registrar cifras positivas. En diciembre del 2007, la tasa de variación interanual del IPC fue del 0,7%, frente al 0,6% de noviembre, mientras que, si se excluyen los alimentos frescos, las cifras se sitúan en el 0,8% y el 0,4%, respectivamente. Excluidos los alimentos y la energía, la tasa de variación interanual del IPC fue de -0,1%, la misma que en noviembre.

En la reunión celebrada el 22 de enero de 2008, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,50%, el tipo de interés oficial de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, las estimaciones provisionales indican que la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,6% en el cuarto trimestre del 2007, es decir, 0,1 puntos porcentuales menos que en el

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.

trimestre anterior. Los datos de las ventas del comercio al por menor indican una moderación del consumo de los hogares en el último trimestre del 2007. Los indicadores de actividad y precios del mercado de la vivienda fueron, en general, desfavorables en los últimos meses. En diciembre, la inflación interanual medida por el IAPC no experimentó variación con respecto a los dos meses anteriores, manteniéndose en el 2,1%. La menor contribución de las facturas de los servicios de agua, gas y electricidad siguió compensando la subida de los precios de los combustibles y los alimentos.

El 7 de febrero de 2008, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra redujo el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos hasta el 5,25%.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

Los indicadores a corto plazo correspondientes al cuarto trimestre sugieren que el ritmo de crecimiento en otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro fue bastante sostenido. La inflación en estos países aumentó, en general, en diciembre.

En el cuarto trimestre del 2007, se estima que el crecimiento del PIB prácticamente no ha variado respecto al trimestre anterior en Suecia y que se ha moderado significativamente en Dinamarca desde el nivel tan alto alcanzado en el tercer trimestre. En ambos países, los indicadores de confianza de los consumidores experimentaron una caída en los últimos meses, aunque todavía se mantuvieron por encima de la media a largo plazo. En Suecia, el crecimiento de las ventas del comercio al por menor en los tres meses transcurridos hasta diciembre fue próximo a cero, cifra notablemente más baja que la registrada en el tercer trimestre del 2007. En diciembre del 2007, la inflación medida por el IAPC apenas varió en comparación con el mes anterior: en Suecia aumentó hasta el 2,5% y en Dinamarca se redujo hasta el 2,4%.

En cuanto a las cuatro economías más grandes de Europa central y oriental, se estima que el ritmo de crecimiento en el último trimestre del 2007 se ha moderado en la República Checa, se ha intensificado en Hungría y se ha mantenido prácticamente estable en Polonia y Rumanía. En diciembre, la inflación medida por el IAPC aumentó de nuevo con la subida de los precios de los alimentos y la energía: en la República Checa hasta el 5,5%, en Hungría hasta el 7,4% y en Polonia hasta el 4,2%. En Rumanía, la inflación se redujo ligeramente hasta el 6,7%, dado que la contribución de los alimentos y la energía resultó levemente negativa. El 30 de enero, el Narodowy Bank Polski elevó su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 5,25%, como consecuencia de los riesgos al alza de que la inflación sobrepase el objetivo establecido en el medio plazo. El 7 de febrero, el Česká národní banka elevó su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 3,75%, ante el riesgo de sobrepasar el límite establecido como objetivo en materia de inflación.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica continuó su expansión a un ritmo vigoroso en los últimos meses del año, impulsada, cada vez más, por la demanda interna. Al mismo tiempo, el crecimiento de las exportaciones comenzó a moderarse en varios países —especialmente en las pequeñas economías abiertas— debido a la ralentización de la demanda exterior. Las presiones inflacionistas siguieron siendo intensas en la mayor parte de la región, en gran medida, como resultado de los elevados precios de los alimentos y de las materias primas.

En China, el PIB creció un 11,2% en tasa interanual en el cuarto trimestre, lo que representa una ligera moderación respecto al 11,5% del trimestre anterior. El crecimiento de las exportaciones perdió impulso en el segundo semestre del 2007, aunque continuó siendo sostenido (21,6% en cifras nominales interanuales en diciembre). A finales del 2007, el superávit comercial ascendió a un total acumulado de

262,2 mm de dólares estadounidenses, un 48% más que en el año anterior. Los datos sobre las ventas del comercio al por menor indican una fuerte demanda de bienes de consumo en los últimos meses del año. En el contexto de la moderación de los precios de los alimentos, la inflación medida por los precios de consumo se redujo hasta el 6,5% en diciembre desde del máximo del 6,9% registrado en noviembre, la cifra más alta de los once últimos años. En enero, el Banco Central de la República Popular China volvió a elevar el coeficiente de reservas mínimas obligatorias de las entidades de crédito en 50 puntos básicos hasta el 15%.

AMÉRICA LATINA

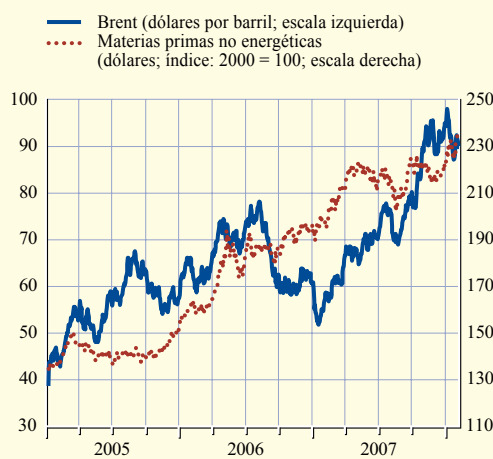
La actividad económica siguió siendo sostenida en la mayor parte de América Latina con la demanda interna como principal motor del crecimiento. En Brasil, la producción industrial registró una expansión del 7,3% en noviembre, frente al 9,8% de octubre, y la inflación interanual repuntó hasta el 4,5% en diciembre. En Argentina, la producción industrial mantuvo un ritmo de crecimiento vigoroso, alcanzando una tasa del 9,9% en diciembre, mientras que la inflación interanual medida por los precios de consumo siguió siendo elevada situándose en el 8,5%. En México, tras una recuperación en el tercer trimestre, la actividad económica mostró indicios de desaceleración, registrándose una caída del crecimiento interanual de la producción industrial hasta el 0,8% en noviembre desde el 3,2% observado en octubre. La inflación medida por los precios de consumo se situó en el 3,8% en diciembre.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo iniciaron un período de considerable volatilidad hacia finales del año 2007. Tras registrar un máximo histórico próximo a los 100 dólares estadounidenses a comienzos de enero del 2008, experimentaron un notable descenso y, el 6 de febrero, el precio del barril de Brent se situaba en 89,2 dólares (véase gráfico 3).

La combinación de unas temperaturas invernales muy suaves, en un contexto de lenta recuperación de las existencias, y de un aumento de la inquietud ante una desaceleración de la demanda mundial de crudo como consecuencia de la debilidad de la economía estadounidense se tradujo en presiones a la baja sobre los precios en enero. A comienzos del año, el bajísimo nivel de existencias en Estados Unidos y otros países de la OCDE, sumado a las tensiones geopolíticas, desencadenó la preocupación por una posible falta de oferta a corto plazo, pero el hecho de que el invierno fuese relativamente suave en las principales regiones consumidoras y la gradual acumulación de existencias contribuyeron a relajar las tensiones en el mercado de petróleo. La preocupación de los mercados respecto a una desaceleración económica en los Estados Unidos que afectase a la demanda mundial de petróleo, combinada con la liquidación de las posiciones especulativas en el período de turbulencias que sufrieron los mercados bursátiles ejerció nuevas presiones a la baja sobre los precios del petróleo. En enero, la Agencia Internacional de la Energía mantuvo sus perspectivas a medio plazo respecto a la demanda de petróleo en el 2008, en niveles relativamente sólidos, debido al fuerte crecimiento de la demanda de los países no pertenecientes a la OCDE, pero

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

advirtió de que habría que considerar la posibilidad de una revisión a la baja de la demanda mundial de petróleo en caso de que se produjera una desaceleración económica sustancial en Estados Unidos. También por el lado de la oferta se atenuó ligeramente la presión, repuntando significativamente la producción efectiva en diciembre, cuando los Emiratos Árabe Unidos volvieron a producir a plena capacidad, una vez concluidas las obras de mantenimiento de los yacimientos. En vista del reciente descenso de los precios del petróleo, la OPEP no incrementó su cuota de producción en su última reunión celebrada el 1 de febrero.

De cara al futuro, durante todo este período de fuerte volatilidad de los precios al contado, y pese a la inquietud de los mercados ante una desaceleración económica mundial, los precios de los futuros sobre el petróleo a medio plazo siguieron siendo elevados y, actualmente, los futuros con entrega en diciembre del 2009 se negocian a 87 dólares estadounidenses. Ello refleja las expectativas de los mercados respecto a una cierta continuidad a medio plazo de las tensiones en los mercados de petróleo atribuibles a la relativa solidez de la demanda en los países no pertenecientes a la OCDE, al limitado crecimiento de la oferta de crudo y al alto grado de utilización de la capacidad. A corto plazo, es probable que los precios del petróleo sigan siendo muy sensibles a las pequeñas variaciones de los márgenes de oferta y demanda y a la evolución del entorno geopolítico.

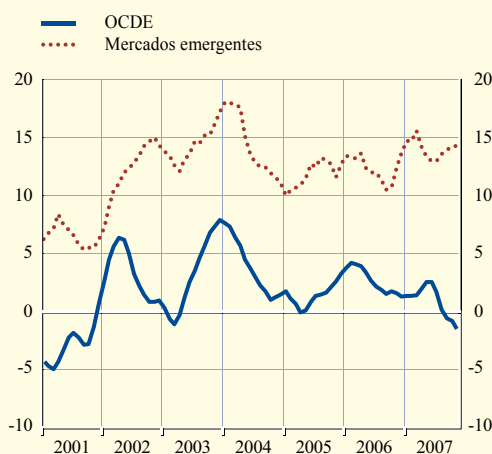
Los precios de las materias primas no energéticas repuntaron de nuevo en enero en un contexto de considerable volatilidad a corto plazo. Los principales factores determinantes fueron los precios de los metales no ferrosos y los alimentos. En el caso de los alimentos, las subidas tuvieron su origen en la fuerte demanda, la escasez de existencias y la preocupación por la insuficiencia de la oferta, por ejemplo, como resultado de las sequías. En particular, los precios del trigo y del maíz experimentaron un incremento significativo. Además, los precios de los metales no ferrosos se recuperaron tras los descensos registrados en diciembre y subieron en enero debido a la caída de la producción provocada por los cortes de electricidad en China y Sudáfrica. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de enero, aproximadamente un 17% por encima del nivel observado un año antes.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Es probable que la moderación de la expansión a escala mundial dé lugar a una ligera desaceleración de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro, a pesar de que se mantiene el auge de la actividad en la mayoría de las economías emergentes. En noviembre, el indicador sintético adelantado de la OCDE sugería, para los países que la integran, una moderada desaceleración de la actividad económica en el futuro. Los datos correspondientes a noviembre del 2007 indican un debilitamiento de las perspectivas para todos los principales países de la OCDE (véase gráfico 4). Al mismo tiempo, en el caso de los principales países no pertenecientes a la OCDE, los últimos datos del indicador sintético

Gráfico 4 Indicador sintético adelantado de la OCDE

(tasa de variación de seis meses)



Fuente: OCDE.

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

adelantado apuntan a que la expansión continuará de forma sostenida en China y Brasil, aunque se prevé un cierto deterioro en el caso de India.

En general, se estima que los riesgos para las perspectivas de crecimiento se sitúan a la baja. Estos riesgos están relacionados, principalmente, con la posibilidad de un impacto más generalizado de lo actualmente esperado de los acontecimientos en los mercados financieros sobre las condiciones de financiación y el clima económico, que podría afectar negativamente al crecimiento mundial y de la zona del euro. Otros riesgos a la baja se asocian a la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas, así como a la preocupación por las presiones proteccionistas y por una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los últimos datos monetarios corroboran la opinión de que la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia mantiene su vigor y apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Aunque la tasa de crecimiento interanual de M3 experimentó una ligera moderación en diciembre, continuó siendo elevada, situándose en el 11,5%. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, que fue del 11,1%, también conservó su dinamismo. Al mismo tiempo, el crecimiento de M3 siguió viéndose favorecido por el aplanamiento de la curva de rendimientos, lo cual genera una cierta sobreestimación de la tasa subyacente de expansión monetaria. Las recientes turbulencias financieras no han afectado excesivamente al crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios, aunque la evidencia de su impacto en determinados componentes y contrapartidas de M3 ha vuelto a plasmarse en los datos de diciembre. Generalmente se requiere cierta cautela a la hora de interpretar la evolución monetaria al final del año, y ello es especialmente cierto en esta ocasión, ya que en el 2007 la dinámica puede haberse visto acentuada por las turbulencias de los mercados financieros. Es posible que los citados efectos hayan incidido, en concreto, en la expansión de M1. Sin embargo, las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005 continúan siendo el principal factor que explica la moderación del crecimiento de M1 y del endeudamiento de los hogares.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

En diciembre del 2007, la tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 11,5%, desde el 12,3% observado en noviembre (véase gráfico 5). Este resultado refleja la caída de la tasa de crecimiento intermensual, que se situó en el 0,3%, la más baja registrada en los dos últimos años. El impacto del aumento relativamente escaso de diciembre también se deja sentir en la moderación de la tasa de crecimiento de seis meses anualizada, aunque tanto esta tasa como la interanual se mantuvieron en niveles elevados.

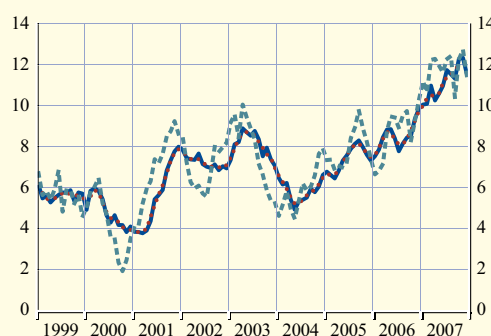
Se requiere cierta cautela a la hora de evaluar la evolución monetaria al final del año, ya que puede verse afectada por algunos factores (tales como criterios contables) que no se recogen plenamente mediante el ajuste estacional empleado para los datos monetarios. Por ejemplo, dependiendo del calendario de días festivos de finales de diciembre, los inversores pueden, temporalmente, «aparcar» fondos –que normalmente se mantienen en activos monetarios de elevada liquidez– en activos monetarios y no monetarios de mayor rentabilidad. En diciembre del 2007, dichos efectos de fin de año pueden haberse acentuado por las turbulencias de los mercados financieros y el recelo de los inversores acerca de la evolución de los mercados de crédito a finales de año. Teniendo en cuenta este hecho, los datos de diciembre siguieron respaldando las evaluaciones previas en relación con los factores que influyen actualmente en la evolución monetaria.

En primer lugar, vuelven a existir indicios de que las turbulencias financieras han incidido en la evolución de determinados componentes y contrapartidas de M3 que están estrechamente relacionados con la

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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

- M3 (tasa de crecimiento interanual)
- M3 (media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual)
- - - M3 (tasa de crecimiento de seis meses anualizada)



Fuente: BCE.

naturaleza de las mismas. En concreto, las participaciones en fondos del mercado monetario, los valores distintos de acciones de las IFM y las entradas en activos exteriores netos de las IFM pueden haber sufrido sus efectos. Sin embargo, parece que todavía no han afectado excesivamente al crecimiento total del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios.

En segundo lugar, el crecimiento de M3 genera en la actualidad una sobreestimación de la tasa subyacente de expansión monetaria, dado que el aplanamiento de la curva de rendimientos sigue haciendo que la remuneración de los activos monetarios a más corto plazo resulte atractiva en comparación con activos no monetarios de mayor riesgo no incluidos en M3. Sin embargo, el crecimiento intenso y continuo que han experimentado los préstamos al sector privado no financiero en diciembre respalda la tesis de que la evolución monetaria está siendo impulsada, en gran medida, por factores fundamentales y, por tanto, la tasa subyacente de expansión monetaria mantiene su vigor.

En tercer lugar, los datos monetarios de diciembre confirman asimismo que las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005 continúan influyendo en la evolución monetaria y crediticia, tal como queda plasmado, concretamente, en la nueva moderación de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a hogares y de M1. Al mismo tiempo, es probable que la marcada reducción del crecimiento de M1 en diciembre también sea consecuencia de los intensos efectos de fin de año.

Los agregados de la zona del euro correspondientes a enero del 2008 incluirán por primera vez la evolución monetaria de Chipre y Malta (véase el recuadro que figura a continuación).

Recuadro 1

REGULARIDADES EMPÍRICAS SOBRE EL SECTOR DE LAS IFM EN CHIPRE Y MALTA Y SU IMPACTO EN LOS DATOS MONETARIOS DE LA ZONA DEL EURO

El 1 de enero de 2008, Chipre y Malta adoptaron el euro como moneda, lo que eleva de trece a quince el número de países pertenecientes a la zona del euro. Los datos monetarios de Chipre y Malta se incluirán por primera vez en los agregados de la zona del euro correspondientes a enero, que se darán a conocer el 27 de febrero de 2008 y se publicarán en el Boletín Mensual de marzo del 2008¹. En este recuadro se destacan algunas regularidades empíricas sobre la estructura de los balances de las IFM residentes en Chipre y Malta².

Características principales del sector de las IFM en Chipre

A finales de diciembre del 2007, en Chipre había un total de 216 instituciones financieras monetarias residentes, que incluían 215 entidades de crédito y el Banco Central de Chipre³. No hay fondos del mercado monetario establecidos en este país. El balance agregado de las IFM chipriotas ascendía a 99 mm de euros a finales de diciembre del 2007, frente a los 31.434 mm de euros correspondientes al total

- 1 Las series de la zona del euro correspondientes a las estadísticas monetarias incluyen los Estados miembros de la UE que hubieran adoptado el euro en el momento al que hacen referencia dichas estadísticas. Este tratamiento, que también se aplica a las estadísticas sobre tipos de interés de las IFM y al IAPC, difiere del otorgado a los demás datos, como el PIB, que se refieren a la última composición de la zona del euro para la serie temporal completa.
- 2 Para más información sobre la metodología estadística utilizada en relación con la ampliación de la zona del euro en las estadísticas de los balances de las IFM, véase el recuadro 1, titulado «Repercusiones de la incorporación de Eslovenia a la zona del euro en las estadísticas monetarias», en el Boletín Mensual de febrero del 2007. En la sección «Notas generales» del Boletín Mensual también se facilita información adicional.
- 3 Puede obtenerse una visión general de la evolución del sector de las IFM en la UE, por ejemplo, en <http://www.ecb.int/stats/money/mfi/statrep/html/index.en.html>.

de las IFM de la zona del euro. Por tanto, Chipre representa alrededor del 0,3% del balance de las IFM de la zona ampliada. Según los cálculos del BCE, la contribución de Chipre al M3 de la zona del euro hubiera sido de 31 mm de euros en diciembre del 2007. Los depósitos suponen el 98% de la aportación chipriota al agregado M3. Los depósitos a plazo hasta dos años constituyen una proporción relativamente amplia y representaban el 57% de M3 en diciembre del 2007 (véase gráfico A), mientras que las cuotas de los depósitos a la vista y de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses eran del 23% y del 18%, respectivamente, en dicho mes. Esta composición difiere de la del M3 de la zona del euro, ya que los depósitos totales representaban el 81% del total de M3 de la zona en diciembre del 2007, siendo más elevada la contribución de los depósitos a la vista y menor la de los depósitos a plazo hasta dos años (véase gráfico C). En Chipre no son significativas las tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM y las cesiones temporales, que en el conjunto de la zona del euro constituyen el 4% y el 3%, respectivamente, de las tenencias de M3.

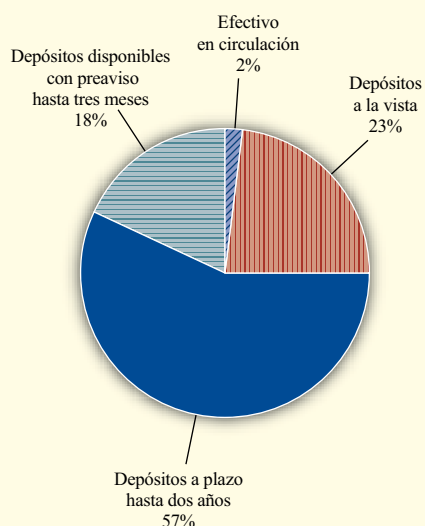
Por lo que respecta a las contrapartidas de M3, el total de pasivos a más largo plazo de las IFM chipriotas se situaba ligeramente por encima de 13 mm de euros en diciembre del 2007, mientras que, en el activo del balance, el saldo vivo de préstamos al sector privado ascendía a 34 mm de euros. Por sectores, 16 mm de euros de los préstamos pendientes fueron concedidos a hogares y 16 mm de euros a sociedades no financieras.

Características principales del sector de las IFM en Malta

En diciembre del 2007 había 28 IFM residentes en Malta, que incluían 22 entidades de crédito, cinco fondos del mercado monetario y el Central Bank of Malta. El balance agregado de las IFM residentes en este país ascendía a un total de 41 mm de euros a finales de diciembre del 2007, lo que representaba alrededor del 0,1% del balance de las IFM de la zona del euro ampliada. La contribución de Malta al M3 de la zona del euro en diciembre del 2007 hubiera sido de 8 mm de euros, aproximadamente. Al igual que en el caso de Chipre, los depósitos a plazo hasta dos años desempeñan un papel destacado en Malta, cons-

Gráfico A Composición de M3 en Chipre

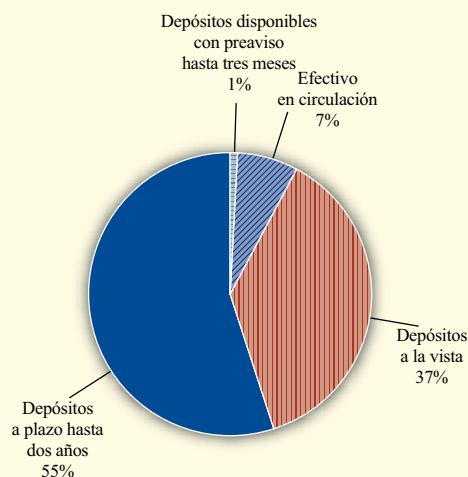
(diciembre del 2007)



Fuente: BCE.

Gráfico B Composición de M3 en Malta

(diciembre del 2007)

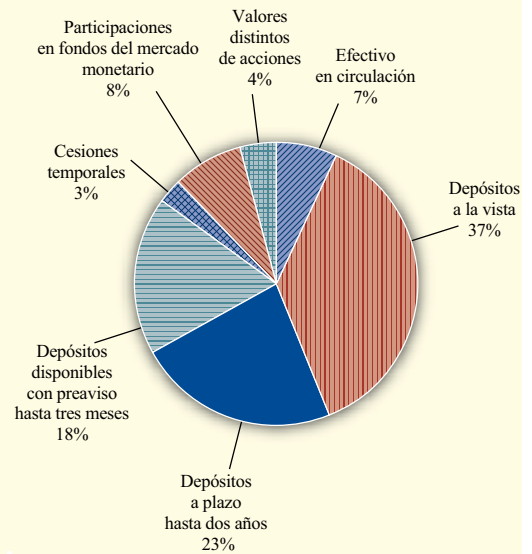


Fuente: BCE.

tituyendo el 55% de M3 en diciembre del 2007 (véase gráfico B). Junto con los depósitos a la vista (que representaban el 37% de M3), estos depósitos suponían el 92% del agregado M3 maltés en diciembre del 2007. Las contribuciones del efectivo en circulación y de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (depósitos de ahorro a corto plazo) eran del 7% y del 1%, respectivamente, en dicho mes. En Malta, la importancia de las cesiones temporales y de las participaciones en fondos del mercado monetario es muy limitada. Por lo que respecta a las contrapartidas de M3, el total de pasivos a más largo plazo era de 2 mm de euros, aproximadamente, en diciembre del 2007. En el activo del balance de las IFM, el saldo vivo de préstamos concedidos por estas instituciones al sector privado en Malta ascendía a 8 mm de euros en dicho mes, de los cuales 3 mm de euros fueron otorgados a hogares y 4 mm de euros a sociedades no financieras.

Gráfico C Composición de M3 en la zona del euro

(diciembre del 2007)



Fuente: BCE.

Las estadísticas de los balances de las IFM de la zona del euro se refieren a los Estados miembros de la UE que habían adoptado el euro en el mes de referencia. Por tanto, los datos de saldos vivos correspondientes al año 2007 abarcan los 13 países que componían la zona del euro en dicho momento, mientras que los datos a partir de enero del 2008 incluyen los 15 países que conforman actualmente la zona. Según los cálculos del BCE, la contribución combinada de Chipre y Malta al M3 de la zona del euro en diciembre del 2007 hubiera sido inferior a 40 mm de euros, en comparación con un total de 8.692 mm de euros para toda la zona. Por consiguiente, la integración de Chipre y Malta en las estadísticas monetarias de la zona del euro en enero del 2008 no afectará a la dinámica del M3 de la zona.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual de M1 descendió hasta el 4% en diciembre del 2007, desde el 6,3% registrado en noviembre. Esta evolución enmascara la evolución dispar de sus componentes. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se fortaleció ligeramente, mientras que la de los depósitos a la vista experimentó una caída notable (véase cuadro 1), como consecuencia de las salidas registradas, que pueden deberse a que el último fin de semana del año fue especialmente largo e indican que la tenencia de depósitos a corto plazo con una remuneración más elevada resultaba más atractiva que la de depósitos a la vista. En estas circunstancias, los datos de diciembre tendrán que evaluarse junto con los de enero para tener una visión más completa. Al margen de estos efectos a corto plazo, la tasa de crecimiento interanual de M1 continúa estando influida por dos fuerzas opuestas: por una parte, un efecto moderador que surge del mayor coste de oportunidad de mantener instrumentos incluidos en el agregado M1, puesto que los tipos de interés a corto plazo han aumentado, y, por otra, un efecto estimulante derivado de una fuerte demanda de M1 por motivos de transacción, dado el crecimiento sostenido en el segundo semestre del 2007.

Cuadro I Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2007 Nov	2007 Dic
M1	44,3	7,0	6,2	6,6	5,9	6,3	4,0
Efectivo en circulación	7,3	10,5	10,0	8,8	8,0	7,7	8,2
Depósitos a la vista	37,0	6,3	5,5	6,2	5,5	6,1	3,2
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,6	11,9	13,1	15,0	16,8	16,7	17,7
Depósitos a plazo hasta dos años	22,8	29,5	33,2	37,6	40,7	40,4	41,4
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	17,8	-0,8	-2,1	-3,2	-4,0	-4,1	-3,6
M2	84,8	9,1	9,2	10,3	10,8	11,0	10,1
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	15,2	16,9	19,3	18,7	19,6	20,7	20,0
M3	100,0	10,2	10,6	11,5	12,0	12,3	11,5
Crédito a residentes en la zona del euro		8,0	8,1	8,8	9,3	9,2	10,0
Crédito a las Administraciones Públicas		-4,5	-4,3	-3,9	-3,8	-4,2	-2,3
Préstamos a las Administraciones Públicas		-1,3	-1,2	-0,9	-1,8	-1,8	-1,4
Crédito al sector privado		11,1	11,0	11,7	12,3	12,2	12,7
Préstamos al sector privado		10,6	10,5	11,0	11,1	11,1	11,1
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		10,0	10,3	10,3	8,5	7,9	7,7

Fuente: BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó hasta el 17,7% en diciembre, desde el 16,7% registrado en noviembre, siendo estos activos nuevamente los que más contribuyeron al crecimiento interanual de M3. Dentro de este agregado, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años volvió a incrementarse, mientras que la tasa de descenso interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (depósitos de ahorro a corto plazo) se moderó ligeramente. Por tanto, ambos componentes contribuyeron al fortalecimiento global observado.

El continuo e intenso crecimiento de los depósitos a plazo hasta dos años refleja el atractivo relativo de su remuneración, que ha seguido, en líneas generales, las subidas de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. El diferencial entre la remuneración de los depósitos a plazo, por una parte, y la de los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo, por otra, se amplió en el período transcurrido hasta septiembre, favoreciendo, por tanto, los desplazamientos de los depósitos de M1 y de ahorro hacia los depósitos a plazo. Este diferencial dejó de aumentar en octubre y noviembre, y los datos de flujos monetarios correspondientes a dichos meses no apuntaban a la prolongación de esa dinámica. No obstante, los datos monetarios correspondientes a diciembre sugieren que la sustitución puede haber comenzado de nuevo ese mes, acentuada por los efectos de fin de año.

En el contexto del relativo aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro, los activos monetarios remunerados a niveles cercanos a los tipos de mercado, como los depósitos a plazo hasta dos años y los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM, mantienen su atractivo en comparación con los activos a más largo plazo y de mayor riesgo no incluidos en M3, puesto que ofrecen mayor liquidez y un riesgo más bajo a un coste escaso en términos de rentabilidad.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables descendió ligeramente en diciembre, hasta situarse en el 20%, frente al 20,7% de noviembre, ocultando la evolución divergente de los distintos instrumentos. Por un lado, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM subió de nuevo, partiendo de una tasa de por sí muy elevada, mientras

que, por otro, la tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales y de las participaciones en fondos del mercado monetario disminuyó. En diciembre, las participaciones en fondos del mercado monetario volvieron a experimentar salidas acusadas, después de que en agosto y septiembre, cuando comenzaron las turbulencias financieras, se observaran salidas netas especialmente importantes. Estos movimientos reflejan la aversión general al riesgo que suscitan dichos instrumentos por el temor a la exposición a bonos de titulización de activos. Esta tónica de salidas se había invertido, en parte, en octubre y noviembre.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales que obran en poder de las IFM («depósitos de M3», que constituyen la mayor agregación de componentes de este agregado monetario para la que se dispone de datos por sector tenedor) disminuyó hasta el 10,8% en diciembre, desde el 11,7% registrado en noviembre. La fortaleza de esta tasa sigue obedeciendo, principalmente, a la contribución de los hogares, que se ha incrementado paulatinamente en los últimos años. El aumento sostenido de la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 por parte de los hogares, que se situó en el 8,1% en diciembre, contrasta con los descensos observados recientemente en el caso de las instituciones financieras y de las sociedades no financieras. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 por parte de las sociedades no financieras experimentó una caída acusada en diciembre y se colocó en el 11%, frente al 13% de noviembre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que obran en poder de los intermediarios financieros no monetarios se moderó, situándose en el 21,2%, frente al 25,4% del mes anterior.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

Del lado de las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual del crédito total a residentes en la zona del euro aumentó en diciembre, como consecuencia de la moderación de la tasa de disminución interanual del crédito a las Administraciones Públicas y del incremento de la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado (véase cuadro 1). Este último incremento fue reflejo de la subida de la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores, que a su vez fue consecuencia de las importantes compras de valores distintos de acciones emitidos por otros intermediarios financieros (OIF) en el contexto de operaciones de titulización. Los préstamos al sector privado siguieron creciendo con fuerza, y la tasa de crecimiento interanual correspondiente se situó en el 11,1% en diciembre, sin variación con respecto al mes anterior. La dinámica a corto plazo de estos préstamos volvió a experimentar una cierta moderación en diciembre, aunque continuó siendo vigorosa.

Si se analiza cada componente del sector privado, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a OIF aumentó hasta el 23,8% en diciembre, desde el 23,5% registrado el mes anterior. La mayor contribución a este crecimiento procede de los préstamos hasta un año, lo cual podría sugerir que los fondos especiales (*conduits*) y los vehículos de inversión estructurada (SIV, en sus siglas en inglés) han recurrido abundantemente a las líneas de crédito. Aunque dichos préstamos pueden haber influido, la fortaleza de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a corto plazo a OIF también tiene su origen, entre otras causas, en los préstamos relacionados con la adquisición de una IFM, en la demanda de mayores reservas de liquidez por parte de los fondos de inversión y en la mayor preferencia de las IFM, desde el comienzo de las turbulencias de los mercados financieros, por los préstamos interbancarios garantizados contratados a través de plataformas electrónicas.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares registró un nuevo descenso en diciembre y cayó hasta el 6,2%, desde el 6,5% del mes anterior, continuando con la tendencia observada desde principios del 2006, que obedece al impacto de la subida de los tipos de interés de los préstamos y a la moderación experimentada en la evolución del mercado de la vivienda en una serie de economías de la zona del euro. Por tanto, los datos recientes no apuntan a una alteración significativa de la oferta de

préstamos bancarios a los hogares como consecuencia de las turbulencias financieras. El análisis específico de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda, que se redujo hasta el 7,1% en diciembre, desde el 7,6% de noviembre (véase cuadro 2), muestra que la moderación observada en los países de la zona del euro caracterizados por una sólida evolución del endeudamiento es bastante generalizada y está siendo paulatina, en consonancia con la trayectoria registrada antes de que comenzaran las turbulencias.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras aumentó hasta el 14,4% en diciembre, desde el 14% de noviembre, manteniéndose en un nivel muy elevado si se considera la evolución de las tres últimas décadas. El flujo de préstamos a sociedades no financieras ascendió a un total de 60 mm de euros en diciembre, la tercera cifra más alta (sin desestacionalizar) desde el comienzo de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria. Este resultado elevó el flujo total de préstamos de los cinco meses comprendidos entre agosto y diciembre hasta 224 mm de euros. Esta cifra es importante en relación con los flujos acumulados de períodos anteriores y continúa indicando que la oferta de crédito bancario no ha mermado significativamente, al menos por el momento, como consecuencia de las turbulencias. Al mismo tiempo, ante la revisión general de la valoración de los riesgos, algunas empresas prestatarias pueden encontrarse con un aumento de los costes del endeudamiento a medida que se intensifican los riesgos de crédito. La inmensa mayoría de nuevos préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras durante las turbulencias sigue siendo a medio y a largo plazo. El fuerte crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero y los plazos más largos de estos préstamos sugieren que esta financiación refleja una actividad normal por parte de los prestatarios, más que una reintermediación derivada de las turbulencias financieras. Aunque actualmente no hay evidencia clara de que la alteración de los mercados de crédito haya tenido un impacto significativo en los préstamos a las sociedades no financieras, es previsible una cierta moderación a raíz del endurecimiento de los criterios de concesión y de las subidas de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos. En el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2008» se presenta más información sobre la evolución de los criterios de aprobación del crédito a finales del 2007 y principios del 2008.

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2007 Nov	2007 Dic
Sociedades no financieras	43,2	13,0	12,7	13,8	14,0	14,0	14,4
Hasta un año	29,1	9,9	10,1	12,1	11,9	11,6	12,7
De uno a cinco años	19,5	19,9	19,2	20,0	21,1	21,2	21,8
Más de cinco años	51,3	12,4	12,0	12,7	12,7	12,8	12,7
Hogares²⁾	47,4	8,1	7,5	7,0	6,6	6,5	6,2
Crédito al consumo ³⁾	12,8	7,1	6,5	5,7	5,3	5,1	5,3
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,5	9,4	8,6	8,1	7,6	7,6	7,1
Otras finalidades	15,7	3,2	3,6	3,2	3,1	3,1	2,8
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	27,6	23,8	26,6	21,9	14,9	16,4
Otros intermediarios financieros no monetarios	8,5	12,3	15,9	19,8	22,9	23,5	23,8

Fuente: BCE.

Nota: 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.

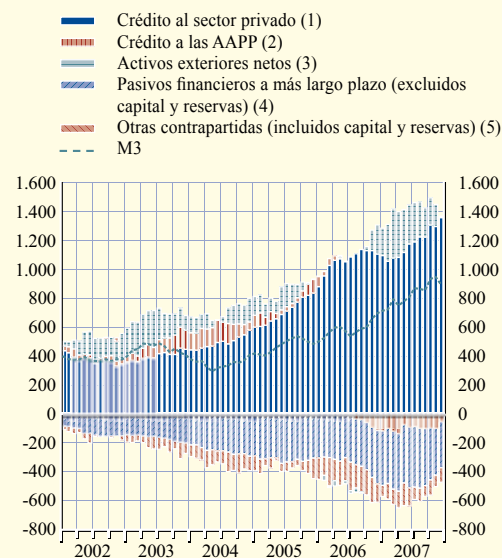
2) Según la definición del SEC 95.

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

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) disminuyó hasta el 7,7% en diciembre, desde el 7,9% de noviembre. Esta moderación adicional registrada en diciembre obedeció a la menor expansión de los valores distintos de acciones a más largo plazo, aunque los depósitos a largo plazo crecieron ligeramente. Parece que la evolución de los valores distintos de acciones está relacionada con la reciente dinámica de emisiones de algunas entidades de crédito, a quienes en la actualidad les puede resultar más fácil obtener financiación a plazos más cortos. En cuanto a los depósitos a largo plazo, el detalle por sectores indica que mientras que el sector privado no financiero siguió reduciendo sus tenencias, en consonancia con los desplazamientos hacia los plazos más cortos ante la presencia continuada de una curva de rendimientos relativamente plana, las tenencias de los intermediarios financieros no monetarios se incrementaron significativamente, siendo reflejo de los pasivos incurridos en el contexto de importantes operaciones de titulización en un Estado miembro.

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.

En el período de doce meses transcurrido hasta diciembre del 2007 se registraron entradas de 9 mm de euros en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, frente a la cifra de 153 mm de euros del mes anterior y el máximo de 340 mm de euros observado en marzo (véase gráfico 6). Este acusado descenso fue consecuencia de que las entradas extraordinarias observadas en diciembre del 2006 se eliminaron del flujo interanual, lo cual se sumó a las importantes salidas (74 mm de euros) producidas en diciembre del 2007. El patrón seguido recientemente de alternar meses de entradas con meses de salidas está en consonancia con la evolución de las expectativas de tipos de cambio del euro, que podrían haber contribuido a estos movimientos de capital. Sin embargo, la evolución mensual del flujo de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM puede ser volátil en épocas en las que se intensifica la incertidumbre, por lo que debe interpretarse con prudencia.

En general, los datos de diciembre muestran que el crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios es sólido y continuo. Aunque algunos componentes y contrapartidas de M3 específicos se han visto nuevamente afectados en diciembre del 2007, las turbulencias de los mercados financieros han tenido un impacto reducido, al menos por el momento, en la expansión del agregado monetario amplio y del crédito. El crecimiento monetario subyacente sigue siendo intenso y apunta a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, especialmente en un entorno en el que la liquidez ya es abundante.

Recuadro 2

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

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2008 realizada por el Eurosistema¹. Las entidades de crédito participantes en la encuesta indicaron que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas registraron un nuevo endurecimiento, en términos netos, en el cuarto trimestre del 2007², tanto en el caso de los concedidos a las pequeñas y medianas empresas (PYMES) como a las grandes empresas. Este endurecimiento se debe al deterioro de las condiciones en los mercados financieros desde el inicio de las perturbaciones el pasado verano y al empeoramiento de la situación de las entidades de crédito. Esta valoración quedó confirmada en las respuestas a las preguntas ad hoc sobre las turbulencias financieras incluidas en la encuesta de enero del 2008 (véase la última sección del recuadro). En cuanto a la demanda, las entidades participantes señalaron que la demanda neta de préstamos por parte de las empresas apenas se había modificado y había continuado siendo ligeramente positiva en el cuarto trimestre del 2007³. Según las entidades, las operaciones de fusión y adquisición y las reestructuraciones empresariales fueron el principal factor determinante del descenso de la demanda neta de préstamos que, no obstante, quedó compensado con creces por otros factores. Para el primer trimestre del 2008, las entidades de crédito esperan que se produzca un nuevo endurecimiento neto, aunque ligeramente menor que en el cuarto trimestre, de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas, mientras que prevén que la demanda neta se reduzca levemente.

En cuanto a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, las entidades señalaron que se había producido un endurecimiento adicional, en términos netos, de los criterios de aprobación en el cuarto trimestre del 2007. No obstante, este endurecimiento fue mucho más limitado que en el caso de los préstamos a empresas. Según las entidades participantes en la encuesta, la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda de los hogares se redujo considerablemente en el último trimestre del 2007, principalmente como consecuencia de la percepción de deterioro de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores. Para el primer trimestre del 2008, las entidades esperan que continúe el endurecimiento de los criterios aplicados a esta modalidad de préstamo, aunque en menor medida que el registrado, en términos netos, en el trimestre anterior, y un deterioro adicional de la demanda neta.

Por lo que se refiere a los criterios de concesión aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares, las entidades participantes señalaron que se habían endurecido ligeramente, en términos netos, en el cuarto trimestre del 2007, frente a la relajación neta del trimestre precedente. Según las entidades, la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos cayó en el cuarto trimestre. Para el primer trimestre del 2008, las entidades esperan un ligero endurecimiento adicional, en términos netos, de los criterios de aprobación aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares, y una nueva disminución de la demanda neta.

1 Se ha de señalar que, como consecuencia de las perturbaciones financieras experimentadas desde el verano pasado, la encuesta de enero del 2008 se adelantó aproximadamente un mes. La fecha límite de recepción de los datos enviados por las entidades participantes en la encuesta fue el 8 de enero de 2008. El 18 de enero de 2008 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de esta encuesta, 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»).

3 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.

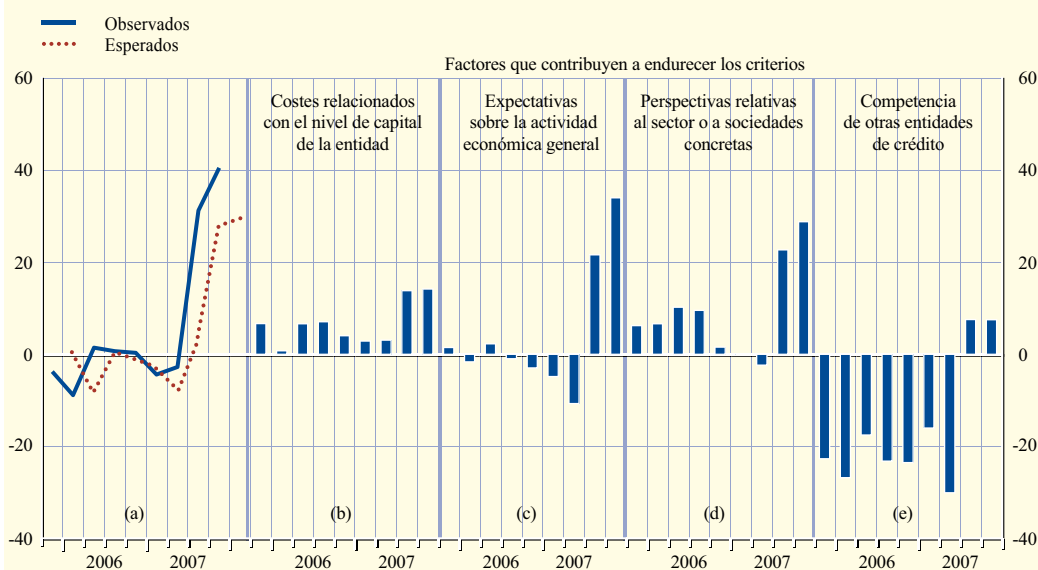
Préstamos o líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: Como reflejo de las perturbaciones financieras del segundo semestre del 2007, los criterios de aprobación aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas registraron un nuevo endurecimiento, en términos netos, en el cuarto trimestre del 2007 (el 41%, frente al 31% del trimestre anterior, véase panel (a) del gráfico A). Los factores que contribuyeron a esta evolución fueron la percepción de las entidades de los riesgos relacionados con la actividad económica general y las perspectivas de sectores o sociedades concretas (véanse paneles (c) y (d) del gráfico A). Además, los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades, su situación de liquidez y el acceso a la financiación en los mercados siguieron contribuyendo moderadamente al endurecimiento neto de los criterios de aprobación, reflejando con ello un posible impacto, aunque limitado, de las tensiones financieras sobre los criterios de concesión de los préstamos bancarios (véase panel (b) del gráfico A).

En cuanto a las condiciones establecidas para la concesión de créditos, las entidades endurecieron los criterios de aprobación, especialmente mediante la ampliación de los márgenes, tanto de los préstamos ordinarios (el 38%, frente al 11% de la encuesta anterior) como de los de mayor riesgo (el 58%, frente al 37% de la encuesta precedente). Sin embargo, otras condiciones no relacionadas con el precio, como la reducción del plazo de vencimiento de los préstamos o líneas de crédito y/o la exigencia de más garantías y compromisos asociados a los contratos de préstamo, también contribuyeron al endurecimiento de los criterios de aprobación en el cuarto trimestre del 2007.

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

(en porcentaje neto)



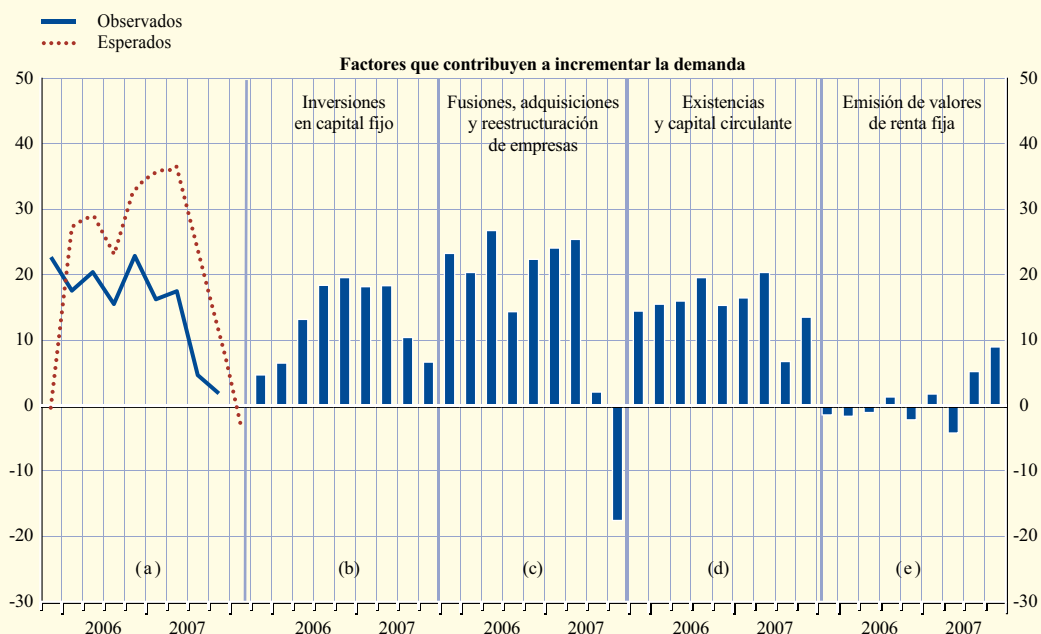
Nota: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta 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 período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el primer trimestre del 2008 son los indicados por las entidades en la encuesta de enero del 2008.

El endurecimiento, en términos netos, de los citados criterios afectó a las PYMES (el 27%, frente al 15% del trimestre anterior) y, en particular, a las grandes empresas (el 44%, con respecto al 33% del trimestre precedente). Es probable que este endurecimiento neto especialmente fuerte de los criterios de concesión aplicados a los préstamos a grandes empresas esté relacionado, en cierta medida, con la financiación de operaciones de fusión y adquisición. De hecho, según las entidades participantes en la encuesta, los préstamos asociados a estas operaciones resultaron afectados de manera especialmente acusada por el citado endurecimiento de los criterios de concesión como reacción a las perturbaciones financieras (véase la última sección relativa a las preguntas ad hoc). Además, es posible que el deterioro de las condiciones existentes para las actividades de titulización derivado de las tensiones registradas en los mercados financieros haya causado también un impacto, especialmente sobre los préstamos a grandes empresas (véase también la última sección). En cuanto a los plazos de vencimiento, el endurecimiento neto fue algo más pronunciado para los préstamos a largo plazo (el 39%, frente al 30% de la encuesta anterior) que para los préstamos a corto plazo (el 28%, frente al 16% de la última encuesta).

Para el primer trimestre del 2008, las entidades esperan un endurecimiento adicional, en términos netos, de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas, aunque ligeramente inferior al del cuarto trimestre (véase panel (a) del gráfico A).

Gráfico B Cambios en la demanda de las empresas de préstamos o líneas de crédito

(en porcentaje neto)

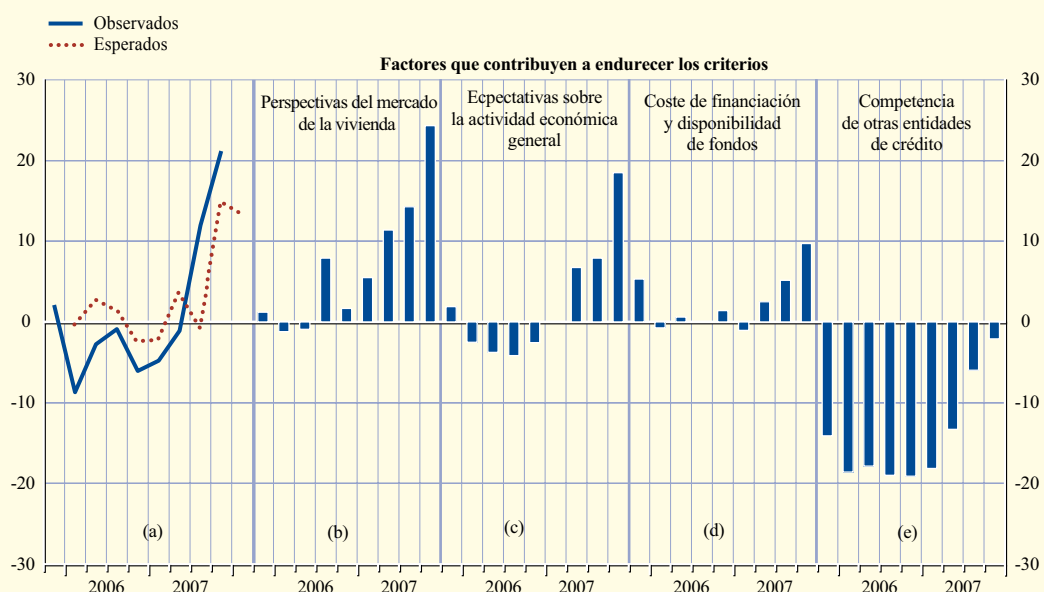


Nota: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta 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» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el primer trimestre del 2008 son los indicados por las entidades en la encuesta de enero del 2008.

Demanda de préstamos: En el cuarto trimestre del 2007, la demanda neta de préstamos por parte de las empresas registró pocas variaciones y continuó siendo ligeramente positiva (del 2%, en comparación con el 5% de la encuesta anterior; véase panel (a) del gráfico B). Según las respuestas de las entidades, las operaciones de fusión y adquisición y las reestructuraciones empresariales fueron el principal factor determinante del descenso de la demanda neta de préstamos, que se sustentó en las necesidades de financiación de existencias y capital circulante, así como de inversiones en capital fijo si bien, en este último caso, en menor grado que en el trimestre precedente (véanse paneles (b) a (d) del gráfico B). Otros factores que contribuyeron positivamente a la demanda de préstamos fueron, principalmente, la caída de la emisión de valores de renta fija así como, en menor medida, los préstamos de otras entidades y de instituciones no bancarias y la emisión de acciones. Esto puede indicar que algunas empresas tuvieron que hacer frente a unos mercados menos accesibles o a un deterioro de las condiciones de financiación en los últimos meses, en particular al recurrir al mercado de valores de renta fija privada para captar fondos. En cambio, la financiación interna continuó contribuyendo negativamente a la demanda de préstamos por parte de las empresas. En cuanto al tamaño de los prestatarios, las entidades participantes en la encuesta señalaron que la demanda neta de préstamos de las PYMES no se modificó, mientras que la de las grandes empresas se redujo (el 0% y el -7%, respectivamente). Por último, la demanda neta fue positiva en todos los plazos de vencimiento, y la de los préstamos a largo plazo fue similar, en términos generales, a la de los préstamos a corto plazo (el 2% y el 3%, respectivamente), frente a una demanda más elevada de los primeros que de los segundos en los trimestres anteriores.

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

(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» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el primer trimestre del 2008 son los indicados por las entidades en la encuesta de enero del 2008.

En el primer trimestre del 2008 se espera que la demanda de préstamos por parte de las empresas se reduzca ligeramente en comparación con el trimestre precedente (véase panel (a) del gráfico B). Concretamente, las entidades anticipan un aumento de la demanda de préstamos a PYMES, aunque menor que el trimestre anterior, mientras que esperan que la demanda neta de préstamos a grandes empresas disminuya considerablemente. En cuanto a los plazos de vencimiento, las entidades prevén un ligero incremento neto de la demanda de préstamos a corto plazo y un descenso, en términos netos, de la demanda de préstamos a largo plazo por parte de las empresas en el primer trimestre del 2008.

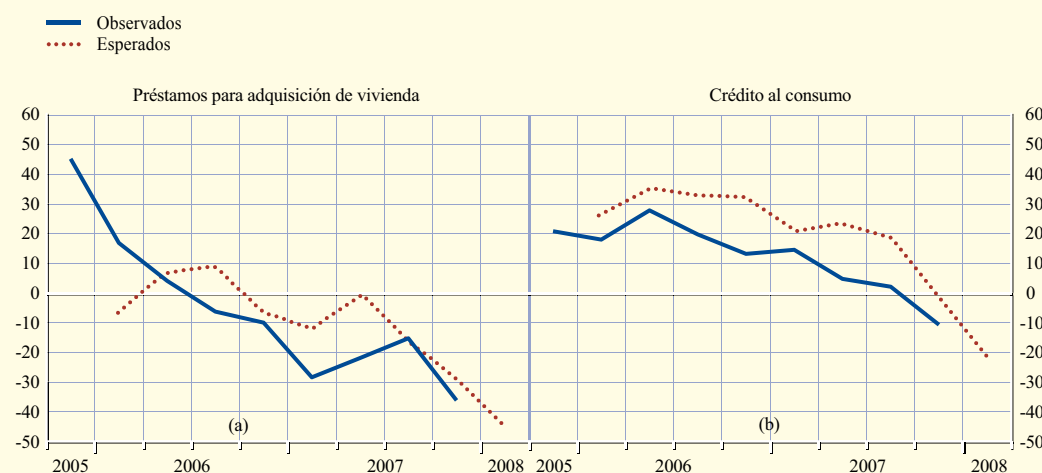
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el cuarto trimestre del 2007, las entidades participantes en la encuesta indicaron que se había registrado un nuevo endurecimiento, en términos netos, de los criterios aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (el 21%, con respecto al 12% de la encuesta anterior; véase panel (a) del gráfico C). Los principales factores que contribuyeron al endurecimiento neto fueron el deterioro de las expectativas relativas a la actividad económica general y de las perspectivas del mercado de la vivienda con respecto al trimestre anterior (véanse paneles (b) y (c) del gráfico C). La competencia de otras entidades siguió contribuyendo a una relajación neta, aunque en menor medida que en trimestres anteriores (véase panel (e) del gráfico C).

El endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda se llevó a cabo, principalmente, mediante una ampliación considerable de los márgenes de los préstamos ordinarios y de los de mayor riesgo, así como a través de un endurecimiento de las

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

(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 periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el primer trimestre del 2008 son los indicados por las entidades en la encuesta de enero del 2008.

condiciones no relacionadas con el precio, como mayores exigencias de garantías, y endurecimiento de la relación entre el principal y la garantía.

Para el primer trimestre del 2008, las entidades participantes en la encuesta esperan una reducción del endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, en comparación con el cuarto trimestre del 2007 (véase panel (a) del gráfico C).

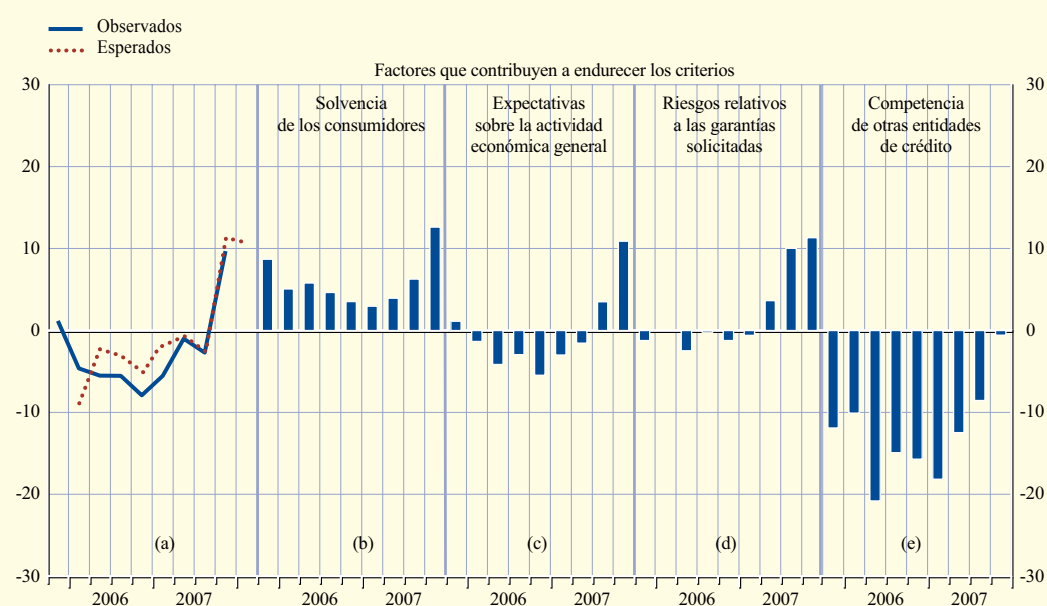
Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentó una caída considerable en el cuarto trimestre del 2007 (hasta el -36%, frente al -15% de la encuesta anterior; véase panel (a) del gráfico D). Esta evolución tuvo su origen, fundamentalmente, en la percepción de deterioro de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores. De cara al primer trimestre del 2008, las entidades participantes en la encuesta esperan que la demanda neta disminuya de nuevo con respecto a la demanda neta registrada en el cuarto trimestre del 2007 (véase panel (a) del gráfico D).

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: En el cuarto trimestre del 2007, las entidades participantes en la encuesta señalaron que se había producido un endurecimiento neto de los criterios de concesión aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares, después de una leve relajación neta en el

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

(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 período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el primer trimestre del 2008 son los indicados por las entidades en la encuesta de enero del 2008.

trimestre anterior (el 10%, con respecto al -3% de la última encuesta; véase el panel (a) del gráfico E). Según las entidades, el deterioro de las expectativas relativas a la actividad económica general y a la solvencia de los consumidores fueron los factores que más contribuyeron al endurecimiento neto (véanse paneles (b) y (c) del gráfico E). Además, el riesgo asociado a las garantías requeridas siguió favoreciendo el endurecimiento neto (véase panel (d) del gráfico E). Este endurecimiento se llevó a cabo, principalmente, mediante la ampliación de los márgenes de los préstamos ordinarios y de los préstamos de mayor riesgo. Para el primer trimestre del 2008, las entidades esperan un nuevo endurecimiento, en términos netos, de los criterios de aprobación aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares (el 11%), similar, en general, al observado en el cuarto trimestre (véase panel (a) del gráfico E).

Demanda de préstamos: Las entidades participantes en la encuesta indicaron que la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares cayó considerablemente en el cuarto trimestre, tras una demanda ligeramente positiva en el trimestre anterior (el -11%, en comparación con el 2% de la encuesta anterior). Para el primer trimestre del 2008, las entidades esperan que la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares continúe disminuyendo.

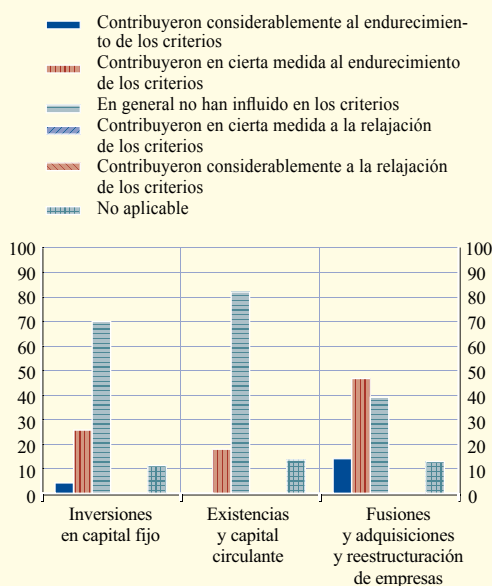
Preguntas ad hoc sobre las turbulencias en los mercados financieros

Como continuación de las preguntas ad hoc incluidas en la encuesta de octubre del 2007, en la encuesta de enero del 2008 se incluyó también un conjunto de preguntas específicas sobre el impacto de las tensiones registradas en los mercados financieros desde el segundo semestre del 2007. Las cuestiones se centran, en primer lugar, en el impacto sobre los criterios de concesión del crédito y, a continuación, en el acceso a la financiación en los mercados al por mayor.

En línea con las preguntas habituales de la encuesta, las preguntas ad hoc sugieren que el impacto de las turbulencias en los mercados financieros ha sido diferente en los distintos segmentos de crédito. Las entidades participantes señalaron que los criterios de concesión aplicados a los préstamos a las PYMES y, especialmente, a las grandes empresas, resultaron más afectados que los aplicados a los préstamos a los hogares. Del mismo modo, el análisis del impacto causado según la finalidad del préstamo (véase gráfico F) muestra que las turbulencias financieras han contribuido al endurecimiento de los criterios de concesión del crédito en los tres últimos meses, en particular en los préstamos a empresas destinados a financiar operaciones de fusión y adquisición y reestructuraciones empresariales: el 47% de las entidades respondieron que los criterios se habían endurecido en cierta medida para estos préstamos y el 14% señaló un

Gráfico F Efecto de las turbulencias recientes en los mercados de crédito sobre los criterios de aprobación aplicados a los préstamos y líneas de crédito a empresas por parte de las entidades de crédito en los tres últimos meses

(porcentaje de entidades)



Nota: La columna «no aplicable» se calcula como el número de entidades que han elegido esta respuesta en porcentaje del número total de entidades participantes en la encuesta. Todas las demás columnas se calculan como el número de entidades que han elegido una respuesta determinada en porcentaje del número de entidades que no han contestado «no aplicable». Las cifras de la zona del euro son medias ponderadas de los resultados por países.

endurecimiento notable, siendo algo menos pronunciado en el caso de los préstamos para financiar inversiones en capital fijo.

En cuanto a las expectativas de las entidades en relación con el impacto de las turbulencias en los mercados financieros sobre los criterios de concesión del crédito en el primer trimestre del 2008, la mayor parte espera que sea más intenso que el observado en los tres meses precedentes.

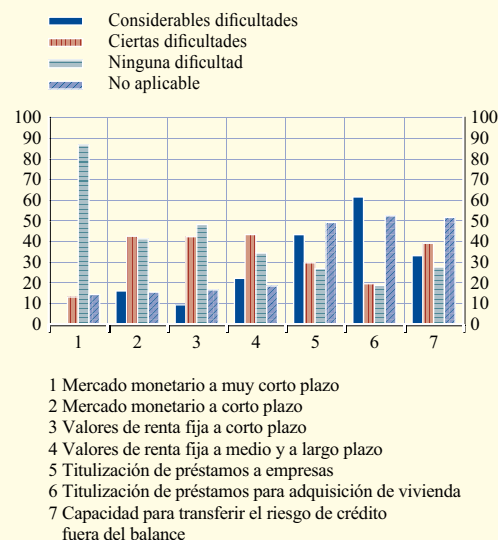
En general, las entidades indicaron que las tensiones registradas en los mercados financieros en el segundo semestre del 2007 han dificultado el acceso a la financiación en los mercados mayoristas (véase gráfico G)⁴. En particular, las actividades de titulización se han visto considerablemente obstaculizadas en lo relativo a la venta de préstamos para adquisición de vivienda y préstamos a empresas en el cuarto trimestre del 2007. Además, un tercio de las entidades participantes en la encuesta consideraron que su capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance se había visto notablemente dificultada. Las entidades también señalaron la persistencia de importantes obstáculos para acceder a la financiación interbancaria sin garantías en el cuarto trimestre del 2007, aunque en menor medida en los vencimientos a muy corto plazo. Además, al igual que en la última encuesta, las entidades tuvieron mayores dificultades para captar fondos mediante bonos a largo plazo que mediante valores de renta fija a corto plazo. Las entidades no esperan que el acceso a la financiación en los mercados al por mayor mejore, en general, en los tres próximos meses. Así, se prevé que, en líneas generales, el acceso a la financiación interbancaria a corto plazo sin garantías y a los mercados de valores de renta fija a medio y largo plazo continúe viéndose obstaculizado en los tres meses siguientes en la misma medida que en los tres meses anteriores, mientras que el acceso al mercado de valores de renta fija a corto plazo podría tornarse algo menos difícil en el primer trimestre del 2008. Por otra parte, se espera que los obstáculos a las actividades de titulación disminuyan levemente en el primer trimestre del 2008.

Las dificultades para acceder a la financiación mayorista también causaron un impacto sobre las cantidades que las entidades de crédito estaban dispuestas a prestar y sobre el margen de los préstamos que se concedieron en los tres meses precedentes. Las entidades esperan que este efecto persista en el primer trimestre del 2008, y su predisposición a prestar fondos también parece haberse visto influenciada, en cierto modo, por los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades en los tres meses anteriores, y puede continuar afectada en los tres próximos meses.

Por último, en cuanto al impacto de la necesidad de las entidades de crédito de hacer frente a compromisos relacionados con programas de titulización de papel comercial emitidos por sociedades

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

(porcentaje de entidades)



Nota: La columna «no aplicable» se calcula como el número de entidades que han elegido esta respuesta en porcentaje del número total de entidades participantes en la encuesta. Todas las demás columnas se calculan como el número de entidades que han elegido una respuesta determinada en porcentaje del número de entidades que no han contestado «no aplicable». Las cifras de la zona del euro son medias ponderadas de los resultados por países.

⁴ Cabe observar que no todas las modalidades de financiación son relevantes para las entidades de crédito en los diversos países de la zona del euro.

vehiculares o vehículos de inversión estructurada (SIV, en sus siglas en inglés) sobre la política crediticia de las entidades⁵, el 30%-40% de las entidades para las que estas actividades han sido relevantes contestaron que tales obligaciones de financiación habían causado un impacto moderado o significativo sobre dicha política en los tres últimos meses, ya fuera sobre las cantidades que estaban dispuestas a prestar o sobre el margen aplicado. En los tres meses siguientes, las entidades esperan que este efecto continúe. Aunque estos porcentajes son considerables, se ha de tener en cuenta que alrededor del 60% de las entidades participantes en la encuesta señalaron que esta línea de negocio no se consideraba relevante.

5 Esta pregunta ad hoc no figuraba en la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2007.

2.2 EMISIONES DE VALORES

Aunque la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo en niveles elevados en noviembre del 2007, disminuyó ligeramente. Esta reducción se produjo principalmente en las emisiones realizadas por las IFM y las instituciones financieras no monetarias. Las tasas de crecimiento de las emisiones de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras y de las Administraciones Públicas sólo experimentaron un leve descenso. La emisión de acciones cotizadas bajó de forma marginal y permaneció en niveles relativamente moderados si se compara con la de valores distintos de acciones.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro mantuvo su vigor en noviembre del 2007 y se situó en el 8,6% en dicho mes, ligeramente por debajo del 9,1% registrado en octubre (véase cuadro 3). La tasa de crecimiento total oculta diferencias entre vencimientos, dado que la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2007 Nov	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 Oct	2007 Nov
Valores distintos de acciones:	12.063	7,9	8,1	8,8	9,2	9,1	8,6
IFM	5.054	9,8	10,5	10,5	10,9	11,0	10,4
Instituciones financieras no monetarias	1.414	28,5	27,6	29,3	28,7	27,0	25,5
Sociedades no financieras	691	4,3	4,9	6,3	9,4	8,9	8,8
Administraciones Públicas	4.905	2,8	2,4	3,2	3,3	3,1	2,8
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.588	2,4	2,1	3,1	3,3	3,0	2,7
Otras Administraciones Públicas	317	9,1	6,8	5,7	3,0	5,5	4,3
Acciones cotizadas:	6.590	1,0	1,1	1,2	1,4	1,6	1,5
IFM	1.014	2,0	2,3	1,8	1,5	1,4	1,1
Instituciones financieras no monetarias	578	1,1	1,0	1,5	1,4	3,5	3,4
Sociedades no financieras	4.998	0,8	0,8	1,0	1,4	1,4	1,4

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».

aumentó hasta el 22,6% en noviembre, desde el 21,7% del mes anterior, mientras que la de valores a largo plazo se redujo ligeramente, desde el 7,7% hasta el 7,1%. La emisión de valores a más largo plazo puede desglosarse en valores emitidos a tipo de interés variable y a tipo de interés fijo. Como consecuencia de factores de demanda, suele existir una inclinación a favor de los tipos variables frente a los fijos en períodos caracterizados por una curva de rendimientos plana. Por tanto, el relativo aplanamiento de la curva de finales del 2007 puede explicar, en parte, que en noviembre la tasa de crecimiento interanual de los valores a tipo de interés variable, que fue del 13,7%, volviera a ser significativamente más alta que la de los valores a tipo de interés fijo, que se situó en el 4,4% dicho mes.

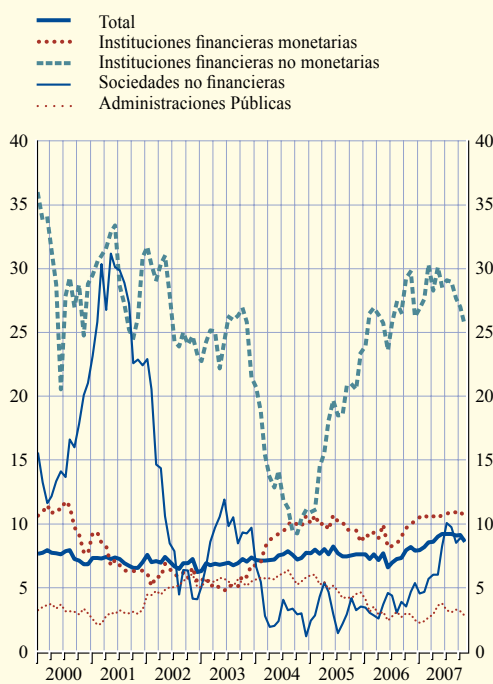
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras permaneció prácticamente sin variación en noviembre, en el 8,8%, frente al 8,9% registrado el mes anterior (véase gráfico 7). Por tanto, si se considera desde una perspectiva a más largo plazo, el crecimiento de las emisiones de valores distintos de acciones ha mantenido su dinamismo, en general, y ha permanecido en niveles considerablemente superiores a los registrados antes de las turbulencias. Por lo que respecta a la estructura de vencimientos, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras aumentó ligeramente en noviembre, hasta situarse en el 6%, desde el 5,8% de octubre.

Sin embargo, los datos desestacionalizados, que son más adecuados para evaluar las tendencias a largo plazo, muestran que la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por el sector no financiero se redujo notablemente en la última parte del 2007, desde el 11,3% de junio hasta el 2,4% de noviembre. La desaceleración de la actividad emisora que ponen de manifiesto los datos desestacionalizados puede estar relacionada, al menos parcialmente, con las turbulencias de los mercados financieros, que han generado un aumento de los costes de financiación mediante valores de renta fija. Ello se refleja en el incremento de los diferenciales y los rendimientos de los valores de renta fija privada, en especial en el caso de empresas de escasa solvencia. Los rendimientos que ofrecen los bonos de sociedades no financieras denominados en euros, con calificación BBB, por ejemplo, subieron alrededor de 15 puntos básicos en noviembre, situándose en el 5,4% el día 30 de dicho mes. La evidencia procedente de proveedores de datos del sector privado también sugiere que la financiación mediante deuda a sociedades no financieras de alta rentabilidad se ha agotado en parte.

La mayor parte de la financiación a sociedades no financieras de la zona del euro se realiza a través del sistema bancario. Parcialmente como consecuencia de la demanda fuerte y sostenida de préstamos por

Gráfico 7 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos 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.

parte del sector no financiero, las emisiones de valores distintos de acciones realizadas por las IFM crecieron con vigor en noviembre, a pesar de las preocupaciones sobre el crédito existentes en el sector financiero. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se mantuvo en niveles elevados y se situó en el 10,4% en noviembre, frente al 11% de octubre. La tasa de crecimiento de los valores a largo plazo emitidos por estas instituciones se redujo ligeramente en noviembre, hasta el 7,7%. Sin embargo, la tasa de crecimiento de la emisión de valores a corto plazo se incrementó hasta alcanzar el 28,8% en noviembre, 3,6 puntos porcentuales por encima de la cifra registrada en octubre, marcando la mayor expansión interanual registrada desde agosto del 2000.

La tasa de crecimiento de tres meses anualizada desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones descendió desde el 13,3% de octubre, hasta el 10,2% observado en noviembre. La caída global obedeció a la reducción de emisiones a largo plazo, debido, en parte, a la subida del coste de financiación a largo plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias disminuyó, desde el 27% de octubre, hasta el 25,5% registrado en noviembre del 2007, aunque permaneció en un nivel elevado. Gran parte de la actividad emisora de este sector está relacionada con las distintas operaciones de titulización realizadas por los denominados fondos de titulización (entidades generalmente promovidas por entidades de crédito para cumplir objetivos temporales). Las turbulencias de los mercados financieros generaron una ligera reducción de las titulizaciones, lo cual, a su vez, explica probablemente la mayor parte del descenso de la actividad emisora observado en noviembre.

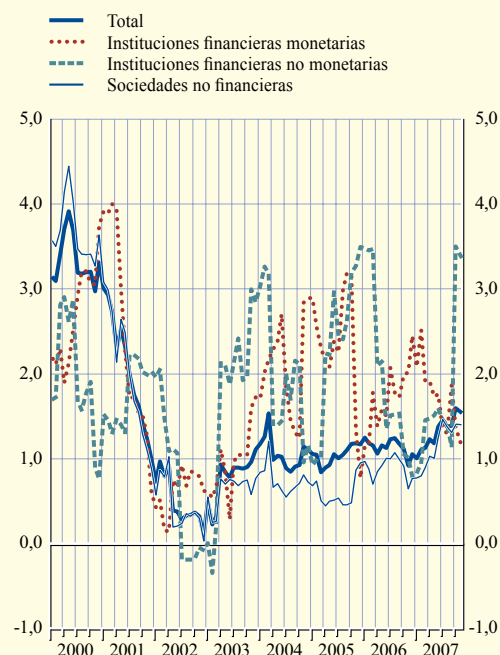
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector público cayó ligeramente en noviembre, hasta el 2,8%, desde el 3,1% de octubre. Esta disminución fue consecuencia de la desaceleración del crecimiento de los valores de este tipo emitidos por la Administración Central y otras Administraciones Públicas.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro cayó hasta el 1,5% en noviembre, desde el 1,6% de octubre (véase cuadro 3). Este resultado refleja el significativo descenso de la tasa de crecimiento de la emisión de este tipo de valores por parte de las IFM, que se situó en el 1,1%, mientras que la emisión por parte de las instituciones financieras no monetarias sólo registró una caída moderada, siendo la tasa de crecimiento correspondiente del 3,4%. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras no varió en noviembre, manteniéndose en el 1,4%, (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 no colateralizados del mercado monetario descendieron significativamente en enero y principios de febrero, principalmente como consecuencia del truncamiento durante el mes de las expectativas de los mercados en relación con la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales del BCE. Al mismo tiempo, en términos históricos, los diferenciales entre los tipos de interés colateralizados y no colateralizados del mercado monetario se mantuvieron en niveles extraordinariamente elevados en los plazos superiores al muy corto plazo.

El diferencial entre los tipos de interés colateralizados y no colateralizados del mercado interbancario a plazos superiores al muy corto plazo se redujo ligeramente en enero y principios de febrero, aunque se mantuvo en niveles extraordinariamente elevados en términos históricos, en el contexto de las tensiones continuas registradas en el mercado monetario a plazo. Por ejemplo, en los plazos a tres meses, el diferencial entre los tipos EURIBOR no colateralizados y los tipos colateralizados (como los derivados del índice *swap* del EONIA o el EUREPO) cayó desde 54 puntos básicos el 10 de enero hasta 39 puntos básicos el 6 de febrero. El 6 de febrero, el EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situó en el 4,18%, el 4,36%, el 4,35% y el 4,32%, es decir, 3, 23, 29 y 32 puntos básicos, respectivamente, por debajo de los niveles observados el 10 de enero (véase gráfico 9).

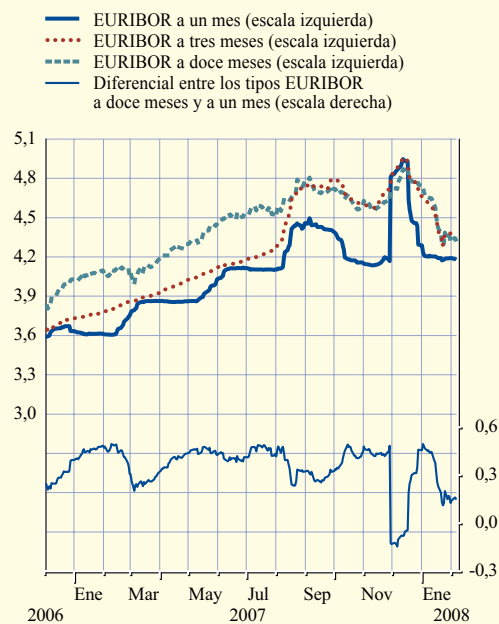
El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes descendió hasta 15 puntos básicos el 6 de febrero, en comparación con 44 puntos básicos el 10 de enero (véase gráfico 9). Este aplanamiento de la curva de rendimientos del mercado monetario fue consecuencia, principalmente, de la disminución de las expectativas de los mercados en relación con la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales del BCE, aunque la moderada relajación de los diferenciales entre los tipos no colateralizados y los tipos *swap* del EONIA también influyó en esta evolución.

El 6 de febrero, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre del 2008 se situaban en el 4,25%, el 3,86% y el 3,57%, respectivamente. Estos tipos representaron descensos de 26, 51 y 63 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 10 de enero.

El 10 de enero, el Consejo de Gobierno decidió mantener los tipos de interés oficiales del BCE, y el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema permaneció en el 4%. Dada la situación de liquidez prevista por el BCE para el final del período de mantenimiento terminado el 15 de enero, el último día de dicho período se llevó a cabo una operación de ajuste para drenar liquidez, mediante la cual el BCE absorbió 20 mm de euros. El EONIA se situó en el 4,078% en dicha fecha (véase gráfico 10). En los primeros días del siguiente período de mantenimiento de reservas, que termi-

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

nó el 12 de febrero, el EONIA se estabilizó en torno al 4%, antes de colocarse en un nivel superior a finales del mes, especialmente en el último día hábil (cuando alcanzó una cota del 4,187%). A principios de febrero, el EONIA volvió a niveles más normales, cercanos al 4%.

Con el fin 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. Por tanto, en las operaciones principales de financiación semanales regulares del Eurosistema, realizadas los días 15, 22 y 29 de enero y 5 de febrero, el BCE adjudicó 25 mm de euros, 17 mm de euros, 10 mm de euros y 4,5 mm de euros por encima de los respectivos importes de referencia. El tipo de interés marginal correspondiente a estas operaciones se situó en el 4,16%, el 4,16%, el 4,18% y el 4,17%, respectivamente.

En la operación regular de financiación a plazo más largo (OFPML) del Eurosistema del 31 de enero de 2008 (ejecutada de acuerdo con el procedimiento de OFPML habitual, con un volumen de adjudicación fijo de 50 mm de euros), los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron en el 4,21% y el 4,33%, respectivamente. Es de destacar que el tipo de interés marginal de esta operación fue 16 puntos básicos inferior al EURIBOR a tres meses vigente en dicha fecha.

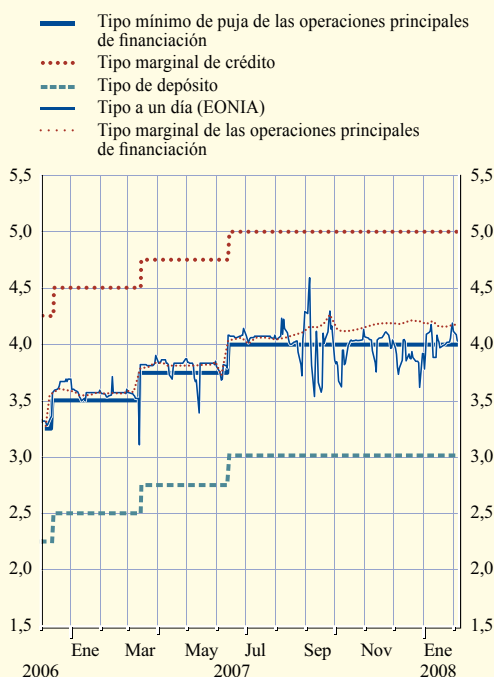
2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En enero y a principios de febrero del 2008, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó de forma acusada en los principales mercados, en el contexto de las turbulencias registradas en los mercados de renta variable. El fuerte descenso concomitante observado en el rendimiento real de los bonos parece ser indicativo de un mayor pesimismo de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de actividad económica en las principales economías. El menor interés de los inversores por los activos de mayor riesgo generó presiones adicionales a la baja sobre el rendimiento de los bonos. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija permaneció en niveles elevados en la zona del euro y en Estados Unidos.

Manteniendo la tendencia a la baja iniciada el verano pasado, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo experimentó un pronunciado descenso en la zona del euro y en Estados Unidos en el transcurso del mes de enero (véase gráfico 11). El rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó en torno a 35 puntos básicos en la zona del euro y alrededor de 50 puntos básicos en Estados Unidos entre finales

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

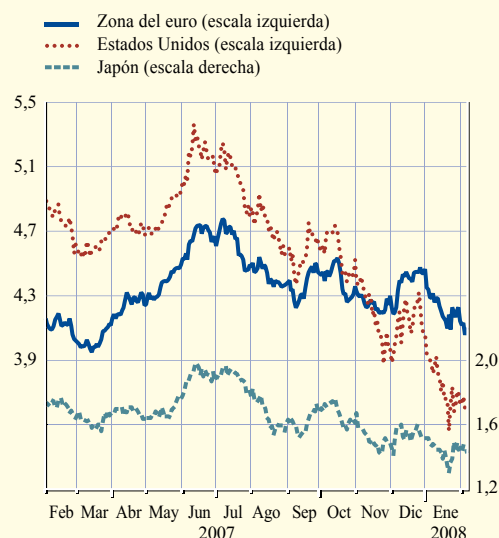
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

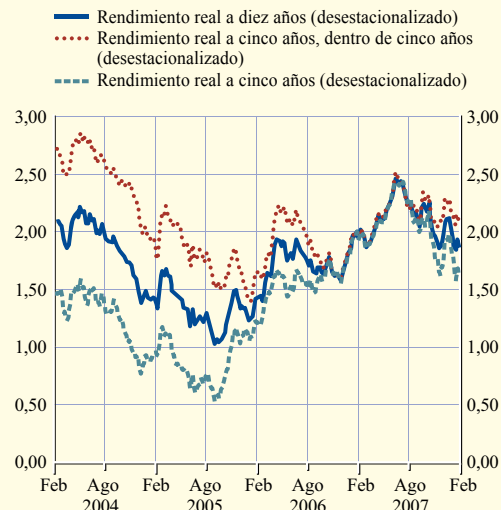
(en porcentaje; datos diarios)



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

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

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



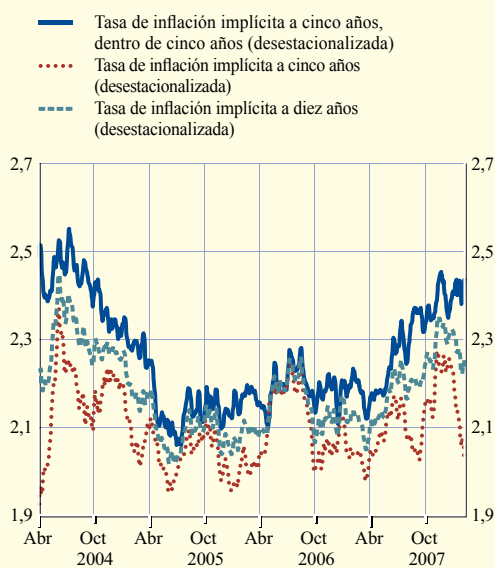
Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

de diciembre del año 2007 y el 6 de febrero de 2008, fecha en la que se situó en el 4,1% y el 3,6%, respectivamente. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro siguió ampliándose en términos absolutos. Por el contrario, en Japón el rendimiento de la deuda pública a diez años sólo se redujo ligeramente en comparación con finales de diciembre del 2007, situándose en torno al 1,4% el 6 de febrero. La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se mantuvo en niveles elevados en la zona del euro y en Estados Unidos.

El acusado descenso del rendimiento de los bonos a largo plazo observado en Estados Unidos en enero y a comienzos de febrero pareció ser reflejo, principalmente, de la mayor preocupación de los participantes en el mercado acerca de las perspectivas macroeconómicas. Los datos sobre la actividad económica fueron, en general, menos favorables de lo esperado por los participantes en el mercado, especialmente en lo relativo a los mercados de la vivienda y del trabajo. Al mismo tiempo, la marcada reducción del rendimiento real de los bonos a largo plazo, medido por el rendimiento de los bonos indicados con la inflación, sugiere una nueva rebaja de las expectativas de los inversores respecto a la actividad económica. Por otro lado, los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, como consecuencia de la corrección de los precios de las acciones, parecen haber ejercido fuertes presiones a la baja sobre el rendimiento de los bonos. El 22 de enero, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció un recorte de 75 puntos básicos del tipo de referencia de los fondos federales, que quedó en el 3,5%. Esta medida llevó a los inversores a reconsiderar sus expectativas respecto a los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, lo que parece haber contribuido a un nuevo descenso del rendimiento de los bonos. Por el contrario, la decisión de reducir el tipo de referencia de los fondos federales en otros 50 puntos básicos, hasta el 3%, adoptada por el citado Comité el 30 de enero, había estado anticipada por los participantes en el mercado y tuvo un escaso impacto sobre el rendimiento de los

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

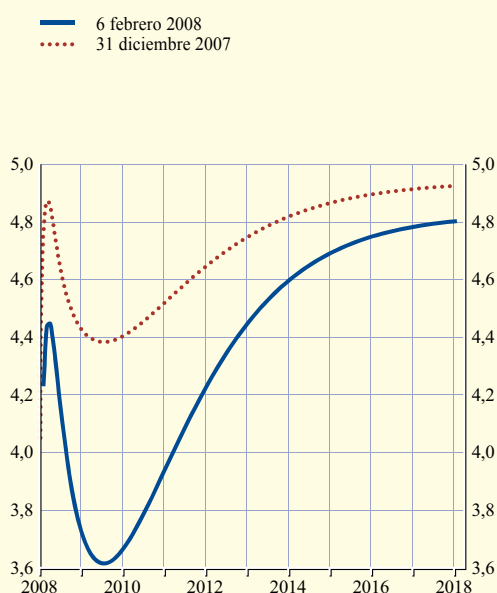
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios)



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: Estimaciones del BCE y Reuters.

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 el recuadro 4 del Boletín Mensual de enero de 1999. Los datos utilizados en la estimación son los tipos *swap* de cupón cero.

bonos. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo permanecieron en niveles elevados en el período analizado.

En la zona del euro, el rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo disminuyó también de forma significativa en enero, como consecuencia, fundamentalmente, del descenso del rendimiento real, medido por el rendimiento de los bonos a largo plazo iniciados con la inflación (véase gráfico 12). Sin embargo, cabe observar que, pese a las recientes señales de moderación de la actividad económica, los rendimientos real y nominal de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se han mantenido relativamente estables en los últimos trimestres. Ello sugiere que, aunque las primas de riesgo de los mercados de renta fija hayan podido experimentar variaciones, los inversores no han revisado sensiblemente a la baja sus expectativas de crecimiento a largo plazo en la zona del euro.

La pendiente de la estructura temporal de las tasas de inflación implícitas aumentó ligeramente, al producirse un mayor descenso en el medio plazo que en los plazos más largos. En consecuencia, la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, que mide las expectativas de inflación a largo plazo y las correspondientes primas de riesgo, se mantuvo prácticamente sin cambios en un nivel elevado, el 2,4%, el 6 de febrero (véase gráfico 13). Al mismo tiempo, la tasa de inflación implícita a cinco años se redujo en unos 20 puntos básicos, hasta el 2%.

Entre finales de diciembre del año 2007 y el 6 de febrero de 2008, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro experimentó un desplazamiento a la baja, sobre todo en los plazos cortos a

medios (véase gráfico 14). La decisión de no modificar los tipos de interés oficiales del BCE, adoptada por el Consejo de Gobierno el 10 de enero, había sido anticipada por los participantes en el mercado, por lo que tuvo escasos efectos sobre la curva de rendimientos.

Los diferenciales de crédito del mercado de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron nuevamente en enero y a principios de febrero del 2008, tras mostrar ciertas señales de estabilización en diciembre del 2007. En general, la ampliación de los diferenciales fue más pronunciada para los bonos emitidos por sociedades financieras, especialmente para los de menor calificación crediticia. El coste financiero relativo de la renta fija privada BBB en todos los sectores, medido por el diferencial con respecto al rendimiento de la deuda pública, se incrementó en torno a 50 puntos básicos en el período examinado. Además de una nueva revisión de la valoración de los riesgos, los elevados niveles actuales de los diferenciales de renta fija privada pueden reflejar también cierta preocupación por parte de los inversores respecto a las perspectivas de rentabilidad empresarial, en el contexto de costes financieros más altos y de una mayor incertidumbre en torno al crecimiento económico.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

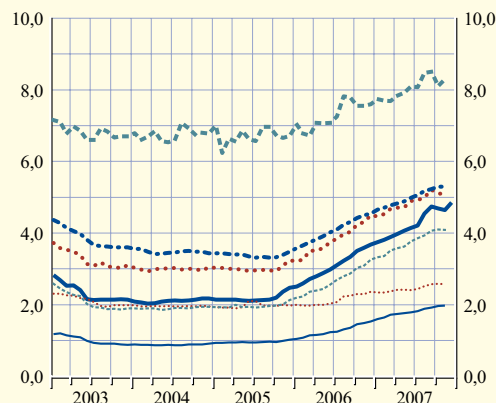
En noviembre del 2007, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM se mantuvo estable, en general, tras los movimientos al alza observados en los meses precedentes. Desde el inicio de las turbulencias en los mercados financieros en el verano del 2007, la transmisión de los tipos de interés de mercado a los tipos aplicados por las entidades de crédito ha sido parcial en el caso de los tipos de interés a corto plazo. En cambio, el incremento de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos sugiere cierta disociación entre estos tipos y la caída del rendimiento de la deuda pública en el mismo período.

No se observa ninguna tendencia perceptible en los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos en noviembre, pese a que los tipos de interés del mercado monetario y los rendimientos de la deuda pública experimentaron una caída de entre 5 y 21 puntos básicos (véanse cuadro 4 y gráfico 15). Los tipos de interés aplicados a los depósitos a corto plazo de los hogares y de las sociedades no financieras registraron pequeñas variaciones en noviembre. En cuanto a los préstamos a corto plazo, la modificación más significativa fue la de los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos a hogares para consumo, que aumentaron 19 puntos básicos entre octubre y noviembre, invirtiendo con ello el

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

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

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



Fuente: BCE.

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

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta nov 2007 ²⁾	
	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 Oct	2007 Nov	2007 Jun	2007 Oct
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos								
Depósitos de los hogares								
A plazo hasta un año	3,27	3,51	3,77	4,07	4,10	4,09	31	-1
A plazo a más de dos años	2,84	2,71	2,73	3,08	3,20	3,16	43	-4
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,37	2,38	2,41	2,57	2,58	2,58	16	-1
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,86	3,14	3,31	3,50	3,57	3,63	32	6
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras								
	1,53	1,72	1,79	1,92	1,97	1,97	19	1
Depósitos de las sociedades no financieras								
A plazo hasta un año	3,47	3,67	3,93	4,13	4,07	4,10	17	3
A plazo a más de dos años	4,03	3,61	4,09	4,37	4,49	4,20	11	-29
Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos								
Préstamos a hogares para consumo								
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	7,60	7,69	8,09	8,50	8,11	8,30	21	19
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda								
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,55	4,78	4,99	5,23	5,29	5,29	30	0
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,55	4,69	4,89	5,08	5,08	5,09	20	1
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras								
	5,80	6,06	6,18	6,50	6,55	6,52	34	-2
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros								
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	5,08	5,29	5,53	5,92	5,96	5,95	42	-1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,67	4,83	5,00	5,24	5,27	5,27	27	0
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros								
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,50	4,68	4,90	5,21	5,10	5,09	19	-2
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,63	4,86	5,17	5,43	5,33	5,37	20	3
Pro memoria								
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	3,68	3,89	4,15	4,74	4,69	4,64	49	-5
Rendimiento de la deuda pública a dos años	3,79	3,94	4,45	4,10	4,11	3,94	-52	-17
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,83	3,95	4,57	4,19	4,21	4,00	-57	-21

Fuente: BCE.

1) Los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel de agregación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto del 2004. Los datos trimestrales se refieren a fin de trimestre.

2) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

descenso relativamente acusado del mes anterior. No obstante, dada su elevada volatilidad, cualquier interpretación que se haga sobre estos tipos de interés debe realizarse con cierta cautela. Los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año no se modificaron en noviembre. Al mismo tiempo, los tipos aplicados por las IFM a los nuevos préstamos de cuantía reducida o elevada concedidos a las sociedades no financieras sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año disminuyeron ligeramente. Esta evolución indica que, por lo que se refiere a los tipos de interés a corto plazo, la renovada volatilidad de los mercados financieros en octubre y noviembre no causó un impacto relevante.

Desde una perspectiva algo más a largo plazo, desde el comienzo de las turbulencias en los mercados financieros en el verano del 2007, los movimientos de los tipos de interés del mercado monetario, que habían resultado considerablemente afectados por las condiciones de liquidez en los mercados monetarios, sólo se han transmitido parcialmente a los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM. Entre junio y noviembre del 2007, los tipos de interés a tres meses del mercado monetario se incrementaron 49 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo aplicados por el citado sector a los depósitos de los hogares registraron un ascenso de 31 puntos básicos. De igual modo, los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos hasta un millón de euros a las sociedades no financieras aumentó 42 puntos básicos, mientras que los aplicados a los préstamos a hogares para consumo y para adquisición de vivienda se incrementaron 21 y 30 puntos básicos, respectivamente.

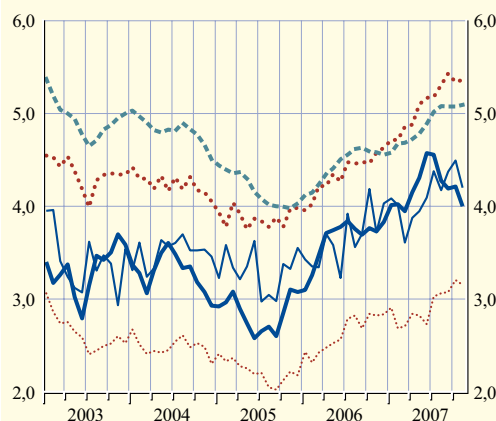
En noviembre del 2007, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos a plazo a más de dos años de los hogares y de las sociedades no financieras se redujeron 4 puntos básicos y 29 puntos básicos, respectivamente (véanse cuadro 4 y gráfico 16). Estos descensos se produjeron de forma simultánea a la caída de 17 puntos básicos del rendimiento de la deuda pública a dos años. Al mismo tiempo, los tipos de interés a largo plazo aplicados por dicho sector a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda apenas se incrementaron y se situaron en el 5,09% en noviembre. Los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros no experimentaron variaciones, mientras que los aplicados a los préstamos concedidos a este sector por importe superior a un millón de euros se incrementaron ligeramente (véase gráfico 16). En general, parece que los diferenciales con respecto a los rendimientos de la deuda pública a medio y largo plazo tendieron a ampliarse en noviembre.

Si se considera una vez más la evolución desde junio del 2007 se observa que los tipos de interés a largo plazo de los depósitos y los tipos de los préstamos aplicados por las IFM han seguido una tendencia al alza durante el período de turbulencias y, por tanto, se han dissociado de los rendimientos decrecientes de la deuda pública. Como reflejo de esta evolución, los rendimientos de la deuda pública a dos años y a cinco años de la zona del euro cayeron 52 y 57 puntos básicos, respectivamente, entre junio y noviembre del 2007. En cuanto a los tipos de interés aplicados al crédito por las IFM, los correspondientes 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 20 puntos básicos. En el caso de los préstamos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, se incre-

Gráfico 16 Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a largo plazo

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

- Rendimiento de la deuda pública a cinco años
- 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
- - - 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



Fuente: BCE.

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

mentaron entre 20 y 27 puntos básicos, dependiendo de la cuantía del préstamo. En general, la conjunción de unos tipos de interés más elevados aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras y de menores rendimientos de la deuda pública apunta a una ampliación de los diferenciales en el período analizado. Al mismo tiempo, los mayores rendimientos de los bonos emitidos por las entidades de crédito de la zona del euro conllevan un aumento de los costes de financiación para el sector de las IFM que, a su vez, está relacionado con los riesgos que, según la valoración de los inversores, están afrontando muchas entidades del sector de las IFM a través de sus exposiciones a bonos de titulación.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

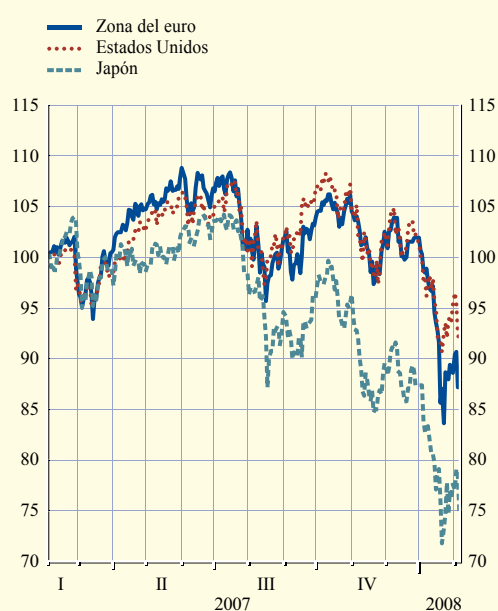
Los precios de las acciones bajaron en los mercados internacionales, ante la mayor inquietud del mercado respecto a las perspectivas de crecimiento económico en todo el mundo. Aunque la tasa de crecimiento de los beneficios efectivos de las empresas disminuyó ligeramente en la zona del euro, siguió siendo alta. Al mismo tiempo, en Estados Unidos el crecimiento de los beneficios se tornó negativo por primera vez en más de cinco años. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable alcanzó niveles inusualmente elevados en respuesta a las pronunciadas fluctuaciones de las cotizaciones bursátiles.

En el transcurso de enero se observó en los principales mercados un descenso acelerado de los índices bursátiles amplios, que pareció estar relacionado con el creciente pesimismo de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas económicas mundiales (véase gráfico 17). Además, según la encuesta a los gestores de fondos internacionales realizada en enero por Merrill Lynch, la tolerancia al riesgo parece haber seguido disminuyendo. Por último, unos factores coyunturales pueden haber contribuido a acentuar las fluctuaciones en este período. Posteriormente, a finales de enero y comienzos de febrero, los mercados bursátiles registraron una mejoría transitoria y recuperaron cierta calma, tras las decisiones de recortar los tipos de referencia de los fondos federales adoptadas por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal. En general, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, bajaron cerca de un 14% entre finales de diciembre del 2007 y el 6 de febrero de 2008, las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, retrocedieron un 10%, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, perdieron un 14%.

El descenso del precio de las acciones observado en Estados Unidos reflejó, probablemente y entre otras cosas, nuevas revisiones a la baja de las expectativas de los inversores respecto a las perspectivas de crecimiento de la actividad económica y, por ende, de los beneficios empresariales del país. Los datos relativos a la evolución de los mercados

Gráfico 17 Índices bursátiles

(índice: 1 febrero 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.

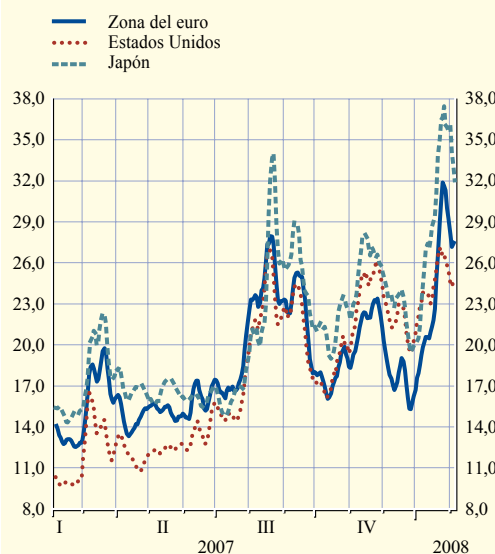
de la vivienda y del trabajo, así como los datos de las encuestas sobre la actividad empresarial en el sector no manufacturero, publicados en enero y a principios de febrero, fueron menos favorables de lo esperado por los participantes en el mercado, por lo que ejercieron presiones a la baja sobre los precios de las acciones. Manteniendo la tendencia decreciente observada en los últimos trimestres, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción se tornó negativa en enero. Aunque el crecimiento esperado de los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 siguió siendo vigoroso en enero, un mayor número de empresas revisaron a la baja sus estimaciones de beneficios, especialmente para los próximos doce meses.

El descenso particularmente acusado de los precios de las acciones registrado en la zona del euro en el período considerado sugiere que creció el temor de los inversores respecto a una desaceleración de la actividad económica mundial posiblemente más intensa de lo previsto. Tal y como se explica en el recuadro 3 sobre las correlaciones transfronterizas entre los mercados de renta variable, los inversores parecen haber cambiado progresivamente su percepción de las turbulencias financieras, desde considerarlas básicamente como una perturbación de la economía estadounidense a contemplar sus importantes ramificaciones mundiales. Pese a observarse señales incipientes de debilitamiento, el crecimiento de los beneficios efectivos y esperados de las empresas de la zona del euro siguió siendo vigoroso en enero. El crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX disminuyó hasta el 13% en enero, desde el 15% del mes anterior. Este retroceso fue bastante generalizado, y no se limitó al sector financiero. Aunque los analistas continuaban esperando que los beneficios por acción de todas las empresas del índice crecieran a una tasa del 9% en los próximos doce meses y del 8% en los próximos tres a cinco años, el hecho de que las empresas revisaran sus beneficios sugiere un deterioro del clima de los mercados en los últimos meses. Por lo que se refiere a la evolución sectorial, todos los sectores económicos registraron pérdidas importantes.

La volatilidad implícita de los mercados de renta variable, que mide la incertidumbre respecto a la evolución a corto plazo de esos mercados, creció de forma significativa a escala mundial (véase gráfico 18). En efecto, el 21 de enero la volatilidad implícita de la zona del euro alcanzó el nivel más alto registrado en casi cinco años, tras el mayor descenso en un día observado desde el 11 de septiembre de 2001. A finales de enero y principios de febrero, la volatilidad implícita permaneció elevada, aunque se situó ligeramente por debajo de los máximos alcanzados recientemente.

Gráfico 18 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

(en porcentaje; media móvil 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 3

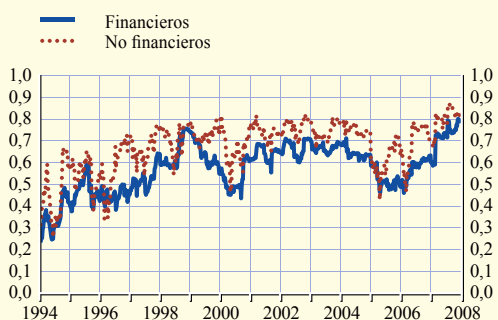
CÓMO HAN VARIADO LAS CORRELACIONES TRANSFRONTERIZAS ENTRE LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE DURANTE LAS RECIENTES TURBULENCIAS FINANCIERAS

Una característica que se observa frecuentemente en los mercados financieros en los períodos de turbulencias es el aumento de las correlaciones transfronterizas, especialmente entre los mercados de renta variable. En este recuadro se analizan las correlaciones variantes en el tiempo, en cuanto a la rentabilidad semanal de las acciones, en los sectores financieros y no financieros entre Estados Unidos y la zona del euro, dedicando especial atención a su evolución durante las recientes turbulencias financieras. En primer lugar se estiman las correlaciones a lo largo de un dilatado período muestral, que se extiende desde el año 1994 hasta el 2007. A continuación se examinan las correlaciones observadas durante las recientes turbulencias financieras¹.

Desde una perspectiva a largo plazo, las correlaciones transfronterizas en las cotizaciones bursátiles de los sectores financieros y no financieros entre Estados Unidos y la zona del euro han mostrado una clara tendencia al alza (véase gráfico A), que ya empezó a manifestarse en 1994. Las correlaciones aumentaron desde cerca de 0,3 al inicio de la muestra hasta cerca de 0,8 al final del período considerado. Este incremento del grado de coincidencia de los movimientos entre los mercados de renta variable se ha atribuido a varios factores presentes desde comienzos de los años noventa, como el crecimiento de los flujos transfronterizos de capitales, la internacionalización de las principales instituciones financieras, la diversificación internacional de las carteras y la sincronización de los ciclos económicos. Por ejemplo, la evolución de los precios de los activos de las empresas internacionales refleja las perturbaciones económicas que han afectado a numerosos países y sectores. En la medida en que la rentabilidad viene determinada de forma creciente por factores internacionales, distintos mercados tienden a mostrar correlaciones más acusadas.

Gráfico A Correlaciones entre los índices bursátiles de Estados Unidos y de la zona del euro

(datos semanales)



Fuente: Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Las correlaciones se calculan según la metodología propuesta por L. Cappiello, R. Engle y K. Sheppard, «Asymmetric Dynamics in the Correlations of Global Equity and Bond Returns», *Journal of Financial Econometrics*, otoño del 2006, 4(4), pp. 537-572.

Por lo que se refiere a las turbulencias financieras que comenzaron en el verano del 2007, el panel A del gráfico B presenta unas correlaciones variantes en el tiempo entre los precios de las acciones en los sectores financieros y no financieros de Estados Unidos y de la zona del euro, centrándose en el último año de la muestra. Para poder apreciar la magnitud relativa de las variaciones, se representan correlaciones normalizadas, iguales a 1 al principio de marzo del 2007, cuando surgieron las primeras tensiones en el mercado de hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos. Pueden distinguirse cinco patrones generales.

¹ Las correlaciones pueden estimarse de forma incondicional o, alternativamente, de forma condicional sobre un conjunto de datos. En este recuadro se utiliza un enfoque condicional, en el sentido de que las correlaciones estimadas se actualizan a medida que se va incorporando nueva información a los precios en los mercados bursátiles. Por el contrario, las correlaciones medidas de forma incondicional no varían en el tiempo y pueden no recoger cambios en la situación económica que se reflejan en los precios registrados en los mercados financieros.

En primer lugar, las correlaciones experimentaron un salto importante bastante antes de las turbulencias. A finales de febrero, las correlaciones aumentaron de forma muy acusada, en torno a un 20%, aunque proporcionalmente más en los sectores financieros que en los no financieros. Al final del mismo mes se produjo también el mayor desplome en un día del mercado en el año 2007, antes de las turbulencias del verano. Durante este período, los mercados bursátiles internacionales experimentaron una corrección a la baja, que resultó ser de breve duración y que fue impulsada por la evolución de los mercados chinos. Al mismo tiempo, el aumento de las correlaciones coincidió con el primer reconocimiento de posibles riesgos para el mercado de la vivienda en Estados Unidos. Desde entonces, las correlaciones no han vuelto a sus anteriores niveles más reducidos. En un contexto de crecientes impagos de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, parece que, en ambos lados del Atlántico, los mercados hicieron una reevaluación brusca del riesgo en el sector inmobiliario estadounidense, que podría tener consecuencias macroeconómicas.

En segundo lugar, entre marzo y mediados de julio, las correlaciones experimentaron escasas variaciones. Pese a la primera oleada de rebajas de la calificación de los bonos de titulización hipotecaria (y al incumplimiento de sus obligaciones de pago por parte de dos *hedge funds* que estaban fuertemente expuestos a productos estructurados de alto riesgo) observada en junio, las correlaciones transfronterizas no variaron de forma significativa durante este período.

En tercer lugar, en la segunda mitad de julio y en agosto, las correlaciones transfronterizas alcanzaron niveles máximos, especialmente en el sector financiero. Este período constituyó el corazón de la tormenta, debido a la confluencia de distintos factores, como masivas rebajas de la calificación de bonos de titulización de hipotecas de alto riesgo y obligaciones de deuda garantizadas (CDO, en su siglas en inglés), que provocaron, a su vez, un fuerte descenso del valor de estos títulos; la marcada elevación de los tipos de interés de los mercados monetarios; y la paralización del mercado de bonos de titulización de corto plazo (ABCP, en sus siglas en inglés). En este contexto, los principales bancos centrales intervinieron en agosto, con importantes inyecciones de liquidez. Aunque en esta etapa el mercado pareció estar sobre todo preocupado por las repercusiones financieras, también se observó cierta inquietud en torno a las posibles implicaciones macroeconómicas².

En cuarto lugar, entre finales de agosto y octubre del 2007, las correlaciones transfronterizas disminuyeron en alguna medida, especialmente en los sectores no financieros. Tras una nueva intervención de los bancos centrales, que incluyó un recorte de los tipos de interés oficiales por parte de la Reserva Federal en septiembre, los mercados monetarios y de renta variable mostraron cierta normalización.

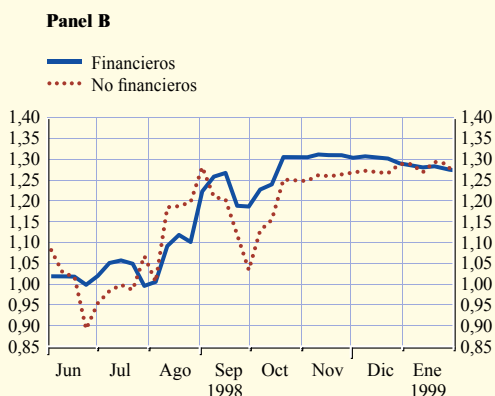
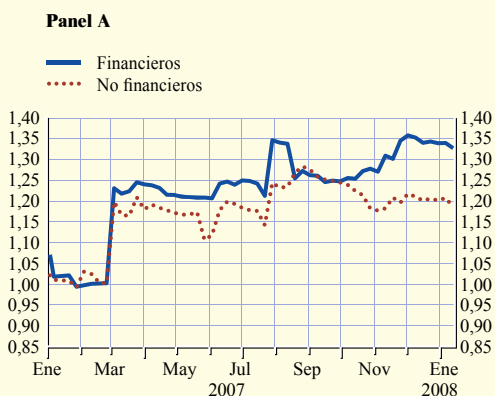
En quinto lugar, a partir de noviembre del 2007, las correlaciones transfronterizas entre los sectores financieros aumentaron nuevamente, mientras que las de los sectores no financieros se mantuvieron prácticamente sin cambios. A este respecto, las correlaciones entre los sectores financieros aumentaron, dado que la perturbación del verano afectó a los mercados de crédito a escala internacional, con graves pérdidas y con una profunda revisión de la valoración del riesgo de crédito. En este período, algunas de las principales instituciones financieras de Estados Unidos revelaron una considerable reducción del valor en libros de sus activos, como consecuencia de su exposición a instrumentos financieros estructurados, con pérdidas que superaron a menudo las previsiones de los inversores. El aumento de las correlaciones transfronterizas entre los sectores financieros elevó sus valores absolu-

1 Para una información más detallada sobre la titulización, véase el artículo titulado «La titulización en la zona del euro», en el presente Boletín Mensual.

Gráfico B Correlaciones entre los índices bursátiles de Estados Unidos y de la zona del euro para determinados períodos

(datos semanales; índice = 1 el 1 de marzo de 2007)

(datos semanales; índice = 1 el 6 de agosto de 1998)



Fuente: Datastream y cálculos del BCE.

Nota: Las correlaciones se calculan según la metodología propuesta por L. Cappiello, R. Engle y K. Sheppard, «Assymetric Dynamics in the Correlations of Global Equity and Bond Returns», *Journal of Financial Econometrics*, otoño del 2006, 4(4), pp. 537-572.

Fuente: Datastream y cálculos del BCE.

Nota: Las correlaciones se calculan según la metodología propuesta por L. Cappiello, R. Engle y K. Sheppard, «Assymetric Dynamics in the Correlations of Global Equity and Bond Returns», *Journal of Financial Econometrics*, otoño del 2006, 4(4), pp. 537-572.

tos por encima de los máximos históricos alcanzados en la crisis del fondo de alto riesgo LTCM del año 1998 (véase gráfico A). Cabe destacar que las correlaciones transfronterizas entre los sectores no financieros disminuyeron en septiembre y octubre, aunque permanecieron en niveles elevados. Ello podría sugerir que la extensión de los problemas de crecimiento de la economía real de Estados Unidos a la de la zona del euro pudiera haber preocupado menos a los participantes en el mercado que los riesgos globales derivados de la inestabilidad del sector financiero.

A efectos de comparación, el panel B del gráfico B muestra las correlaciones a lo largo de un período de tiempo que incluye el episodio de impago de la deuda registrado en Rusia en agosto de 1998 y la posterior crisis del fondo LTCM. También en este caso, las correlaciones transfronterizas aumentaron de forma significativa, tanto en los sectores financieros como en los no financieros.

En general, el comportamiento reciente de las correlaciones transfronterizas sectoriales refleja un cambio progresivo de la percepción, por parte de los participantes en el mercado, de las perturbaciones de los mercados de crédito. Inicialmente, las turbulencias fueron, básicamente, una reacción a la perturbación registrada en Estados Unidos. Posteriormente, estas turbulencias se extendieron por contagio a la economía mundial, debido al posible deterioro del ciclo del crédito, tras un largo período de condiciones crediticias muy favorables.

3 PRECIOS Y COSTES

Se estima, de forma provisional, que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se ha elevado al 3,2% en enero del 2008, desde el 3,1% de los dos meses anteriores. La evolución de los precios de los alimentos y de la energía ha seguido, probablemente, ejerciendo presiones al alza sobre la inflación medida por el índice general. De cara al futuro, los últimos datos de precios industriales señalan que persisten las presiones al alza sobre la inflación en los precios de consumo y que las presiones sobre los costes de los bienes intermedios siguen siendo elevadas. En general, es probable que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantenga bastante por encima del 2% en los próximos meses, y que se modere de forma gradual en el transcurso del 2008, siempre que se observe una corrección parcial de los recientes aumentos de los precios de las materias primas, en línea con los precios de los contratos de futuros. Se ha confirmado que los riesgos para la evolución de los precios a medio plazo apuntan al alza. En este contexto existe en el ámbito interno el riesgo de que se produzcan efectos de segunda vuelta generalizados sobre la fijación de los salarios y de los precios. En particular, dichos riesgos incluyen la posibilidad de un crecimiento de los salarios más dinámico de lo previsto, teniendo en cuenta la elevada utilización de la capacidad productiva y las tensiones en el mercado de trabajo. Por otra parte, la capacidad de fijación de precios de las empresas podría ser mayor de lo esperado, especialmente en los segmentos de mercado con un reducido nivel de competencia. Por último, podrían producirse nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, manteniéndose la fuerte tendencia al alza de los últimos meses, así como incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta ahora.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE ENERO DEL 2008

Según el avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se elevó al 3,2% en enero del 2008, desde el 3,1% de diciembre (véase cuadro 5). De confirmarse este dato, se trataría de la tasa de crecimiento interanual más alta registrada por el índice oficial desde el año 1999¹. Además del impacto de los cambios en la metodología estadística que se llevan normalmente a cabo a principios de año, esta estimación presenta un grado de incertidumbre mayor de lo habitual, debido a cuestiones de cobertura y de metodología en varios países.

1 En el 2001, la estimación en tiempo real situó la inflación medida por el IAPC de mayo en el 3,4%. Sin embargo, tras un cambio metodológico, esta cifra se revisó posteriormente a la baja, hasta el 3,1%.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2006	2007	2007 Ago	2007 Sep	2007 Oct	2007 Nov	2007 Dic	2008 Ene
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	2,1	1,7	2,1	2,6	3,1	3,1	3,2
Energía	7,7	2,6	-0,9	3,0	5,5	9,7	9,2	.
Alimentos no elaborados	2,8	3,0	2,4	2,1	3,1	3,0	3,1	.
Alimentos elaborados	2,1	2,8	2,5	3,1	3,8	4,6	5,1	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0	.
Servicios	2,0	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	5,1	2,8	1,8	2,7	3,3	4,2	4,3	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,9	52,8	52,4	55,2	57,7	62,8	62,8	62,4
Precios de las materias primas no energéticas	24,8	9,2	5,4	6,9	3,5	-0,1	1,4	3,0

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

Nota: Los datos de los precios industriales se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

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

Aunque no se dispone todavía del detalle del IAPC de enero, los datos disponibles sugieren que los precios de los alimentos y de la energía han seguido ejerciendo presiones al alza sobre la inflación en muchos países.

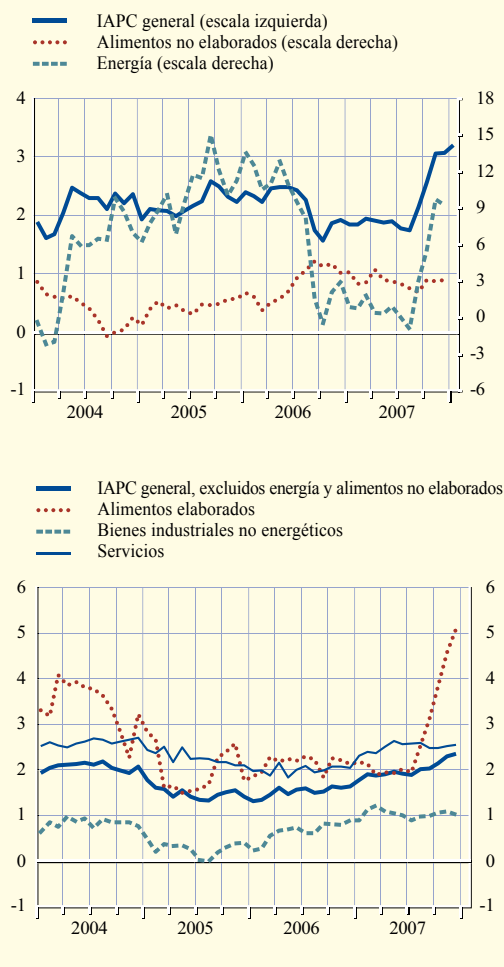
INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA DICIEMBRE DEL 2007

Ya se empezaron a observar fuertes presiones al alza a corto plazo sobre la inflación en noviembre y diciembre, período en el que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC general alcanzó el 3,1%, la tasa de crecimiento más alta registrada desde mayo del 2001 (véase gráfico 19). Esta evolución estuvo nuevamente determinada por las presiones externas de los precios de la energía y de los alimentos. Sin embargo, a diferencia de los meses anteriores, en diciembre el componente energético tuvo una incidencia a la baja sobre la inflación medida por el IAPC general, aunque este efecto moderador se compensó, en general, con la incidencia al alza sobre todo de los precios de los alimentos elaborados.

El descenso de la tasa de variación interanual de los precios de la energía observado en diciembre puede atribuirse, en gran parte, a la caída de los precios del crudo registrada a lo largo del mes. Además, en diciembre no se observaron importantes efectos de base al alza derivados de la evolución de los precios de la energía registrada un año antes. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados volvió a subir, hasta el 5,1%, el nivel más alto registrado, como consecuencia, en gran medida, del fuerte incremento de los precios de los cereales y de los productos lácteos. También se produjo un ligero aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados, como resultado, fundamentalmente, de la subida de los precios de la carne (que representa la mitad de la ponderación de este componente), posible reflejo de los recientes incrementos de los precios de los piensos. La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, permaneció estable en diciembre. Los precios de los dos principales componentes del IAPC, es decir, los servicios y los bienes industriales no energéticos, siguieron mostrando una evolución a corto plazo moderada, aunque registraron tasas de variación interanual más altas que en años anteriores. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios se mantuvo estable en el 2,5%, mientras que la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos disminuyó ligeramente, hasta el 1%, desde el 1,1% de noviembre.

Gráfico 19 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



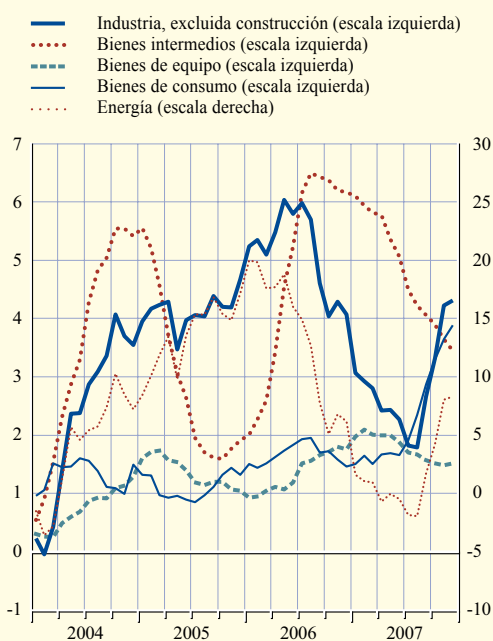
Fuente: Eurostat.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, registró su cuarto aumento consecutivo, elevándose ligeramente, hasta el 4,3%, en diciembre del 2007, desde el 4,2% de noviembre, como consecuencia de la evolución de los precios de la energía y de los alimentos (véase gráfico 20). Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales permaneció por tercer mes consecutivo en un nivel elevado, el 3,2%, reflejo, al igual que en meses anteriores, de movimientos de signo contrario entre sus componentes. Por un lado, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios volvió a descender levemente, manteniéndose en una senda decreciente, como resultado de la apreciación del euro y de la evolución menos dinámica de los precios de las materias primas industriales. Por otro lado, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo aumentó nuevamente, impulsada, en gran medida, por los precios de los alimentos. Aunque los precios industriales de los alimentos siguieron registrando elevados incrementos interanuales (el 8,6% en diciembre, frente al 8,2% de noviembre y al 7,5 % de octubre), existen ciertos indicios de desaceleración a corto plazo, señal de que las presiones latentes sobre los precios industriales de los alimentos observadas desde agosto del 2007 podrían estar disminuyendo. Si se excluyen los precios del tabaco y de los alimentos, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo aumentó ligeramente, hasta el 1,4%, nivel cercano al de las tasas registradas desde el inicio del año. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo no experimentó cambios en diciembre, manteniéndose en el 1,5%, por tercer mes consecutivo.

Gráfico 20 Desagregación de los precios industriales

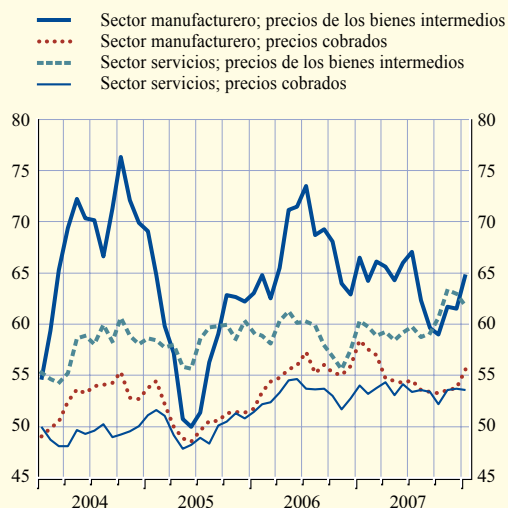
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

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

(índices de difusión; datos mensuales)

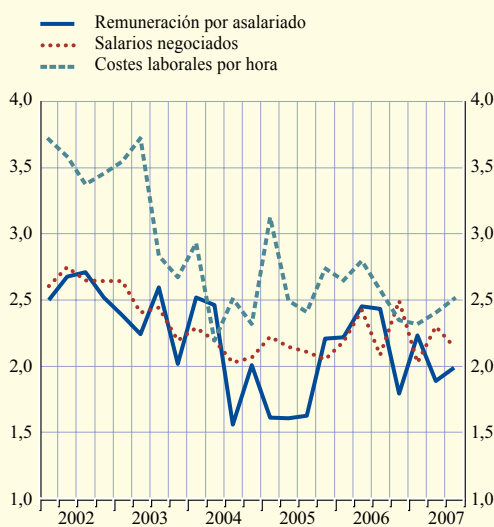


Fuente: NTC Economics.
Nota: Un valor del índice superior a 50 indica un aumento de los precios, mientras que un valor inferior a 50 señala una disminución de los mismos. Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

Los últimos datos sobre fijación de precios procedentes de la encuesta de NTC Economics a los directores de compras confirman la existencia de acentuadas presiones sobre los costes de los bienes intermedios en los sectores de manufacturas y de servicios. Como consecuencia de estas presiones, los correspondientes indicadores se sitúan todavía en niveles altos en términos históricos (véase gráfico 21). En enero del 2008, el indicador de costes de los bienes intermedios en el sector manufacturero se elevó de forma significativa, alcanzando su nivel más alto desde julio del 2007, aumento que los encuestados atribuyeron a la subida de los precios de la energía. El indicador de precios de producción se elevó también, hasta situarse en su nivel más alto en diez meses. El incremento de los precios de venta de los bienes de consumo en el sector manufacturero fue particularmente pronunciado. Por el contrario, en el sector servicios los indicadores de precios de los bienes intermedios y de precios de producción descendieron ligeramente en enero. Sin embargo, el indicador de precios de los bienes intermedios en el sector servicios se mantiene en un nivel elevado. En opinión de los encuestados, ello es reflejo del aumento de los costes de los alimentos, del petróleo y de otros bienes relacionados con la energía, y también de las crecientes presiones salariales. Con todo, el indicador de precios cobrados se sitúa ahora por debajo de la media del 2007, lo que apunta a ciertas limitaciones de la capacidad de las empresas de servicios para trasladar el incremento de estos costes a sus precios de producción.

Gráfico 22 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.
Nota: Los datos de la remuneración por asalariado se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Según los datos disponibles hasta el tercer trimestre del 2007, los indicadores de costes laborales apuntan al mantenimiento de la contención salarial, ligeramente por debajo de las tasas medias de crecimiento registradas en el 2006 (véanse cuadro 6 y gráfico 22). Sin embargo, pese al moderado crecimiento de los salarios, la desaceleración del crecimiento de la productividad del trabajo dio lugar a un aumento del 1,2% del crecimiento de los costes laborales unitarios en el segundo y tercer trimestres del 2007 (en tasa interanual), frente a la media

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

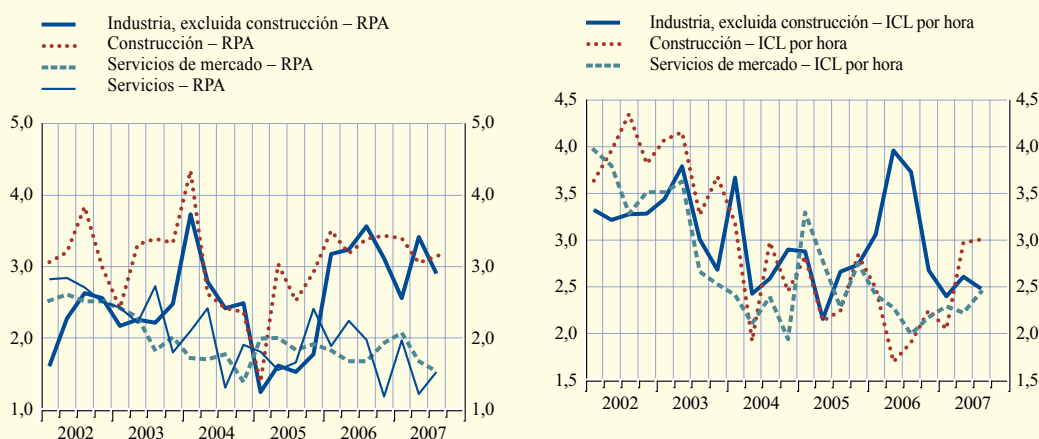
	2005	2006	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III
Salarios negociados	2.1	2.3	2.1	2.5	2.0	2.3	2.1
Costes laborales totales por hora	2.7	2.6	2.6	2.3	2.3	2.4	2.5
Remuneración por asalariado	1.8	2.2	2.4	1.8	2.2	1.9	2.0
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0.7	1.3	1.3	1.6	1.3	0.7	0.7
Costes laborales unitarios	1.0	0.9	1.1	0.2	0.9	1.2	1.2

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de los salarios negociados y de los costes laborales totales por hora no incluyen Chipre y Malta.

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.

del 0,9% observada en el 2006. La información parcial disponible para el último trimestre del 2007 no señala una aceleración del crecimiento de los salarios.

Sin embargo, el moderado crecimiento general de los salarios en la zona del euro oculta una evolución relativamente diferente de los costes laborales entre los distintos sectores (véase gráfico 23). En la industria, excluida la construcción, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora mostró una clara moderación en el 2007, en comparación con el 2006. En la construcción, el crecimiento de los costes laborales por hora se estabilizó en un nivel elevado en el tercer trimestre del 2007, tras experimentar un fuerte aumento en el segundo trimestre. Esta evolución, unida a la moderación de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, está en línea con la desaceleración de la demanda de empleo en el sector de la construcción. En los servicios de mercado, el crecimiento de los costes laborales por hora se elevó ligeramente en el 2007.

De cara al futuro, la información disponible sobre las últimas rondas de negociaciones salariales y sobre las cláusulas de indicación de los salarios apunta a cierta aceleración del crecimiento de los costes laborales en el 2008 en distintos países de la zona del euro. En particular, el sector público puede llegar a contribuir de forma significativa al crecimiento general de los salarios en la zona del euro, dado que, en varios países, este sector llevará a cabo importantes negociaciones salariales en el transcurso del año. En un contexto de tensiones en el mercado de trabajo, la percepción de inflación en los precios de consumo y la preocupación por el poder adquisitivo, junto con el eventual elevado crecimiento de los salarios en el sector público, podrían influir en las demandas salariales en el sector privado. Por último, las medidas orientadas a reducir las cotizaciones sociales, que tuvieron un efecto moderador sobre la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en el 2006 y 2007, se eliminarán gradualmente este año.

3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES DE LA ZONA DEL EURO

Tal y como se explica con más detalle en el recuadro 4, las últimas estimaciones disponibles sobre los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro sugieren que la desaceleración gradual observada desde el segundo semestre del 2005 ha continuado en el 2007. La moderación de la inflación en los precios de la vivienda en la zona del euro ha sido particularmente pronunciada en los países que han registrado aumentos relativamente elevados de los precios de los inmuebles residenciales en los últimos años.

Recuadro 4

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

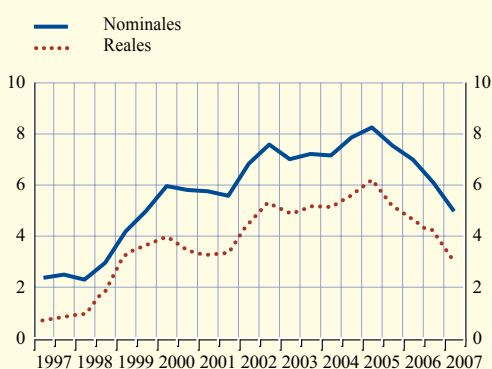
A continuación se presenta un resumen de la evolución reciente de los mercados de inmuebles residenciales de la zona del euro prestando especial atención a las variaciones de los precios en el contexto de las tendencias de la demanda y la oferta de viviendas.

La tasa de crecimiento interanual de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro en su conjunto fue del 5% en el primer semestre del 2007, lo que representa una desaceleración respecto al 6,1% registrado en el segundo semestre del 2006. En general, las estimaciones disponibles sugieren que los precios de la vivienda siguen manteniendo una trayectoria gradual de normalización tras la aceleración observada entre mediados de la década de los noventa y el 2005 (véase gráfico A).

Los datos por países parecen indicar que la moderación de la inflación de los precios de la vivienda en la zona del euro fue especialmente acusada en los países que registraron incrementos de los precios re-

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

(tasas de variación interanual; datos semestrales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.
Notas: La serie real de precios de los inmuebles residenciales se calcula utilizando como deflactor el IAPC de la zona del euro. La serie agregada se calcula a partir de series nacionales que abarcan más del 90% del PIB de la zona correspondiente a todo el período.

Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

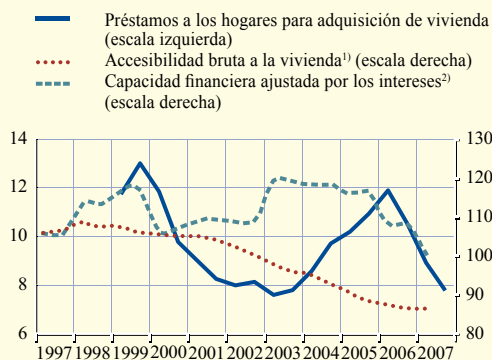
(tasas de variación interanual)

	1997-2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2006		2007	
									S1	S2	S1	S2
Bélgica ¹⁾	6,3	6,2	7,8	7,1	12,0	16,7	11,1	..	12,4	9,9	7,8	..
Alemania ²⁾	-0,5	0,2	-1,3	-1,3	-1,6	-1,6	0,3	..	..	..	..	..
Irlanda ²⁾	21,0	8,1	10,1	15,2	11,4	11,5	12,8	..	13,6	12,1	6,1	..
Grecia ²⁾	10,5	14,4	13,9	5,4	2,3	10,9	12,2	..	13,0	11,4	..	..
España ²⁾	6,2	9,9	15,7	17,6	17,4	13,9	10,4	5,8	11,4	9,5	6,5	5,1
Francia ¹⁾	4,4	7,9	8,3	11,7	15,2	15,3	12,1	..	13,9	10,5	7,5	..
Italia ²⁾	1,5	7,4	13,7	10,6	9,2	9,7	6,7	..	6,4	7,0	6,6	..
Chipre	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Luxemburgo ²⁾	5,2	11,4	10,8	11,5	14,0	11,7	..	..	..	..	..	..
Malta ²⁾	6,2	5,0	8,7	13,3	20,3	9,8	3,5	1,1	5,8	1,4	1,6	0,6
Países Bajos ¹⁾	14,1	11,2	8,4	4,8	4,1	4,7	4,5	..	4,8	4,3	4,5	..
Austria ^{2),3)}	-1,8	2,2	0,2	0,3	-2,2	5,1	4,0	..	4,1	4,0	3,9	..
Portugal ²⁾	5,8	5,4	0,6	1,1	0,6	2,3	2,1	1,3	3,4	0,8	1,2	1,5
Eslovenia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Finlandia ¹⁾	..	-0,5	7,4	6,3	7,3	6,1	7,4	6,0	8,3	6,6	6,4	5,6
Zona del euro	3,9	5,7	7,2	7,1	7,5	7,9	6,5	..	7,0	6,1	5,0	..

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.
Notas: Las ponderaciones se basan en el PIB nominal del 2006. El agregado de la zona del euro correspondiente al primer semestre del 2007 incluye una estimación confidencial para Alemania.
1) Viviendas construidas (casas y pisos); total del país.
2) Total de viviendas (casas y pisos nuevos y construidos); total del país.
3) Hasta el año 2000 los datos corresponden exclusivamente a Viena.

Gráfico B Algunos indicadores de la demanda de vivienda en la zona del euro

(tasas de variación interanual; índice 100 = promedio)



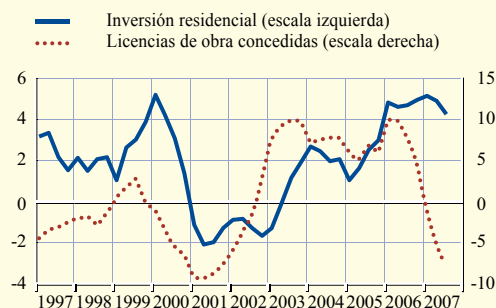
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE

1) Razón entre la renta disponible de los hogares y el índice de precios de los inmuebles residenciales.

2) Razón entre la renta disponible nominal de los hogares y la renta que estos necesitarían destinar a la adquisición de una vivienda en las condiciones vigentes de concesión de préstamos.

Gráfico C Algunos indicadores de la oferta de vivienda en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Medias móviles de cuatro trimestres de las tasas de crecimiento interanual.

lativamente altos en los últimos años, como Bélgica, Irlanda, España, Francia y Malta. Por el contrario, en el caso de Italia, los Países Bajos y Austria, la información disponible sugiere que las subidas de los precios de la vivienda en el 2007 prácticamente no experimentaron variaciones respecto a las registradas en el 2006.

En general, la evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro refleja, sobre todo, una desaceleración de la demanda de vivienda¹. Aunque la renta de los hogares registró un notable crecimiento, el índice «bruto» de accesibilidad de la vivienda —es decir, la razón entre la renta disponible nominal de los hogares y el índice de precios de los inmuebles residenciales— se mantuvo en niveles relativamente bajos, estabilizándose en el primer semestre del 2007, tras reducirse de forma continua desde el 2002 (véase gráfico B). Este descenso refleja la acusada subida de los precios de la vivienda experimentada en los últimos años. Al mismo tiempo, las medidas de la capacidad financiera ajustada por los intereses² sugieren que la accesibilidad de la vivienda se redujo incluso más en el 2007 en comparación con el 2006, como consecuencia, en gran medida, de los incrementos de los tipos de interés, tanto nominales como reales, aplicados por las entidades de crédito a los préstamos para adquisición de vivienda registrados en el 2007. También puede observarse una moderación de la demanda de vivienda en la evolución de los préstamos hipotecarios, cuyas tasas de crecimiento interanual comenzaron a bajar a principios del 2006. Estos indicios de atenuación de la demanda de vivienda coincidieron con una caída en el crecimiento de las licencias de obras concedidas durante el mismo período.

Los indicadores disponibles sobre la demanda y la oferta sugieren que, en el segundo semestre del 2007, podría haberse producido una nueva moderación de los precios de la propiedad inmobiliaria. Por el lado de la demanda, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda volvió a reducirse durante este período para situarse en el 7,1% en diciembre. A juzgar por los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2008, la demanda neta de este tipo de préstamos cayó de forma acusada en el cuarto trimestre del 2007. Al mismo tiempo, parece observarse una moderación en la expansión de la oferta de vivienda tras el sólido crecimiento de los últimos años (véase gráfico C). La evolución

1 Véase un análisis detallado de los indicadores disponibles sobre la demanda y la oferta de vivienda en el artículo titulado «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro» del Boletín Mensual de febrero del 2006.

2 La capacidad financiera ajustada por los intereses se mide como la razón entre la renta disponible nominal de los hogares y la renta que estos necesitarían destinar a la adquisición de una vivienda en las condiciones vigentes de concesión de préstamos. Para más información, véase el artículo mencionado en la nota anterior.

registrada en el 2007 podría haber reflejado también, en parte, el hecho de que algunos planes de inversiones se anticiparan en el 2006 como consecuencia de las medidas fiscales adoptadas en algunos países (como los cambios en las subvenciones a la propiedad de la vivienda y en los tipos legales para la imposición indirecta). Los indicadores a corto plazo, como el índice de construcción de inmuebles elaborado por Eurostat, sugieren que, para el cuarto trimestre del 2007, es de esperar una moderación sostenida del crecimiento de la inversión residencial, como lo corroboran asimismo otros indicadores de la oferta de vivienda, como las licencias de obras, que también parecen indicar que la expansión de la oferta de vivienda podría experimentar una nueva moderación en el 2008.

En general, la información reciente parece estar en consonancia con un enfriamiento del mercado de la vivienda tras un período prolongado de tasas de crecimiento de los precios de los inmuebles inusualmente altas. No obstante, el crecimiento real de los precios de la vivienda (deflactado por el IAPC) sigue siendo, en promedio, relativamente vigoroso en la zona del euro si se contempla desde una perspectiva histórica.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En general, es probable que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantenga bastante por encima del 2% durante un período de tiempo prolongado, ya que se estima que los elevados precios del petróleo y de los alimentos seguirán ejerciendo presiones al alza, que mantendrán la inflación en torno a su nivel actual en los próximos meses. Basándose en los precios actuales de los contratos de futuros de las materias primas en los mercados internacionales, cabe esperar que la inflación interanual medida por el IAPC se modere de forma gradual en el transcurso del 2008.

En la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica, los encuestados revisaron sensiblemente al alza sus expectativas de inflación para el 2008, hasta el 2,5%, aunque no modificaron sus expectativas para el 2009, manteniéndolas en el 2%. Asimismo, revisaron ligeramente al alza sus expectativas de inflación a más largo plazo.

Se ha confirmado que los riesgos para la evolución de los precios a medio plazo apuntan al alza. En este contexto existe en el ámbito interno el riesgo de que se produzcan efectos de segunda vuelta generalizados sobre la fijación de los salarios y de los precios, como consecuencia de las altas tasas de inflación actuales. En particular, dichos riesgos incluyen la posibilidad de un crecimiento de los salarios más dinámico de lo previsto, teniendo en cuenta la elevada utilización de la capacidad productiva y las tensiones en el mercado de trabajo. Por otra parte, la capacidad de fijación de precios de las empresas podría ser mayor de lo esperado, especialmente en los segmentos de mercado con un reducido nivel de competencia. También podrían producirse nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, manteniéndose la fuerte tendencia al alza de los últimos meses, así como incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta ahora.

Recuadro 5

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

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al primer trimestre del 2008 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 16 y el 18 de enero de 2008. En esta encuesta se recogen las expectativas de los 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 y 2009

Los participantes en la EPE revisaron al alza sus expectativas de inflación para el 2008, que sitúan ahora, en promedio, en el 2,5%, es decir, 0,5 puntos porcentuales por encima de los datos de la encuesta anterior (véase cuadro)¹. Estas expectativas reflejan la preocupación de los encuestados por la intensificación de las presiones sobre los costes y los salarios registrada en el 2008. En promedio, la tasa de inflación esperada para el 2009 se mantiene en el 2%. Las expectativas de inflación de la EPE están en línea con las proyecciones macroeconómicas de diciembre del 2007 de los expertos del BCE y son ligeramente superiores a las previsiones de enero del 2008 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro.

1 Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta				
	2008	Dic 2008	2009	Dic 2009	A largo plazo ²⁾
EPE I 2008	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0
EPE anterior (IV 2007)	2,0	-	2,0	-	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	2,0 - 3,0	-	1,2 - 2,4	-	-
Consensus Economics (enero 2008)	2,4	-	1,9	-	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2008)	2,4	-	1,9	-	2,0
Crecimiento del PIB real	2008	III 2008	2009	III 2009	A largo plazo ²⁾
EPE I 2008	1,8	1,7	2,0	2,1	2,1
EPE anterior (IV 2007)	2,1	-	2,2	-	2,2
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	1,5 - 2,5	-	1,6 - 2,6	-	-
Consensus Economics (enero 2008)	1,8	-	2,0	-	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2008)	1,8	-	2,0	-	2,0
Tasa de desempleo ¹⁾	2008	Nov 2008	2009	Nov 2009	A largo plazo ²⁾
EPE I 2008	7,1	6,7	7,0	6,6	6,7
EPE anterior (IV 2007)	6,7	-	6,6	-	6,4
Consensus Economics (enero 2008)	7,2	-	7,1	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2008)	7,1	-	7,1	-	6,8

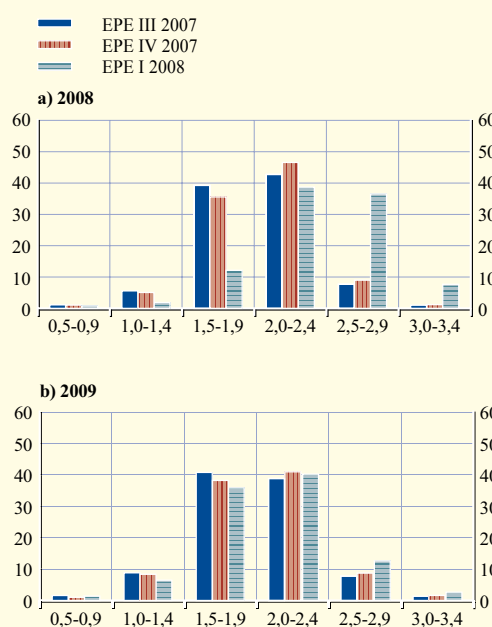
1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a largo plazo se refieren al 2012 en la EPE, al 2011 en el Barómetro de la Zona del Euro y al período 2013-2017 en Consensus Economics. Las previsiones de Consensus Economics para el período 2013-2017 se publicaron en la edición de octubre del 2007 de esa encuesta.

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una distribución de probabilidad a su predicción. Esta distribución facilita información sobre la probabilidad de 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. La distribución de probabilidad relativa a las tasas de inflación esperadas en el 2008 y, en menor medida, en el 2009 se ha desplazado hacia cifras más altas que en la EPE del cuarto trimestre del 2007 (véase gráfico A). Para el 2008, las dos previsiones a las que se atribuye la mayor probabilidad se sitúan en el intervalo 2%-2,4% (con una probabilidad del 40%) y en el intervalo 2,5%-2,9% (con una probabilidad del 37%). Para el 2009, la previsión a la que se asigna la mayor probabilidad se mantiene en el intervalo 2%-2,4% (con una probabilidad del 40%). Al mismo tiempo, la probabilidad de que la inflación se sitúe en el intervalo más bajo, es decir, entre el 1,5% y el 1,9%, se mantiene en el 36%.

Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media en el 2008 y 2009 en las tres últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Corresponde a la agregación de cada distribución de probabilidad individual asignada por los expertos en previsión económica.

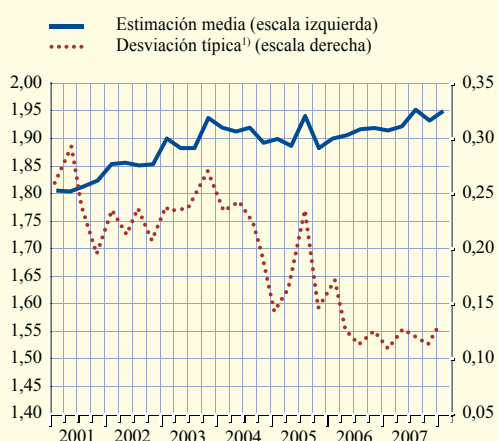
Los participantes en la encuesta consideran que estas expectativas de inflación están sujetas a riesgos alcistas, especialmente en relación con nuevos aumentos de los precios del petróleo y con la aceleración del crecimiento nominal de los salarios. Al mismo tiempo, los encuestados indican que una nueva apreciación del euro y la posibilidad de una contracción mayor de lo previsto de la demanda agregada constituyen riesgos a la baja para las expectativas de inflación.

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

En la última encuesta EPE, las expectativas de inflación a más largo plazo (a cinco años vista) se han revisado ligeramente al alza, desde el 1,93% al 1,95% (desde el 1,9% al 2%, si se redondea a un decimal). Estas expectativas para el 2012 están en línea con las previsiones de inflación a largo plazo del Barómetro de la Zona del Euro para el 2011, publicadas en enero del 2008, y se sitúan ligeramente por encima de las estimaciones de Consensus Economics para un periodo de seis a diez años vista, publicadas en octubre del 2007. La desviación típica de las expectativas de inflación a largo plazo de la EPE ha ido disminuyendo el tiempo y se mantiene estable en niveles reducidos, lo que indica un amplio consenso entre los encuestados respecto a la tasa más probable de inflación a más largo plazo (véase gráfico B).

Gráfico B Expectativas de inflación a largo plazo (estimación - a cinco años vista)

(tasas medias de variación interanual; puntos porcentuales)

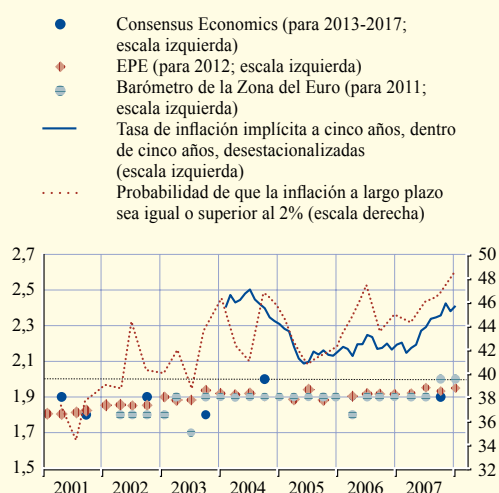


Fuente: BCE.

1) Desviación típica de las estimaciones formuladas por cada uno de los encuestados.

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

(tasas medias de variación interanual; probabilidad en porcentaje)



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

La probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% se elevó ligeramente, hasta el 49%, frente al 48% de la encuesta anterior (véase gráfico C). 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 inflación². El aumento de la probabilidad de que la inflación a cinco años vista se sitúe en un nivel igual o superior al 2% está en línea con la evolución de la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años (véase gráfico C). No obstante, 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).

Expectativas de crecimiento del PIB real

En relación con la encuesta precedente, los participantes en la EPE han revisado a la baja, en 0,3 puntos porcentuales para el 2008 y 0,2 puntos porcentuales para el 2009, sus expectativas de crecimiento del PIB real, que sitúan ahora, en promedio, en el 1,8% para el 2008 y el 2% para el 2009. Estas revisiones a la baja reflejan, básicamente, la preocupación de los encuestados por la desaceleración de la economía estadounidense, que podría tener repercusiones mundiales.

De forma similar, los riesgos a los que están sujetas estas expectativas están fundamentalmente relacionados con el aumento de los precios del petróleo, la continua incertidumbre en torno a la evolu-

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

ción de los mercados financieros y una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales, con posibles efectos sobre el tipo de cambio del euro. Los encuestados señalan como principales causas que podrían mejorar las previsiones, la relajación de la política económica en Estados Unidos y el dinamismo del consumo privado y del empleo en la zona del euro. Las expectativas de crecimiento para el 2008 y 2009 están en línea con las proyecciones macroeconómicas de diciembre del 2007 de los expertos del BCE y con las últimas previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro.

Las expectativas de crecimiento a más largo plazo (es decir, para el 2012) se han revisado también a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, y se sitúan ahora en el 2,1%. En opinión de los participantes en la encuesta, las perspectivas de crecimiento a más largo plazo dependen, principalmente, de las reformas estructurales de los mercados de trabajo y de los sistemas de seguridad social, así como de la situación demográfica y de los flujos migratorios.

Expectativas de desempleo en la zona del euro

Las expectativas referidas a la tasa de desempleo para el 2008 y 2009 se sitúan actualmente en el 7,1% y el 7%, respectivamente. Estas expectativas suponen una revisión al alza de 0,4 puntos porcentuales tanto para el 2008 como para el 2009 y podrían atribuirse, en gran medida, a la revisión al alza de los datos de las series de desempleo que se llevó a cabo después de concluirse la encuesta anterior. En opinión de algunos de los encuestados, aunque la tasa de desempleo ha caído de forma significativa en la zona del euro en los últimos años debido a las reformas de los mercados de trabajo, la movilidad laboral y el reducido poder de negociación de los sindicatos, se espera que, de producirse algún descenso de la tasa de paro, éste sea moderado. Asimismo, los participantes en la encuesta consideran que, como consecuencia de la evolución y de los cambios estructurales del mercado de trabajo de la zona del euro, es difícil distinguir entre variaciones transitorias y variaciones permanentes de la tasa de desempleo. Las expectativas de la EPE relativas a la tasa de desempleo se sitúan ligeramente por debajo de las previsiones de Consensus Economics para el 2008 y 2009 y de las del Barómetro de la Zona del Euro para el 2009.

Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo se han revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales y se sitúan en el 6,7% para el 2012. Se considera que existe algún riesgo en estas previsiones. Los encuestados siguen indicando que el descenso de la tasa de paro en un horizonte temporal más dilatado depende, en gran medida, de que se realicen reformas adicionales y más profundas de los mercados de trabajo.

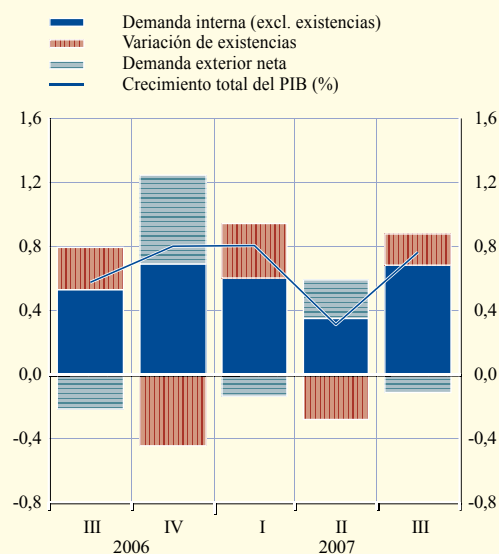
4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

De acuerdo con la última estimación publicada, el crecimiento del PIB real de la zona del euro fue del 0,8% en el tercer trimestre del 2007, 0,1 puntos porcentuales por encima de la estimación anterior. La información más reciente apunta a una moderación del ritmo de expansión de la actividad económica en torno al final del año. No obstante, aunque los indicadores basados en datos procedentes de encuestas han registrado un descenso en los últimos meses, en general continúan apuntando a un crecimiento sostenido. Esta valoración es acorde, en líneas generales, con las previsiones de fuentes de los sectores público y privado. Los fundamentos económicos de la zona del euro continúan siendo sólidos y la economía de la zona no presenta desequilibrios importantes. La rentabilidad se ha mantenido y las tasas de paro han disminuido hasta niveles no registrados en los últimos veinticinco años. La incertidumbre acerca de las expectativas de crecimiento económico es inusualmente elevada y se ha confirmado que los riesgos en torno a las perspectivas de la actividad económica apuntan a la baja. Estos riesgos están relacionados, principalmente, con la posibilidad de un impacto más generalizado de lo actualmente esperado de los acontecimientos en los mercados financieros sobre las condiciones de financiación y el clima económico, que podría afectar negativamente al crecimiento mundial y de la zona del euro. Otros riesgos a la baja se asocian a la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas, así como a la preocupación por las presiones proteccionistas y por una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

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.
Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

De acuerdo con la segunda estimación de Eurostat de datos de las cuentas nacionales, el crecimiento del PIB real en el tercer trimestre del 2007 fue del 0,8%, 0,1 puntos porcentuales por encima de la estimación anterior (véase gráfico 24). Este aumento es principalmente atribuible a la mayor contribución de la demanda interna, con 0,6 puntos porcentuales, como consecuencia de un crecimiento de la inversión superior al estimado previamente. La estimación del crecimiento del consumo privado no se modificó y fue del 0,5%, confirmando las indicaciones positivas observadas en el trimestre precedente. La reducida contribución negativa de la demanda exterior neta y la aportación positiva de las existencias tampoco registraron variaciones con respecto a la estimación anterior.

Según la primera estimación del desglose de la inversión total para el tercer trimestre del 2007, que se publicó junto con la estimación de Eurostat, el crecimiento de la inversión, excluida la construcción, registró una ligera aceleración en el tercer trimestre y alcanzó el 1,4%, frente al 0,9% del segundo trimestre. En el tercer trimestre, el crecimiento de la inversión en construcción repuntó hasta el 1%, tras el descenso del 1% observado en el trimestre precedente. En general, estas cifras

confirman la valoración presentada en ediciones anteriores del Boletín Mensual sobre la fortaleza del avance de la inversión y los factores específicos relacionados con las condiciones meteorológicas que afectaron a la construcción en el segundo trimestre del 2007.

En resumen, la estimación más reciente de datos de las cuentas nacionales confirma que el crecimiento económico de la zona del euro continuó siendo dinámico en los tres primeros trimestres del 2007 aunque, en promedio, fue algo más reducido que en el 2006.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

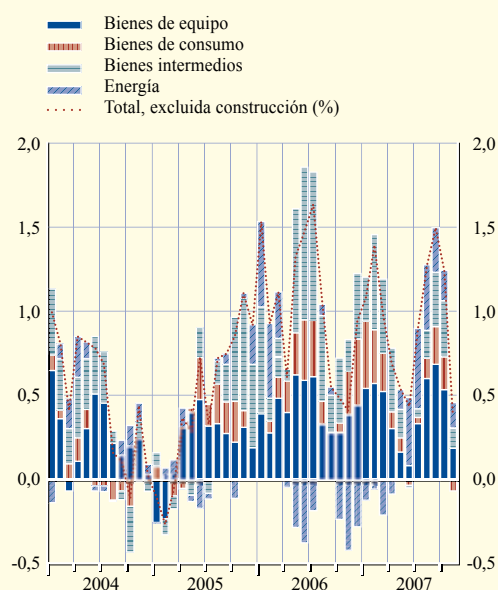
De acuerdo con la segunda estimación de datos de las cuentas nacionales, la contribución de los distintos sectores al crecimiento del valor añadido en el tercer trimestre del 2007 prácticamente no se modificó. Las contribuciones de la industria y de los servicios —de 0,3 puntos porcentuales y 0,5 puntos porcentuales, respectivamente— al valor añadido total de la zona del euro resultaron confirmadas.

La información más reciente de que se dispone sugiere que la contribución de la industria al crecimiento del PIB real de la zona del euro en el cuarto trimestre del 2007 fue muy inferior a la del tercero. En noviembre, la producción industrial (excluida la construcción) registró un descenso del 0,3%, en términos intermensuales, tras el incremento del 0,6% del mes anterior (véase gráfico 25). Si se consideran las cifras con más detalle, se observa una contracción en las principales ramas de actividad, excepto en la energía, en noviembre. El nivel medio de producción durante los dos primeros meses del cuarto trimestre fue sólo ligeramente superior al del tercer trimestre, confirmando con ello las señales tempranas procedentes de datos de encuestas. Al mismo tiempo, un aspecto más positivo fue la evolución de los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado), que registraron un nuevo aumento en noviembre, del 0,8%, en términos intermensuales, tras un incremento del 1,3% el mes anterior. Su nivel medio en los dos primeros meses del cuarto trimestre fue un 1% superior al del tercer trimestre, mientras que el promedio de nuevos pedidos interiores se incrementó un 1,7%. Dado que, en cierto modo, los nuevos pedidos industriales constituyen un avance de la producción¹, esto sugiere que es probable que, en el futuro, la contribución de la demanda interna a la producción industrial sea mayor que la de la demanda exterior.

En la construcción, la producción se redujo un 0,9%, en términos intermensuales, en noviembre, invirtiendo con ello el aumento del 0,7% registrado en octubre. La última estimación confirma la valoración de que el incremento de octubre fue transitorio y que posiblemente se debió a unos niveles de precipitaciones inferiores a la media en España y Portugal. En promedio, la producción en la construcción en los dos primeros meses del cuarto trimestre sólo fue ligeramente superior a la del trimestre precedente.

Gráfico 25 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



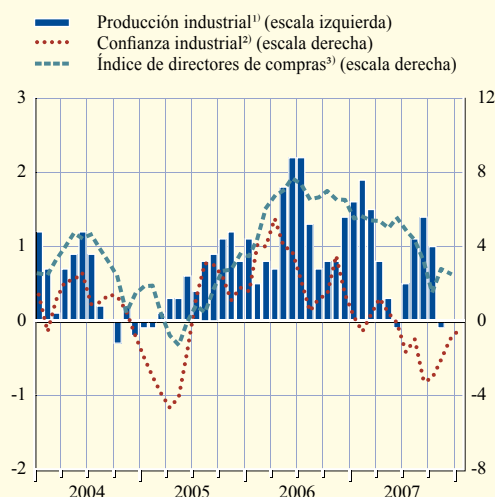
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores. Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

¹ Véase el recuadro 7, titulado «Nuevos pedidos en las industrias manufactureras de la zona del euro», en el Boletín Mensual de diciembre del 2003.

Gráfico 26 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



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

Nota: Los datos de la producción industrial se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

1) Tasas de variación intertrimestral.

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

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

más, la proporción de participantes que mencionaron restricciones de financiación como factor limitador de la producción de manufacturas no aumentó en enero.

En general, pese a los elevados niveles de utilización de la capacidad productiva y a la escasez de mano de obra, los datos procedentes de encuestas para la industria y los servicios indican que la moderación de la actividad económica registrada en el cuarto trimestre del 2007 puede haber continuado a principios del 2008.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los indicadores disponibles del gasto de los hogares sugieren que el crecimiento del consumo fue algo más moderado en el cuarto trimestre del 2007, tras una expansión del 0,5% en el tercer trimestre.

En diciembre, las ventas del comercio al por menor de la zona del euro se redujeron un 0,1%, en términos intermensuales, tras una caída del 0,7% en noviembre, y disminuyeron un 1%, en términos intertrimestrales, en el cuarto trimestre en su conjunto (véase gráfico 27). Las matriculaciones de automóviles registraron un acusado incremento en diciembre, del 8,2%, en términos intermensuales, principalmente como consecuencia de la influencia de un factor de carácter transitorio en Francia, donde la introducción de un impuesto sobre las emisiones en el 2008 propició que los consumidores realizaran sus adquisiciones en el 2007, antes de lo previsto. No obstante, es posible que la contribución neta de estos dos componentes al crecimiento del consumo privado en el cuarto trimestre del 2007 haya sido negativa. La información disponible a principios del 2008 indica que es poco probable que la tasa de crecimiento del consumo privado aumente en el primer trimestre del año. El indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea, que señala la percepción de este sector, experimentó un descenso en enero. La confianza de los consumidores de la zona del euro también retrocedió ese

En general, la información más reciente confirma que el crecimiento de la producción industrial del cuarto trimestre fue muy inferior al del tercero.

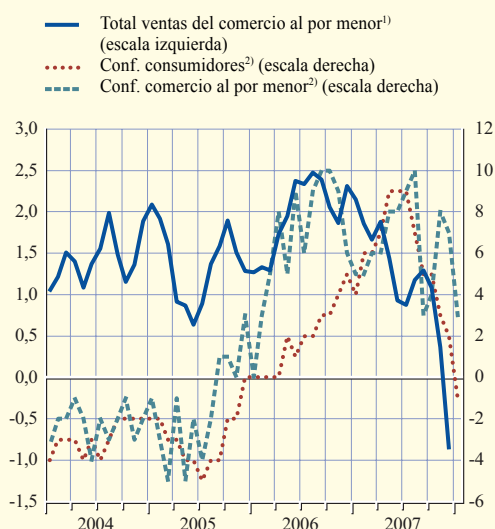
DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVAS A LA INDUSTRIA Y LOS SERVICIOS

Los datos de las encuestas de opinión indican que la ralentización del crecimiento continuó a principios del primer trimestre del 2008. En general, tanto el índice de directores de compras como los indicadores de la Comisión Europea registraron un descenso en enero, en particular en los servicios. La caída observada en las manufacturas fue bastante limitada, y únicamente se señaló en la encuesta de la Comisión (véase gráfico 26). En cuanto a los servicios, tanto el indicador de la Comisión como el índice de directores de compras se sitúan actualmente por debajo de su media histórica, aunque a principios del primer trimestre del 2008 permanecían en niveles acordes con un crecimiento positivo.

En enero, la Comisión Europea publicó los resultados de su cuestionario trimestral sobre la utilización de la capacidad productiva. Según estos resultados, la utilización de la capacidad productiva en las manufacturas descendió sólo ligeramente en enero, hasta el 83,9%, mientras que la escasez de mano de obra permanece en niveles elevados en este sector. Ade-

Gráfico 27 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



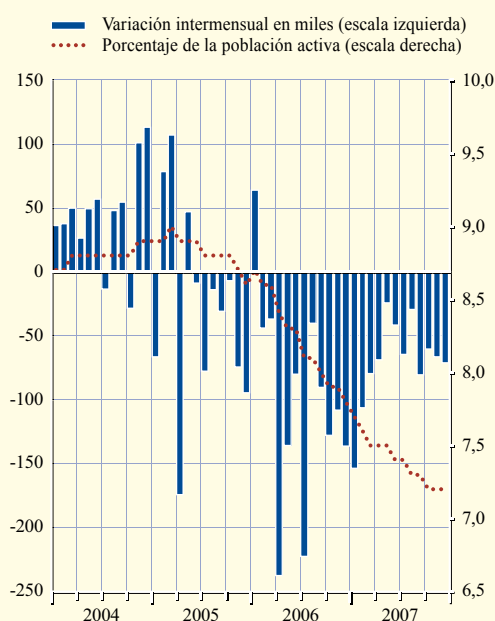
Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.
Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

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. Para la confianza de los consumidores, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores, debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa.

Gráfico 28 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

mes, principalmente como consecuencia de su valoración menos favorable de la situación económica general. Este indicador se sitúa ahora ligeramente por debajo de su media histórica, tras haber caído continuamente desde el máximo observado en mayo del 2007. No obstante, las condiciones en el mercado de trabajo son favorables, lo que implica que las perspectivas del consumo privado en el 2008 siguen siendo, en general, positivas.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

El mercado de trabajo de la zona del euro ha experimentado una clara mejora en los últimos años y, aunque se ha observado cierta moderación, los datos más recientes han confirmado la continuación de esta tendencia favorable.

DESEMPLEO

En diciembre del 2007, la tasa de paro de la zona del euro se mantuvo invariable, en el 7,2% (véase gráfico 28). La disminución media mensual del número de parados en la zona en el cuarto trimestre fue de casi 70.000 personas, ligeramente superior a la reducción media mensual observada en los dos trimestres precedentes. La tasa de paro descendió considerablemente, 0,6 puntos porcentuales, en el periodo de doce meses transcurrido hasta diciembre. En promedio, la tasa de desempleo fue del 7,4% en el 2007, en comparación con el 8,2% del 2006.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2005	2006	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III
Total de la economía	0,9	1,5	0,2	0,4	0,6	0,6	0,3
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,0	-1,2	-1,3	-0,8	0,8	-1,0	-1,3
Industria	-0,2	0,6	0,3	0,4	0,6	0,4	0,1
Excluida la construcción	-1,3	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Construcción	2,5	2,7	0,9	1,5	1,8	1,2	0,1
Servicios	1,4	2,0	0,3	0,4	0,6	0,7	0,5
Comercio y transporte	0,7	1,5	0,0	0,2	0,7	0,9	0,7
Finanzas y empresas	2,4	3,6	1,0	1,0	1,4	1,0	0,7
Administración pública ¹⁾	1,4	1,7	0,1	0,4	0,2	0,5	0,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

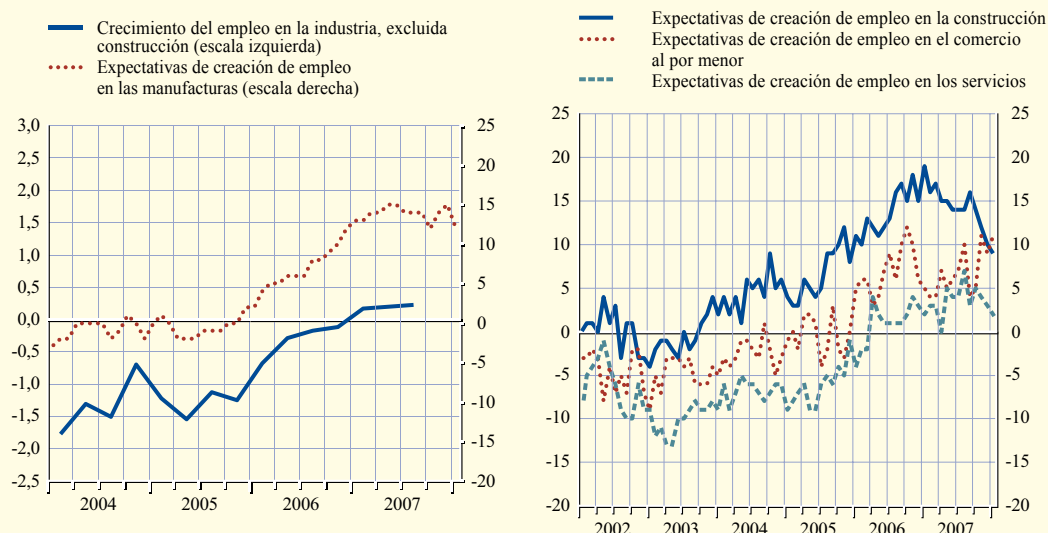
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

EMPLEO

De acuerdo con la segunda estimación de Eurostat, la tasa de crecimiento del empleo en la zona del euro fue del 0,3%, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre del 2007, tras un aumento del 0,6% en los dos trimestres anteriores (véase cuadro 7). El detalle por sectores de que se dispone ahora muestra que la moderación del crecimiento del empleo en el tercer trimestre tuvo su origen en la evolución de la construcción y, en menor medida, de los servicios. En este último sector, la moderación de la expansión del empleo fue prácticamente generalizada en los diversos subsectores (comercio y transporte, servicios financieros y empresariales, y Administración pública). En comparación con el trimestre precedente, el crecimiento del empleo en la industria, excluida la construcción, se mantuvo invariable en el tercer trimestre del 2007, registrando una tasa reducida aunque positiva.

Gráfico 29 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

La positiva evolución del mercado de trabajo de la zona del euro en los últimos años parece haber continuado a principios del primer trimestre del 2008, según datos de encuestas de opinión disponibles para enero (véase gráfico 29). De acuerdo con la encuesta a los directores de compras de NTC Economics, el empleo continuó creciendo en enero en la industria y en los servicios, y las encuestas de opinión de la Comisión Europea acerca de las expectativas de empleo arrojan unos resultados similares. En general, hasta ahora, las condiciones del mercado de trabajo no se han visto afectadas por el reciente incremento de la incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento económico.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La información más reciente sobre la actividad económica confirma la valoración realizada en ediciones anteriores del Boletín Mensual de que es probable que el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se haya moderado en torno al final del año. El crecimiento en la industria fue especialmente acusado en el tercer trimestre del 2007, pero en el cuarto se ralentizó. Los indicadores de confianza de las encuestas de opinión han registrado un descenso en los últimos meses, aunque en general permanecen en niveles que apuntan a un crecimiento sostenido. Esta valoración es acorde, en líneas generales, con las previsiones disponibles de fuentes de los sectores público y privado. Los fundamentos económicos de la zona del euro siguen siendo sólidos y la economía de la zona no presenta desequilibrios importantes. La rentabilidad se ha mantenido y las tasas de paro han disminuido hasta niveles no registrados en los últimos veinticinco años. Por consiguiente, el crecimiento del consumo debería continuar contribuyendo a la expansión económica, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, y el crecimiento de la inversión debería seguir respaldando dicha expansión.

Con todo, la incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento económico es inusualmente elevada, y se ha confirmado que los riesgos para las perspectivas relativas a la actividad económica apuntan a la baja. Estos riesgos están relacionados fundamentalmente con la posibilidad de un impacto más generalizado de lo actualmente esperado de los acontecimientos en los mercados financieros sobre las condiciones de financiación y el clima económico, que podría afectar negativamente al crecimiento mundial y de la zona del euro. Otros riesgos a la baja se asocian a la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas, así como a la preocupación por las presiones proteccionistas y por una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

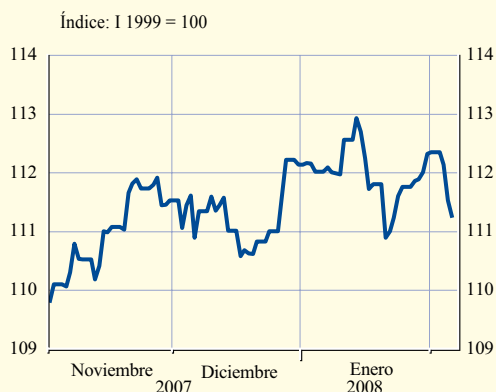
5 EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y DE LA BALANZA DE PAGOS

5.1 TIPOS DE CAMBIO

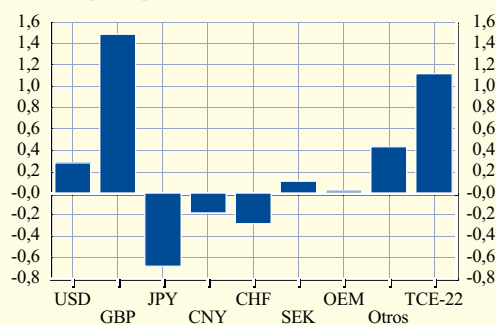
En enero y en los primeros días de febrero el euro registró una ligera depreciación en términos efectivos nominales en un entorno de creciente volatilidad. Esta evolución reflejó en gran medida movimientos compensatorios de los tipos de cambio bilaterales frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro.

Gráfico 30 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 31 de octubre de 2007 al 6 de febrero de 2008
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

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

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

La moneda única cotizó principalmente dentro de intervalos muy estrechos en diciembre del 2007 y enero del 2008, aunque en un contexto de creciente volatilidad. La estabilidad general experimentada en estos dos meses siguió a un notable fortalecimiento del euro en noviembre, posiblemente como consecuencia de una renovada inquietud respecto a los mercados de crédito mundiales, que llevo a los participantes en los mercados a esperar que se ampliara el diferencial entre los tipos de interés oficiales de Estados Unidos y los de la zona del euro. El 6 de febrero 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 1,1% por encima del nivel registrado a finales de octubre y un 3,3% por encima de la media del 2007 (véase gráfico 30).

Desde una perspectiva de más largo plazo, en enero del 2008, el tipo de cambio efectivo real del euro, deflactado por el PIB y calculado frente a las monedas de un grupo de socios comerciales importantes, se situaba un 3,9% por encima de la media del 2007.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

La moneda única se mantuvo, en general, estable frente al dólar estadounidense en diciembre y enero en un contexto de mayor volatilidad. Por el contrario, se apreció ligeramente, más del 2%, frente al dólar en noviembre, como consecuencia, en parte, del impacto que tuvieron en los mercados los datos macroeconómicos menos favorables sobre la economía estadounidense, la renovada preocupación por la evolución de los créditos y las consiguientes expectativas de los participantes en los mercados respecto a nuevas bajadas de

los tipos de interés oficiales en Estados Unidos en el primer semestre del 2008. Las fluctuaciones que registró el tipo de cambio del euro frente al dólar en diciembre podrían haber tenido relación

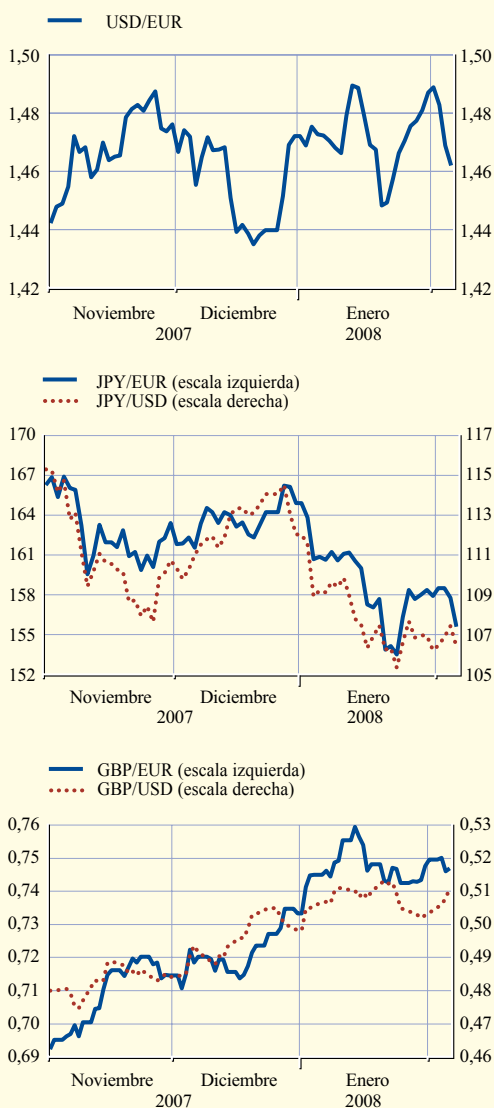
con una reversión transitoria del nivel de aversión mundial al riesgo, como resultado de las medidas adoptadas por los principales bancos centrales para hacer frente a los problemas de liquidez de los mercados monetarios. Esta reversión se compensó posteriormente con los nuevos indicios de debilidad observados en los mercados de trabajo y de la vivienda y en el sector manufacturero de Estados Unidos. En enero, se produjeron nuevas oscilaciones del tipo de cambio entre el euro y el dólar tras la intensificación de la inquietud en los mercados de crédito mundiales y las notables reducciones de los tipos de interés oficiales anunciadas por la Reserva Federal. El 6 de febrero, el euro cotizaba a 1,46 dólares, es decir, un 1,2% por encima del nivel observado a finales de octubre y un 6,7% por encima de la media del 2007 (véase gráfico 31).

YEN JAPONÉS/EURO

El yen japonés se apreció de forma acusada en enero del 2008, al parecer como consecuencia de la corrección de las posiciones de *carry trade*, en la medida en que el aumento de la volatilidad implícita del tipo de cambio bilateral entre el euro y el yen hasta valores próximos a los máximos históricos redujo el atractivo de ese tipo de actividad. En los últimos meses, en el comportamiento del tipo de cambio del euro frente al yen japonés han influido las grandes fluctuaciones de la volatilidad de los precios financieros y de los tipos de cambio, asociadas, a su vez, a la evolución de los mercados de crédito mundiales. Al influir en la rentabilidad de las actividades de *carry trade*, esos cambios en la percepción del riesgo financieros dieron lugar a modificaciones en el conjunto de monedas utilizadas para financiar esas actividades. Tras un repunte transitorio del yen en torno a mediados de octubre, cuando resurgieron las preocupaciones respecto a los riesgos relacionados con el crédito, se produjo una apreciación más significativa del yen frente a la moneda única en noviembre, en un contexto de creciente volatilidad en el mercado de divisas. En diciembre, la moneda japonesa volvió a depreciarse, posiblemente como consecuencia de un entorno menos averso al riesgo y de una revisión a la baja de las perspectivas económicas de Japón. El 6 de febrero de 2008, el euro cotizaba a 155,58 yenes, un 6,6% por debajo del nivel observado a finales de octubre del 2007 y un 3,5% por debajo de la media del 2007 (véase gráfico 31).

Gráfico 31 Evolución de los tipos de cambio

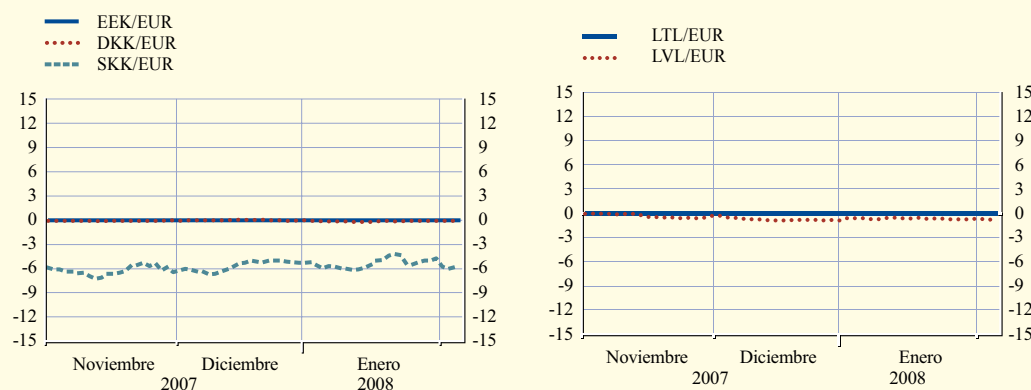
(datos diarios)



Fuente: BCE.

Gráfico 32 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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



Fuentes: BCE.

Nota: Una desviación positiva (negativa) de la paridad central frente al euro implica que la moneda se sitúa en la parte débil (fuerte) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es $\pm 1\%$.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Desde finales de octubre del 2007, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 32). La corona eslovaca que, tras su revaluación en marzo había seguido cotizando en la zona fuerte de su nueva paridad central, se mantuvo prácticamente estable entre finales de octubre del 2007 y principios de febrero del 2008. El 6 de febrero su desviación respecto a la paridad central en el MTC II era de un 6%, aproximadamente. El lats letón se apreció algo menos de un 1% frente al euro en el mismo período de tres meses y, el 6 de febrero de 2008, se situaba en torno a un 1% por encima de la paridad central de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, entre finales de octubre del 2007 y el 6 de febrero del 2008, el euro se apreció en torno a un 7% frente a la libra esterlina. La apreciación del euro se intensificó en noviembre y diciembre al aumentar las expectativas de los mercados respecto a la posibilidad de que se produjeran nuevos recortes de los tipos de interés en el Reino Unido, pero se moderó ligeramente en enero. Durante el mismo período, el euro se apreció alrededor de un 10% frente al leu rumano y se depreció un 5% frente a la corona checa y un 1%, aproximadamente, frente al zloty polaco.

OTRA MONEDAS

Desde finales de octubre del 2007 el euro se ha depreciado un 4,2% frente al franco suizo y se ha apreciado casi un 7% frente al dólar canadiense, un 4,2% frente al dólar australiano y un 3,4% frente a la corona noruega. Al mismo tiempo, se apreció frente a algunas de las monedas de los principales socios comerciales asiáticos, especialmente frente al won coreano (6%). El euro se depreció alrededor de un 2,5% frente al renminbi chino, cuya tasa de apreciación frente al dólar estadounidense comenzó a aumentar hacia mediados de diciembre del 2007.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses período que finalizó en				Acumulado de 12 meses período que finalizó en	
	2007 Oct	2007 Nov	2007 Feb	2007 May	2007 Ago	2007 Nov	2006 Nov	2007 Nov
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	3,1	0,7	1,8	1,1	4,2	1,5	-21,3	25,6
Bienes	8,5	4,8	3,6	6,0	6,3	6,0	19,3	65,4
Exportaciones	129,2	128,8	122,3	123,0	127,2	128,9	1.376,8	1.504,4
Importaciones	120,7	124,0	118,8	117,0	121,0	122,9	1.357,5	1.439,0
Servicios	2,7	3,2	3,6	3,7	3,7	3,5	33,9	43,5
Exportaciones	38,8	38,9	37,4	38,5	39,0	39,1	424,3	462,0
Importaciones	36,0	35,7	33,8	34,8	35,4	35,5	390,4	418,5
Rentas	2,3	0,2	0,0	-2,0	0,4	0,4	6,2	-3,4
Transferencias corrientes	-10,4	-7,5	-5,5	-6,6	-6,2	-8,4	-80,7	-80,0
Cuenta financiera¹⁾	-80,6	-11,7	3,9	-0,8	30,2	-35,4	123,4	-6,3
Total inversiones directas y de cartera netas	-34,9	21,2	16,1	12,1	21,0	-0,7	120,4	145,3
Inversiones directas netas	21,3	11,0	-13,9	-10,8	-10,8	-1,7	-130,2	-111,5
Inversiones de cartera netas	-56,1	10,2	30,0	22,8	31,8	1,0	250,6	256,8
Acciones y participaciones	-7,0	-15,1	25,3	9,1	29,4	-0,4	162,2	190,2
Valores distintos de acciones	-49,1	25,3	4,7	13,7	2,4	1,4	88,4	66,6
Bonos y obligaciones	-11,8	28,1	17,2	11,4	2,5	8,5	132,5	118,9
Instrumentos del mercado monetario	-37,4	-2,7	-12,5	2,3	-0,2	-7,1	-44,2	-52,3
<i>variaciones porcentuales sobre el periodo anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-0,1	-0,2	1,7	1,1	2,9	1,0	12,4	9,2
Importaciones	-1,3	1,9	2,0	-0,5	3,0	1,3	15,3	6,3
Bienes								
Exportaciones	0,5	-0,3	0,9	0,6	3,4	1,3	14,1	9,3
Importaciones	-2,6	2,8	2,4	-1,5	3,4	1,6	17,8	6,0
Servicios								
Exportaciones	-2,0	0,3	4,3	2,8	1,4	0,1	7,4	8,9
Importaciones	3,3	-0,9	0,7	3,0	1,6	0,5	7,3	7,2

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

5.2 BALANZA DE PAGOS

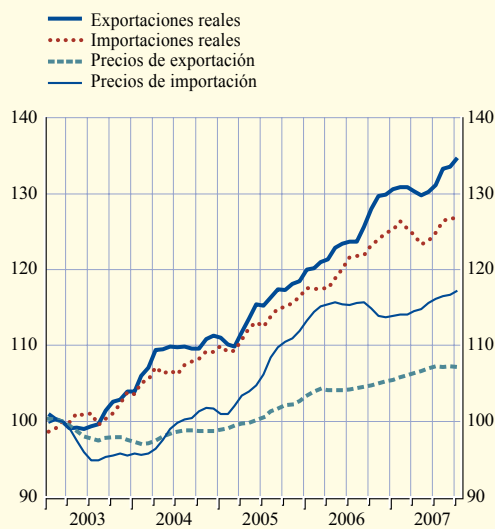
La balanza por cuenta corriente de la zona del euro, acumulada de doce meses, registró un superávit de alrededor del 0,3% del PIB en noviembre del 2007, en comparación con un déficit de similar magnitud un año antes; este cambio de signo refleja, en gran parte, un incremento del superávit de la balanza de bienes. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera siguió registrando fuertes entradas en el período de doce meses transcurrido hasta noviembre del 2007, como consecuencia de las notables entradas netas de inversiones de cartera.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En noviembre del 2007, las exportaciones y las importaciones nominales de bienes y servicios crecieron un 1% y un 1,3% respectivamente (en términos de medias móviles de tres meses desestacionalizadas), en comparación con unas tasas de crecimiento correspondientes del 2,9% y del 3% en el período de tres meses transcurrido hasta agosto. La moderación de la tasa de crecimiento, tanto de las exportaciones como de las importaciones, refleja, sobre todo, la evolución del comercio de bienes (véase cuadro 8).

Gráfico 33 Desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios

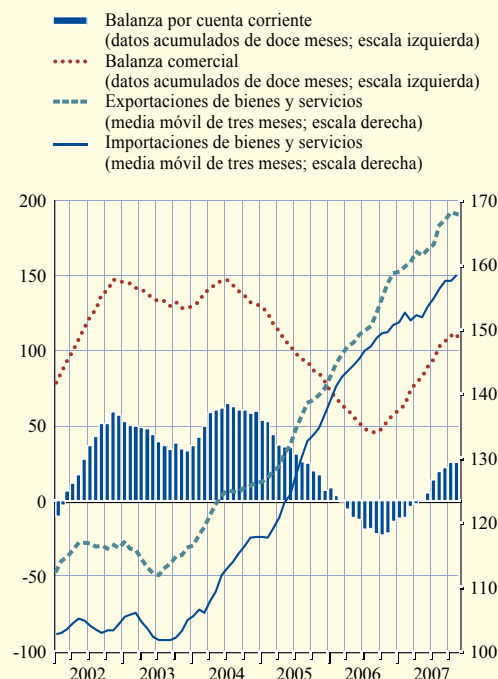
(Índice 1 2003 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
1) Las observaciones más recientes corresponden a octubre del 2007.

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios hasta octubre del 2007 sugiere que el incremento de las exportaciones en términos reales fue el principal factor determinante del crecimiento de las exportaciones nominales de la zona del euro, ya que los precios de exportación se redujeron ligeramente (véase gráfico 33). Por lo que respecta a las importaciones de bienes, los precios de importación siguieron aumentando en los tres meses transcurridos hasta octubre, debido, fundamentalmente a las fuertes subidas de los precios del petróleo. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de las importaciones reales experimentó una moderación, que podría guardar relación con el hecho de que la tasa de crecimiento de la producción industrial de la zona del euro fue ligeramente inferior durante el mismo período.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta noviembre registró un superávit de 25,6 mm de euros (alrededor del 0,3% del PIB de la zona del euro), frente al déficit de 21,3 mm de euros contabilizado un año antes (véase gráfico 34). Este cambio de signo tuvo su origen, fundamentalmente, en la evolución del superávit de la balanza de bienes que —en cifras acumuladas de doce meses— aumentó 46,1 mm de euros en comparación con el mismo período del año anterior. Por el contrario, la balanza de servicios registró un incremento más moderado, mientras que la balanza de rentas contabilizó un pequeño déficit (3,4 mm de euros) frente al superávit observado un año antes. La balanza de transferencias corrientes prácticamente no experimentó variaciones, registrando un déficit de 80 mm de euros.

CUENTA FINANCIERA

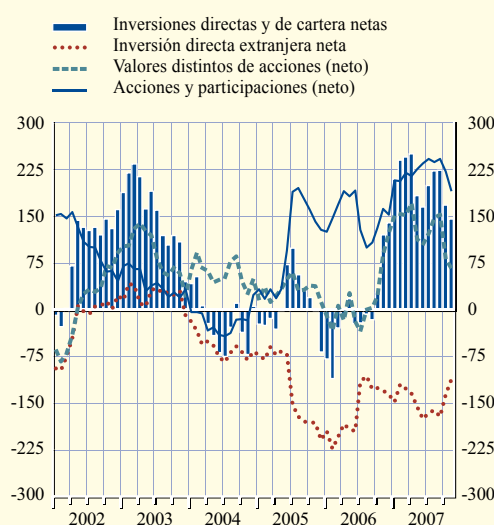
En el período de tres meses transcurrido hasta noviembre del 2007, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, salidas netas mensuales por importe de 0,7 mm de euros, a diferencia de las entradas netas de 21 mm de euros contabilizadas, en promedio, en el período transcurrido hasta agosto (cuadro 8). La variación observada en el agregado es atribuible, en su mayoría, a un cambio de signo de las transacciones de acciones y participaciones que, tras registrar unas entradas netas relativamente grandes, prácticamente se equilibraron.

Los datos correspondientes a noviembre sugieren que tanto los residentes en la zona del euro como los extranjeros siguieron mostrando interés en las inversiones de cartera en el exterior en forma de bonos a largo plazo. Sin embargo, tras las turbulencias que afectaron a los mercados de crédito a partir de agosto del 2007, los datos indican que la inversión neta extranjera en valores de renta variable de la zona del euro se mantiene por debajo de los niveles observados antes de las turbulencias.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas acumuladas por importe de 145,3 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta noviembre del 2007, frente a las entradas netas de 120,4 mm de euros contabilizadas un año antes (véase gráfico 35). El aumento de las entradas refleja un descenso de las salidas netas de inversiones directas de 18,7 mm de euros y un incremento de las entradas netas de inversiones de cartera de 6,2 mm de euros. La causa de este aumento de las entradas netas de inversiones de cartera es un cambio en la composición de los flujos netos de cartera que dio lugar a un incremento de los flujos netos de inversiones en acciones y participaciones de 28 mm de euros, mientras que las entradas netas de valores distintos de acciones se redujeron en 21,8 mm de euros.

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

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



Fuente: BCE.

EL ANÁLISIS DEL MERCADO MONETARIO DE LA ZONA DEL EURO DESDE LA PERSPECTIVA DE LA POLÍTICA MONETARIA



El BCE tiene gran interés en contribuir a la eficiencia y al correcto funcionamiento del mercado monetario de la zona del euro. El mercado monetario es el primer afectado en la transmisión de la política monetaria desde la decisión del Consejo de Gobierno en relación con los tipos de interés oficiales del BCE hasta los rendimientos y los tipos de interés en un conjunto más amplio de mercados financieros de mayor relevancia para las decisiones de inversión y de ahorro del sector privado, para la evolución monetaria y, en última instancia, para las perspectivas de estabilidad de precios. A través de su capacidad para controlar los tipos de interés a más corto plazo de mercado de forma que permanezcan próximos al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, así como de la comunicación de su estrategia y sus intenciones en materia de política monetaria de manera clara y transparente, el BCE puede influir en los tipos de interés a más largo plazo del mercado monetario. Al mismo tiempo, el BCE reconoce que la evolución de los tipos de interés a más largo plazo obedece a factores de mercado y, por tanto, que este segmento está fuera de su control directo. Esto es especialmente evidente en períodos específicos de tensiones en los mercados financieros en los que las modificaciones de las primas de riesgo y de liquidez pueden afectar a los tipos de interés a largo plazo del mercado monetario y, por consiguiente, interferir en la transmisión de la política monetaria. En consecuencia, es fundamental que el BCE analice la evolución de este mercado, con el fin de valorar sus implicaciones para la correcta determinación de la orientación de la política monetaria y decidir si es necesario intervenir para contribuir al correcto funcionamiento del mercado monetario de la zona del euro.

I INTRODUCCIÓN

El mercado monetario de la zona del euro es el mercado en el que las entidades de crédito, los fondos de inversión y otros intermediarios financieros captan financiación a corto plazo (véase, en el recuadro 1, una descripción de las principales características de este mercado). Las entidades de crédito son particularmente activas en este mercado (que incluye los mercados de derivados asociados), como consecuencia de su demanda de financiación, su deseo de cubrir posiciones a corto plazo y su necesidad de obtener liquidez del banco central, con el fin de cumplir las exigencias de reservas.

El mercado monetario es importante para la política monetaria por diversos motivos. Para el BCE, el control de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario representa el primer paso en el proceso de transmisión de la política monetaria desde la decisión del Consejo de Gobierno relativa a los tipos de interés oficiales del BCE¹ hasta los rendimientos y los tipos en un conjunto más amplio de mercados financieros de mayor relevancia para las decisiones de inversión y de ahorro del sector privado, para la evolución monetaria y, en última instancia, para las perspectivas de estabilidad de precios. A través de su capacidad para controlar

los tipos de interés a más corto plazo de mercado de forma que permanezcan próximos al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema, así como de la comunicación de su estrategia y sus intenciones en materia de política monetaria de manera clara y transparente, el BCE puede influir en los tipos de interés a más largo plazo del mercado monetario. Por consiguiente, el buen funcionamiento de este mercado es esencial para que el BCE cumpla su objetivo prioritario de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. En la segunda sección se explica el interés del BCE por contribuir al correcto funcionamiento, a la eficiencia y a la transparencia del mercado monetario.

En circunstancias normales, la transmisión de la política monetaria al mercado monetario se realiza con gran fluidez y eficiencia, lo que sirve de referencia para el desarrollo de las herramientas y los procedimientos utilizados para poner en práctica las decisiones de política monetaria y sirve de testimonio de la

¹ El tipo de interés oficial del BCE más importante es el tipo mínimo de puja, que representa el límite inferior del precio de la liquidez suministrada por el banco central en las operaciones de mercado abierto y señala la orientación de la política monetaria. Los otros dos tipos de interés oficiales, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito, definen la banda de fluctuación del tipo de interés a un día.

eficacia de las operaciones de liquidez realizadas por el BCE, así como de la comunicación de su política. Sin embargo, es importante evitar la autocomplacencia. En ocasiones, en el mercado monetario pueden surgir tensiones que interfieran en la transmisión fluida de la política monetaria como fue el caso, por ejemplo, de la transición al nuevo milenio («el efecto 2000»), de los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 y de la reciente preocupación acerca de las exposiciones de las entidades de crédito a impagos en las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos, que han dificultado la negociación en el mercado interbancario. Además, al menos en principio, la inevitable volatilidad en los plazos muy cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario (provocada, por ejemplo, por las dificultades que entraña la predicción de algunos de los factores autónomos que influyen en la situación de liquidez, como la demanda de billetes y de depósitos de las Administraciones públicas en el Eurosistema²) podría generar «ruido» no deseado en los tipos a más largo plazo. En la tercera sección del artículo se describen algunas herramientas, técnicas e indicadores utilizados en el BCE para realizar un seguimiento de la eficacia de la transmisión de la política monetaria al mercado monetario.

Aparte del papel crucial que desempeña en el proceso de transmisión, el mercado monetario también puede ser una destacada fuente de información para los responsables de la política monetaria. En las dos últimas décadas se ha reconocido de manera creciente que las expectativas del sector privado desempeñan una función importante en la valoración de la política monetaria. En la medida en que los tipos de interés del mercado monetario incorporan las expectativas de la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales del BCE (e, implícitamente, las interpretaciones de los participantes en el mercado de la estrategia de política monetaria del BCE y de sus declaraciones, de los datos macroeconómicos publicados y de la evolución de los mercados financieros), los responsables políticos están interesados en saber cómo y por qué evolucionan. En la cuarta sección se describen algunas herramientas utilizadas para obtener las expectativas de política monetaria en el contexto del seguimiento periódico de la interpretación por parte de los mercados monetarios de las decisiones y las comunicaciones del BCE.

2 Para más detalles, véase el artículo titulado «La experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas», en el Boletín Mensual de enero del 2008.

Recuadro I

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO MONETARIO DE LA ZONA DEL EURO

A continuación se presentan las principales características del mercado monetario de la zona del euro, uno de los más grandes y líquidos del mundo. El término «mercado monetario de la zona del euro» se refiere al mercado de fondos a corto plazo denominados en euros y a los correspondientes instrumentos derivados.

Las entidades de crédito son los participantes más importantes en el mercado monetario de la zona del euro. Acuden a este mercado para gestionar sus posiciones de liquidez a corto plazo y cumplir las exigencias de reservas mínimas obligatorias. Además de las entidades de crédito, los participantes más destacados son los fondos del mercado monetario, otros intermediarios financieros (como los fondos de inversión distintos de los fondos del mercado monetario), las empresas de seguros y los fondos de pensiones, así como las grandes sociedades no financieras. La participación de otros intermediarios financieros, en particular, de los fondos de alto riesgo (*hedge funds*) ha aumentado en los últimos años en algunos segmentos de este mercado.

Los segmentos más importantes del mercado monetario son los mercados de depósitos sin garantías y los mercados de *repos* con garantías. Además de estos segmentos tradicionales, los mercados de derivados han cobrado cada vez más importancia en los últimos años. Los segmentos de derivados del mercado monetario pueden agruparse en instrumentos negociados en bolsa, como los futuros y opciones sobre tipos de interés a corto plazo, y en instrumentos que normalmente se negocian en mercados OTC, como los *swaps*

de índices a un día (OIS), los *swaps* de tipos de interés (IRS), los *swaps* de divisas (FX) y los acuerdos sobre tipo de interés futuros (FRA).

Es importante señalar que todos estos instrumentos presentan diferentes perfiles de riesgo. Cuando una entidad de crédito proporciona depósitos interbancarios sin garantías, por ejemplo, transfiere fondos a otra entidad por un período determinado. Durante ese tiempo asume en su totalidad el riesgo de contraparte, es decir, el riesgo de que dicha entidad no pueda reembolsar el capital (más los intereses) al vencimiento del depósito. En los mercados de operaciones dobles (*repos*) con garantía, este tipo de riesgo se ve mitigado por el hecho de que la entidad que proporciona liquidez recibe a cambio una garantía (por ejemplo, bonos). En caso de incumplimiento, la entidad que proporciona liquidez está facultada para utilizar la garantía recibida a fin de satisfacer su reclamación contra la entidad fallida. Debido a que el riesgo de crédito es notablemente menor, los tipos de interés de los *repos* con garantía son normalmente algo más bajos que los de los depósitos sin garantía. La magnitud de los diferenciales entre estos dos tipos de interés depende del plazo de vencimiento de la operación y refleja el deseo de la entidad de obtener recursos en préstamo, su disposición a prestar fondos sin garantía en vez de hacerlo con garantía y su valoración del riesgo de crédito. Estos factores pueden variar de forma significativa a lo largo del tiempo, como se ha puesto de manifiesto en el reciente período de turbulencias financieras.

El riesgo de crédito de los instrumentos derivados suele ser bastante bajo, ya que no hay intercambio de importes nominales y, por lo tanto, el riesgo se limita al riesgo de reposición, en caso de que la posición en derivados haya generado un valor de mercado positivo llegado el momento de un incumplimiento. No obstante, el mecanismo de fijación de precios de estos instrumentos también puede verse afectado indirectamente por consideraciones relativas al riesgo de crédito, concretamente por el riesgo de crédito incorporado en el instrumento en el que se base el derivado. Este efecto es menos pronunciado en el caso de los *swaps* de índices a un día, que se basan en un tipo interbancario a un día sin garantía (en el caso de los *swaps* denominados en euros, el índice medio del tipo del euro a un día, EONIA), ya que, por definición, este tipo subyacente incluye sólo un riesgo de crédito a un día, aún cuando el plazo de vencimiento del *swap* sea de varios meses. Sin embargo, en el caso de otros instrumentos derivados, este impacto puede ser sustancial, ya que un futuro del EURIBOR a tres meses, por ejemplo, está relacionado con un tipo de interés sin garantía aplicado a los depósitos a tres meses en un momento futuro. Así pues, es de prever que cualquier cambio que afecte a las valoraciones del riesgo de crédito interbancario y, por ende, al mecanismo de fijación de precios en los mercados de depósitos sin garantías, se refleje también en el precio del futuro antes mencionado, como ha ocurrido en los últimos meses.

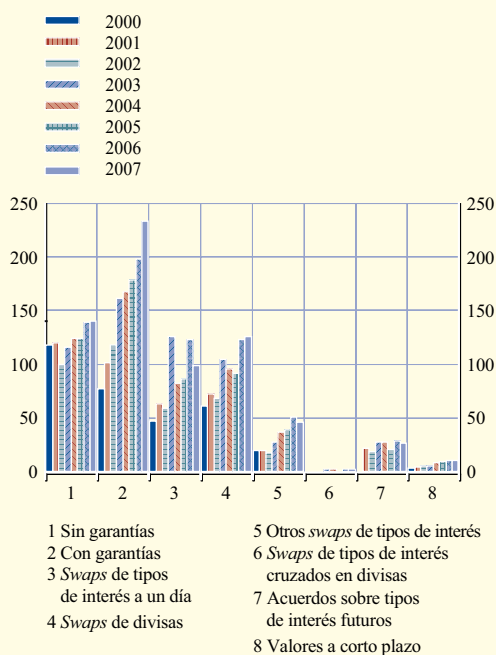
La mejor manera de evaluar la importancia relativa de los diversos segmentos del mercado monetario es considerar los datos sobre el volumen de operaciones. Si bien los volúmenes que se negocian en los mercados bursátiles son bien conocidos (debido a la transparencia de los mercados de futuros y opciones)¹, el tamaño de los segmentos del mercado monetario de la zona del euro que se negocian en mercados OTC es mucho más difícil de calibrar. A este respecto, las mejores fuentes son las encuestas periódicas como la que realiza anualmente el BCE sobre el mercado monetario de la zona del euro y la encuesta europea semestral sobre el mercado de *repos* de International Capital Market Association. Sin embargo, esta última sólo proporciona datos sobre los saldos vivos de un segmento concreto del mercado², mientras que la primera, al menos hasta ahora, no revela el tamaño total de los diferentes segmentos, sino que se concentra en su tamaño relativo y en su evolución a lo largo del tiempo.

1 Por ejemplo, el volumen de negociación de los futuros del EURIBOR a tres meses en *Euronext.liffe* alcanzó un nuevo récord de 27,4 millones de contratos en agosto del 2007, lo que representa un aumento del 54% con respecto al año anterior.

2 Según la encuesta número 13 de International Capital Market Association, el valor total de los contratos *repo* pendientes en la contabilidad de 77 entidades ascendía a 6.775 mm de euros al cierre de operaciones del 13 de junio de 2007. Utilizando muestras de entidades que participaron en varias encuestas, el informe estima que el saldo vivo se incrementó entre un 7% y un 15% (según la muestra) en los meses del año transcurridos hasta junio del 2007.

Gráfico A Volumen de negociación diario en cada segmento del mercado monetario desde el 2000 hasta el 2007

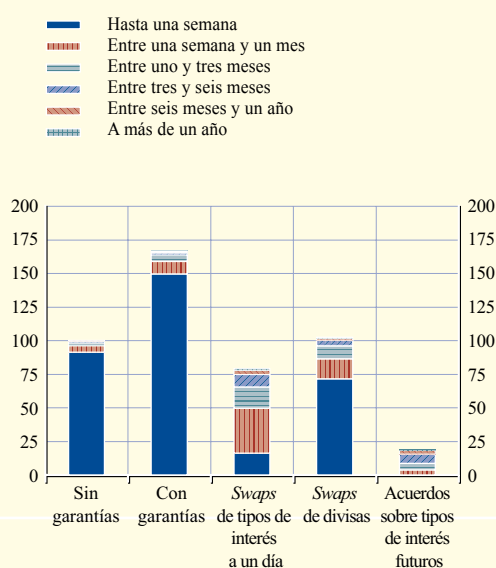
(volumen de operaciones sin garantías en II 2002 = 100)



Fuente: BCE.
Nota: Los datos proceden de un panel de 85 entidades para los años 2000 y 2001, y de 114 para los años posteriores.

Gráfico B Volumen de negociación total sin garantías, con garantías, *swaps* de tipos de interés a un día, *swaps* de divisas y acuerdos sobre tipos de interés futuros para los distintos plazos de vencimiento en el 2007

(volumen de operaciones sin garantías en II 2002 = 100)



Fuente: BCE.
Nota: Los datos proceden de un panel de 169 entidades.

Los principales resultados de la encuesta más reciente del BCE sobre el mercado monetario de la zona del euro (que se publicó en noviembre del 2007 e incluía los datos sobre volúmenes de negociación correspondientes al segundo trimestre del 2007, es decir, anteriores a las recientes turbulencias que afectaron a los mercados) son los siguientes:

- El volumen de negociación agregado de todos los segmentos del mercado monetario de la zona del euro siguió aumentando en el segundo trimestre del 2007, registrando un incremento interanual del 4,5%. El aumento del volumen de negociación en el mercado con garantías fue especialmente pronunciado, un 19,6%. Los volúmenes de negociación en el mercado de *swaps* de divisas y en el mercado sin garantías también se incrementaron, un 10,5% y un 5,5%, respectivamente. Por el contrario, en el mercado de *swaps* de índices a un día, que había registrado un incremento muy fuerte, del 52%, en el 2006, el volumen de negociación se redujo casi un 20%; también se produjo un descenso de alrededor del 8,5% en el mercado de acuerdos sobre tipos de interés futuros (FRA) y en el de otros *swaps* de tipos de interés.
- El segmento con garantías amplió aún más su posición prominente, con un 35% del volumen de negociación total (gráfico A). El volumen de negociación en este mercado ha registrado un aumento constante desde el segundo trimestre del 2001, lo que confirma una tendencia a la limitación de la exposición al riesgo de crédito y refleja, asimismo, las restricciones resultantes de las exigencias en materia de adecuación del capital. El mercado sin garantías siguió siendo el segundo segmento más activo del mercado en el segundo trimestre del 2007 (con una participación del 21%), mientras que la participación de los *swaps* de divisas aumentó hasta el 18,1%, colocándose así este segmento en tercer lugar, por delante del mercado de *swaps* de índices a un día, que representó un 14,1%.

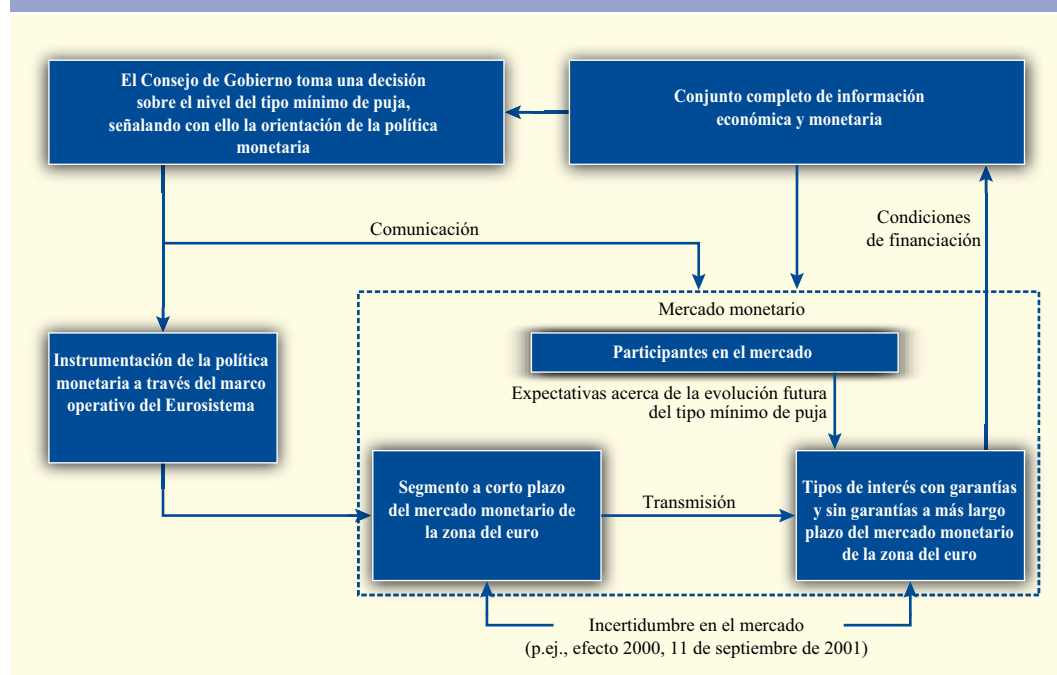
- La actividad en los mercados sin garantías, con garantías y de *swaps* de divisas siguió concentrándose, en gran medida, en los vencimientos a muy corto plazo, como puede observarse en el gráfico B. El mantenimiento de una tendencia coherente hacia la concentración de la liquidez en plazos muy cortos para este tipo de instrumentos ha sido posible gracias a los avances tecnológicos, es decir, a la expansión de la contratación electrónica y al uso cada vez más frecuente de la gestión automatizada de las garantías y del tratamiento automatizado de principio a fin. El mercado de *swaps* de índices a un día también mostró una mayor concentración en los plazos de vencimiento más cortos con respecto a años anteriores (en este caso se entiende por «vencimiento» el tiempo que transcurre entre la fecha inicial y la fecha final de una de estas operaciones). Casi las dos terceras partes del volumen medio diario de negociación de este tipo de instrumentos se concentró en vencimientos de hasta un mes, lo que parece responder a la duración de los períodos de mantenimiento de reservas del BCE, observándose que una creciente proporción del volumen de negociación corresponde a las operaciones que se inician y finalizan al mismo tiempo que los períodos de mantenimiento de reservas del BCE.

2 EL MERCADO MONETARIO DESDE LA PERSPECTIVA DE LA POLÍTICA MONETARIA

En la zona del euro, el Consejo de Gobierno del BCE decide el nivel adecuado de los tipos de interés oficiales del BCE tras realizar una valoración exhaustiva de las perspectivas de estabilidad de precios y de los riesgos asociados a estas perspectivas, sobre la base de su análisis económico y de su análisis monetario. A continuación, estas decisiones se ejecutan, bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE, a través del marco operativo del Eurosistema. Más concretamen-

te, el Consejo de Gobierno establece el nivel del tipo mínimo de puja de las OPF semanales del Eurosistema, que constituye la principal señal de la orientación de la política monetaria. En las OPF, el BCE trata de proporcionar la liquidez necesaria para el correcto funcionamiento del sistema bancario, de forma que los tipos de interés a muy corto plazo de mercado se mantengan en niveles acordes con la orientación estratégica señalada por el Consejo de Gobierno (véase gráfico 1). A través de la curva de rendimientos del mercado monetario, la orientación de la política monetaria se transmite a los instrumentos financieros y a

Gráfico 1 Diagrama esquemático de las interacciones entre los mercados monetarios y la política monetaria en la zona del euro



las condiciones del crédito de manera más general. Estos, a su vez, influyen en las decisiones de ahorro e inversión y en la dinámica monetaria y, por tanto, en última instancia afectan a la evolución de los precios en la zona del euro.

El marco operativo es el vínculo inicial entre los tipos de interés oficiales del BCE y los tipos de mercado. Este marco proporciona al BCE suficientes herramientas y procedimientos para ejercer una influencia considerable en el precio de mercado de los fondos denominados en euros en el segmento del mercado monetario con vencimientos a más corto plazo. El BCE trata de que los tipos de interés a más corto plazo de mercado permanezcan estables, en niveles próximos al tipo mínimo de puja.

Debido a divergencias en los plazos de vencimiento y a las primas de riesgo, así como a los costes de transacción, cabe esperar que los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario y el tipo mínimo de puja sean reducidos. Sin embargo, un diferencial excesivamente amplio o volátil iría en detrimento de la claridad de la señal que proporciona el tipo mínimo de puja y, en última instancia, de la credibilidad del marco operativo en el contexto de la aplicación de las decisiones del Consejo de Gobierno. También es conveniente que la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo, causada por su sensibilidad a la situación de liquidez, no se propague a la curva de rendimientos del mercado monetario. Esta es una condición previa para que los diferentes vencimientos reflejen realmente las expectativas del mercado acerca de la evolución futura del tipo mínimo de puja y, en consecuencia, ejerzan la influencia buscada sobre las perspectivas de estabilidad de precios.

Por tanto, el mercado monetario resulta influido por aspectos institucionales y de mercado. En circunstancias normales, los vencimientos más cortos (que comprenden el número de días restantes hasta la ejecución de la siguiente decisión de política monetaria) se ven afectados, en su mayor parte, por las condiciones de liquidez, mientras que los vencimientos posteriores a la fecha de adopción de la siguiente decisión de política monetaria reflejan las expectativas del mercado acerca de la trayectoria futura del tipo mínimo de puja y, por tanto, dependen del conjunto completo de infor-

mación que el Consejo de Gobierno utiliza para la formulación de la política monetaria. En este contexto, la realización de un análisis de los tipos a más largo plazo puede arrojar luz sobre el funcionamiento general del mercado monetario y sobre si los participantes en el mercado comprenden con claridad la estrategia de política monetaria y su instrumentación en el tiempo.

Al mismo tiempo ha de reconocerse que el mercado monetario también puede verse afectado negativamente por perturbaciones en los mercados financieros. Esto es particularmente evidente en periodos en los que el aumento de la incertidumbre y la falta de confianza entre las entidades de crédito y los inversores se contagian al mercado monetario. Entre estos periodos se incluyen el correspondiente al denominado «efecto 2000», los días posteriores a los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 y las tensiones observadas en los mercados financieros a partir del segundo semestre del 2007. Una característica particular de estos periodos es que, aunque interfieren en la determinación de los tipos de interés del mercado monetario, no tienen su origen en la evolución de las condiciones de liquidez ni en un cambio en la percepción de la orientación de la política monetaria por parte de los participantes en el mercado. En tales circunstancias puede que sea necesario ajustar la gestión de la liquidez por el BCE, con el fin de alentar la confianza del mercado y controlar los tipos de interés a muy corto plazo del mercado monetario. Ciertamente, en los tres episodios mencionados se adoptaron medidas de este tipo.

Por tanto, tanto en circunstancias normales como en caso de que se registren tensiones financieras, es importante distinguir claramente entre las decisiones de política monetaria que tienen por objeto mantener la estabilidad de precios y las decisiones sobre la gestión de la liquidez relacionadas con la aplicación de la orientación de la política monetaria y la distribución de la liquidez en los periodos de mantenimiento y en los diferentes plazos.

En resumen, el objetivo primordial del BCE es preservar la estabilidad de precios. El BCE puede influir directamente en los tipos de interés a más corto plazo del mercado monetario, mientras que los tipos a largo plazo sólo pueden verse afectados

como consecuencia de su credibilidad y su política de comunicación. Aunque el BCE reconoce que sus medidas sólo pueden tener efectos limitados en mercados que operan libremente, está muy interesado en contribuir al buen funcionamiento del mercado monetario de la zona del euro. En este contexto debe mantenerse una clara distinción, bajo cualquier circunstancia, entre decisiones relativas a los tipos de interés adoptadas para preservar la estabilidad de precios (es decir, la determinación de la orientación de la política monetaria) y las decisiones relacionadas con la gestión de la liquidez tomadas al poner en práctica las decisiones de política monetaria.

3 EL CONTROL DE LOS TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO DEL MERCADO MONETARIO

Después de que el Consejo de Gobierno haya fijado los tipos de interés oficiales del BCE, el Comité Ejecutivo está facultado para poner en práctica esta decisión en el mercado monetario a través del marco operativo del Eurosistema. En este marco, las operaciones de mercado abierto y las facilidades permanentes sirven para controlar los tipos de interés a muy corto plazo del mercado monetario y, en caso necesario, limitar su volatilidad en torno al tipo mínimo de puja. Además, el BCE exige a las entidades de crédito que mantengan reservas mínimas en los bancos centrales del Eurosistema cuyo nivel se determina en función de su base de reservas. La función más importante de las exigencias de reservas es estabilizar los tipos de interés del mercado monetario a través del mecanismo de promedios en cada período de mantenimiento de reservas³.

El enfoque del Eurosistema en cuanto a la instrumentación de la política monetaria se sustenta en gran medida en mecanismos de mercado que se autorregulan. Un buen ejemplo de ello es la limitada presencia del BCE en el mercado que se plasma en un enfoque de «no interferencia» con muy pocas intervenciones directas en el mercado, habitualmente sólo una por semana, y con mayor frecuencia únicamente en períodos de tensión en los mercados financieros.

Aunque el BCE pretende alcanzar unas condiciones neutrales de liquidez al final de cada período de mantenimiento (sin recurso neto a las facilidades perma-

nes), las desviaciones con respecto al nivel de equilibrio entre la demanda y la oferta de liquidez pueden causar fluctuaciones de los tipos de interés a corto plazo. En particular, es probable que el tipo a un día fluctúe en una banda en torno al tipo mínimo de puja. Así, pueden producirse desviaciones en la oferta de liquidez por la dificultad que entraña la predicción de algunos factores autónomos que influyen en la situación de liquidez (esto es, la demanda de billetes y de depósitos de las Administraciones Públicas en el Eurosistema)⁴. La demanda de liquidez también puede resultar afectada por perturbaciones exógenas, como sucede en períodos de tensiones en los mercados financieros que provocan un aumento de la incertidumbre acerca de las necesidades de liquidez de las entidades de crédito (por ejemplo, los tres episodios mencionados en la segunda sección).

Dada la relevancia de la perspectiva de la política monetaria en la valoración del grado de eficacia en el control de los tipos de interés a corto plazo de mercado en torno al tipo mínimo de puja, el BCE realiza un seguimiento de una serie de indicadores, centrándose en dos aspectos: en primer lugar, el grado de proximidad de los tipos de interés a corto plazo de mercado al tipo mínimo de puja y, en segundo lugar, en qué medida se mantienen estables en torno a este nivel. Estas cuestiones son reflejo del diseño del marco operativo, de las decisiones estratégicas adoptadas en el contexto de este marco (esto es, las decisiones sobre liquidez), y de la solidez del marco ante perturbaciones.

Desde que se introdujeron algunas modificaciones en el marco operativo del Eurosistema en marzo del 2004⁵, los diferenciales entre los tipos de interés a más corto plazo del mercado monetario y el tipo mínimo de puja han sido, en general, reducidos, y su volatilidad ha sido moderada (véase, en el recuadro 2, un análisis de diversas medidas de la volatilidad que son objeto de seguimiento por parte de los expertos del BCE en este contexto).

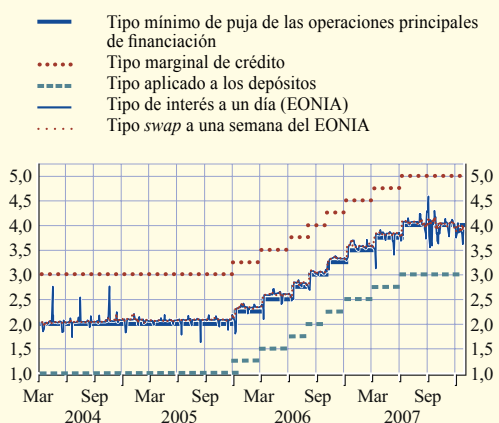
3 Para una descripción del marco operativo, véase el artículo titulado «Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema», en el Boletín Mensual de agosto del 2003.

4 Para más detalles sobre el procedimiento de predicción, véase el artículo titulado «La experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas», en el Boletín Mensual de enero del 2008.

5 Para más detalles sobre el marco operativo, véase el artículo mencionado en la nota a pie n.º 3.

Gráfico 2 Tipos de interés oficiales del BCE y tipos de interés a más corto plazo del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

El gráfico 2 muestra la evolución de los tipos de interés oficiales del BCE y de los tipos de interés a corto plazo de mercado desde el 10 de marzo de 2004, y en el cuadro 1 se resumen algunos aspectos estadísticos. La mayor parte de los días analizados, el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA) se situó ligeramente por encima del tipo mínimo de puja, pero muy próximo a éste. El reducido diferencial de 6 a 7 puntos básicos con respecto al tipo mínimo de puja responde a las diferencias de vencimientos y al hecho de que el EONIA sea un tipo de interés interbancario sin garantías y, por tanto, incluya una pequeña prima por riesgo de crédito y costes de transacción.

En días determinados, los diferenciales son más amplios y, en ocasiones, el EONIA se sitúa tanto por encima como por debajo del tipo mínimo de puja. Estos aumentos de los diferenciales suelen producirse al final del período de mantenimiento de reservas. La existencia de un mecanismo que promedia las exigencias de reservas en los períodos de mantenimiento tiene efectos directos sobre el comportamiento de la volatilidad del tipo de interés a un día. La volatilidad tiende a ser bastante reducida durante la mayor parte del período de mantenimiento, y aumenta considerablemente en los días comprendidos entre la última OPF y el final del pe-

ríodo, cuando la necesidad de cumplir las exigencias de reservas se torna más acuciante. Aunque no existe un criterio claro para determinar la magnitud ideal de estos diferenciales, unos niveles excesivamente elevados y persistentes no son recomendables porque restarían claridad al nivel de los tipos de interés fijados por el Consejo de Gobierno. Desde octubre del 2004, el BCE ha realizado con más frecuencia operaciones de ajuste al final de los períodos de mantenimiento, y esto ha servido para reducir el nivel de los máximos registrados en el diferencial del EONIA⁶.

De igual modo, las operaciones de ajuste han contribuido a estabilizar el funcionamiento del mercado interbancario a un día en momentos determinados en los que la incertidumbre sobre las necesidades de liquidez de las entidades de crédito ha sido especialmente elevada, como fue el caso tras los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 y en ciertos días del segundo semestre del 2007, en el marco de las tensiones observadas en el mercado monetario.

La evolución del tipo *swap* a una semana del EONIA es mucho más estable que la del propio EONIA (el primero refleja promedio esperado del EONIA en una semana)⁷ y proporciona evidencia inicial de que la mayor parte de la volatilidad de este tipo se encuentra en el segmento a un día (véase cuadro 1). Como se ha mostrado anteriormente, esta valoración queda confirmada en modelos econométricos que indican que en condiciones normales no se ha producido una transmisión reseñable de la volatilidad del tipo de interés a un día a los tipos a largo plazo⁸. En momentos de tensión, la volatilidad de los tipos de interés a un día y a más largo plazo puede aumentar y es posible que la causalidad de la

6 Para más detalles sobre el efecto estabilizador del tipo de interés a un día en las operaciones de ajuste realizadas al final del período de mantenimiento, véase el artículo titulado «La experiencia del Euro-sistema con las operaciones de ajuste al final del período de mantenimiento de reservas», en el Boletín Mensual de noviembre del 2006.

7 Para más información sobre los aspectos técnicos del EONIA y el EURIBOR, véase el recuadro titulado «El contenido informativo de los principales instrumentos del mercado monetario de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2001.

8 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Volatilidad del tipo de interés a un día y su transmisión a la curva de rendimientos del mercado monetario», en el Boletín Mensual de agosto del 2007.

Cuadro I Diferencial del EONIA y del tipo *swap* a una semana del EONIA con respecto al tipo mínimo de puja

(puntos básicos; 10 de marzo de 2004-31 de diciembre de 2007)

	EONIA	Tipo <i>swap</i> a una semana del EONIA
Desviación típica		
Todos los días ¹⁾	9	5
Excluida la última semana de cada período de mantenimiento	6	4
Diferencial medio		
Todos los días ¹⁾	6	8
Excluida la última semana de cada período de mantenimiento	7	8

Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

1) El diferencial entre el tipo *swap* a una semana del EONIA y el tipo mínimo de puja resulta afectado a medida que los mercados anticipan gradualmente las subidas de los tipos de interés durante el período de referencia. Por tanto, el diferencial aumentó en los días transcurridos entre el anuncio de subida del tipo mínimo de puja y el inicio del período de mantenimiento en el que se aplicó la subida.

transmisión de la volatilidad sea menos clara. En consecuencia, la volatilidad de los tipos de interés a un día podría tener su origen en la de los tipos a largo plazo del mercado monetario y no al contrario. En este contexto, resulta de utilidad que los responsables de la política monetaria realicen un seguimiento de un amplio conjunto de medidas de la volatilidad, como se describe en el recuadro 2.

En general parece que, en condiciones normales, los tipos de interés a más corto plazo del mercado monetario de la zona del euro se han controlado

con éxito y se han mantenido en niveles próximos al tipo mínimo de puja, y que las fluctuaciones se han concentrado en días concretos cercanos al final de los períodos de mantenimiento o cuando ha cambiado la situación de liquidez. Durante los períodos recientes de perturbaciones en el mercado monetario, la gestión de la liquidez por parte del BCE ha servido para estabilizar los tipos a un día en torno al tipo mínimo de puja, y es posible que haya contribuido a suavizar en cierta medida las tensiones observadas en los tipos a largo plazo, aunque estas tensiones persisten.

Recuadro 2**CÓMO MEDIR LA VOLATILIDAD EN EL MERCADO MONETARIO**

La volatilidad es un indicador clave para el seguimiento de la evolución general del mercado monetario, especialmente en lo que respecta a dos cuestiones: i) valorar cómo se perciben en los mercados financieros las decisiones de política monetaria y ii) analizar hasta qué punto el mercado funciona bien, sobre todo en lo que se refiere a la transmisión de la señal de la política monetaria desde el corto plazo hasta el largo plazo del espectro de vencimientos de los tipos de interés.

En lo que respecta a la primera de estas cuestiones, los bancos centrales se esfuerzan para lograr que sus actuaciones en materia de política monetaria y la forma en que las comunican no generen incertidumbre innecesaria (es decir, que añadan «ruido» a la economía), lo que habitualmente se manifestaría en un aumento de la volatilidad en los mercados financieros.

En cuanto a la segunda cuestión, el análisis de la volatilidad permite hacerse una idea de la microestructura de los mercados monetarios y de la eficiencia con que operan. Por ejemplo, comparando la volatilidad de los tipos de interés con vencimientos concretos con el nivel medio de la volatilidad en todo el espectro, el banco central puede detectar movimientos atípicos en algunos segmentos del mercado monetario que, a su vez, podrían tener relación con imperfecciones en la estructura del mercado y afectar a la transmisión eficaz del impulso de la política monetaria.

En estas circunstancias, una cuestión de gran importancia para los bancos centrales es cómo medir adecuadamente la volatilidad de los tipos de interés y de los rendimientos financieros.

Medidas de la volatilidad

El BCE utiliza habitualmente diversos métodos para construir indicadores que permitan medir la volatilidad del mercado monetario, y todos ellos presentan ventajas e inconvenientes. Puede hacerse una distinción general entre las medidas que simplemente se basan en transformaciones de los datos (normalmente, las estadísticas descriptivas de las series temporales de rendimientos del mercado monetario) y, por otra parte, las medidas que se obtienen a partir de modelos matemáticos o econométricos¹.

Dentro del primer grupo de medidas, la volatilidad histórica representa las medidas estadísticas comunes del diferencial correspondiente a las series temporales históricas (de frecuencia mensual) de los rendimientos de los mercados financieros. Una medida tradicional de la volatilidad histórica de los tipos de interés del mercado monetario es la desviación típica de las series temporales de los rendimientos de dicho mercado en torno a su media muestral. Otras medidas del diferencial que se pueden utilizar para construir la volatilidad histórica son el error absoluto o el error cuadrático medio, el intervalo de valores entre el valor máximo y el mínimo y entre cuartiles.

Las medidas de la volatilidad histórica presentan varias ventajas. En primer lugar, son muy sencillas de calcular. En segundo lugar, su interpretación es intuitiva y directa. Tercero, al menos en lo que se refiere a los datos financieros, normalmente se dispone de series temporales relativamente largas necesarias para construir los indicadores. En cuarto lugar, la volatilidad histórica es independiente de cualquier modelo concreto. Con ello se logra dar un carácter más general a los resultados y, al evitar la dependencia de cualquier especificación de un modelo o de una técnica econométrica concretas, serán más fiables en cuanto a errores de especificación y de estimación. Sin embargo, el carácter independiente de la volatilidad histórica respecto a los modelos también presenta algunas desventajas, por ejemplo, el hecho de que la medida sea un instrumento meramente descriptivo cuya aplicación directa a efectos de modelización o predicción es limitada.

En los últimos años se ha logrado disponer de manera creciente de datos financieros intradía con una frecuencia elevada, lo que ha permitido construir nuevas medidas de volatilidad. Una de ellas es la volatilidad observada², que suele definirse como la suma de los rendimientos cuadráticos intradía de una serie (financiera) temporal. Como tal, no es más que una simple transformación de la serie temporal de rendimientos y, por lo tanto, desde el punto de vista conceptual, no es demasiado distinta de las medidas de la volatilidad histórica descritas anteriormente. Sin embargo, la volatilidad observada presenta la ventaja de ser independiente del nivel medio de las series temporales de la muestra, lo que puede ayudar a proporcionar estimaciones razonables de la volatilidad incluso en series que muestran un comportamiento tendencial.

El segundo grupo de indicadores miden la volatilidad utilizando un modelo o un marco econométrico específico. Uno de los principales enfoques es estimar la volatilidad condicional, que recoge la varianza de una serie temporal de rendimientos financieros condicionada al comportamiento de determinadas variables determinísticas que pueden interactuar entre sí y con los niveles de volatilidad anteriores. En la literatura académica, la especificación de estos modelos es sumamente heterogénea.

1 Véase un examen completo de las diversas medidas de la volatilidad, paramétricas y no paramétricas, en T. Andersen, T. Bollerslev y F. X. Diebold (2002), «Parametric and nonparametric volatility measurement», National Bureau of Economic Research Technical Working Paper n.º 279.

2 Véase una definición y un análisis de las propiedades teóricas de esta medida de la volatilidad en T. Andersen y T. Bollerslev (1997), «Intraday periodicity and volatility persistence in financial markets», *Journal of Empirical Finance*, Vol. 4, pp. 115-158.

Uno de los modelos más destacados para construir las medidas de volatilidad condicional es el modelo ARCH (de heterocedasticidad condicional autorregresiva)³. En los últimos 25 años, este marco básico ha generado numerosas variantes y ampliaciones, como el modelo GARCH de Bollerslev u otras variantes que han introducido formas funcionales más flexibles de la ecuación de volatilidad.

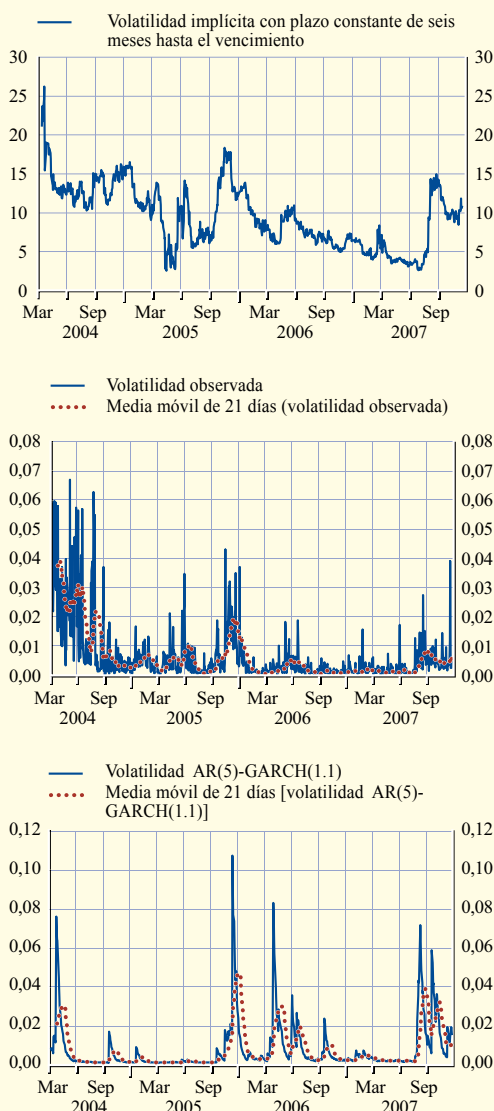
Las medidas de la volatilidad condicional presentan varias ventajas. En primer lugar, al imponer una cierta estructura en la forma en que se interpreta y desarrolla a lo largo del tiempo la serie de rendimientos, utilizan la información disponible de forma más eficiente para determinar el perfil de la volatilidad. En segundo lugar, se emplean herramientas econométricas estándar para estimar y verificar los modelos en los que se basan estas medidas.

Otra herramienta que se utiliza ampliamente en los mercados financieros para medir la volatilidad es la volatilidad implícita. Similar a las medidas de volatilidad condicional, la volatilidad implícita se obtiene a partir de un modelo que transforma los precios de las opciones sobre un valor específico en una medida de la volatilidad de los rendimientos de ese valor. Sin embargo, a diferencia de los modelos econométricos empíricos en los que se basa la volatilidad condicional, el modelo de valoración de opciones —que tuvo su origen en la fórmula fundamental de Black y Scholes para valorar las opciones sobre renta fija utilizadas para el cálculo de la volatilidad implícita— no se basa en datos.

A pesar de su popularidad entre los expertos, las medidas de la volatilidad implícita presentan algunas limitaciones. En primer lugar, no todos los instrumentos de interés llevan asociadas opciones. Por ejemplo, en el caso concreto del mercado monetario de la zona del euro, sólo puede calcularse para los futuros del EURIBOR a tres meses. En segundo lugar, requieren un modelo específico de valoración de opciones. Aún suponiendo que un modelo concreto de valoración sea exacto, normalmente estos modelos se basan en supuestos teóricos que podrían resultar difíciles de verificar

Volatilidad implícita, observada y ARCH (1) de los tipos de interés del EURIBOR a tres meses¹⁾

(en porcentaje; observaciones diarias)



1) El análisis se inicia el 10 de marzo de 2004, tras la introducción del nuevo marco operativo. Para más información, véase el recuadro titulado «La volatilidad del tipo de interés a un día desde una perspectiva a medio plazo», en el Boletín Mensual de marzo del 2005.

3 Para más información sobre una estructura típica del modelo ARCH, véase el artículo de R. F. Engle (1982), «Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of United Kingdom inflation», *Econometrica*, Vol. 50(4), pp. 987-1008.

en la práctica. Tercero, dado que la volatilidad implícita es una variable sustitutiva que se utiliza para aproximar la incertidumbre del rendimiento de un instrumento financiero, es muy sensible a la fecha de vencimiento de la opción y se reduce mecánicamente a medida que se acerca dicha fecha. En cuarto lugar, la longitud de las series temporales de volatilidad implícita está limitada por el hecho de que sólo es posible calcular esta medida para la vida útil de una opción concreta, que, normalmente, se limita a un año en el caso de los contratos del mercado monetario. Entre los aspectos positivos cabe destacar que la volatilidad implícita ha demostrado tener buenas propiedades de predicción de la volatilidad observada, como lo demuestran las conclusiones de la literatura empírica. Así pues, ofrece una medida de la volatilidad basada en la evolución futura que, aunque sólo sea aproximada, podría resultar útil en muchos contextos.

En el gráfico se presentan estas tres medidas de la volatilidad calculadas para el período comprendido entre marzo del 2004 (es decir, tras la introducción de los cambios en el marco operativo del Eurosistema) y diciembre del 2007. Dado que durante todo el período de la muestra no se negoció activamente ni un solo contrato sobre futuros del EURIBOR a tres meses, el panel superior del gráfico muestra una volatilidad implícita con un plazo constante de seis meses hasta el vencimiento. Se trata de una medida artificial calculada con el único propósito de facilitar una comparación numérica de las tres medidas para el total de la muestra. Para obtener una lectura más completa de las series temporales de volatilidad observada y condicional, junto con las series diarias de volatilidad, en el gráfico se presentan también las respectivas medias móviles de 21 días (que corresponden, aproximadamente, a un mes de negociación), lo que ayuda a suavizar los movimientos idiosincrásicos diarios.

Pese a las diferencias, las tres medidas tienden a seguir el mismo patrón. Considerando la evolución de las tres medidas de la volatilidad que se presentan en el gráfico podría pensarse que la política monetaria del BCE ha sido suficientemente clara y transparente para los mercados financieros y que no ha tenido un impacto negativo en la evolución de la volatilidad, como lo demuestra el hecho de que ésta haya sido limitada durante la mayor parte del período considerado. Al final del período, el acusado aumento que es visible en las tres medidas consideradas coincide con las tensiones asociadas a las turbulencias financieras que afectaron al mercado monetario de la zona del euro.

4 VALORACIÓN DE LA INFORMACIÓN OBTENIDA DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS DEL MERCADO MONETARIO

Para los responsables de la política monetaria, los tipos de interés a largo plazo del mercado monetario contienen abundante información sobre las expectativas de los participantes en el mercado acerca de la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo de mercado y, en última instancia, del tipo mínimo de puja. A través de un seguimiento de las expectativas pueden efectuar una valoración del proceso de transmisión de la orientación de la política monetaria a las condiciones generales de financiación.

Cuando se infieren expectativas es necesario distinguir entre las distintas características de los ins-

trumentos del mercado monetario, ya que contienen información diferente. Como se describe en el recuadro 1, los instrumentos con garantías (es decir, las cesiones temporales del EUREPO) o aquellos que sólo conllevan un intercambio de pagos de intereses (por ejemplo, los *swaps* del EONIA), están menos expuestos a los riesgos de contraparte y por tanto, a igualdad de otros factores, son los más próximos al tipo mínimo de puja. Los instrumentos sin garantías, como algunos depósitos interbancarios —esto es, el tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR)—, incorporan una prima más elevada que compensa el riesgo potencial de que la contraparte no pueda reembolsar el préstamo. Esto también supone que las variaciones del EURIBOR puedan responder a cambios en el nivel de confianza entre las entida-

des de crédito o los inversores, más que a modificaciones en la evolución esperada del tipo mínimo de puja. Por consiguiente, al valorar la información obtenida en el mercado monetario, es esencial distinguir entre cambios en la trayectoria esperada del tipo mínimo de puja y la evolución de otros elementos como las primas de riesgo que varían con el tiempo. De igual modo, desde la perspectiva de las condiciones de financiación conviene realizar un seguimiento de los niveles esperados de los tipos interbancarios sin garantías, ya que se espera que afecten a los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y a los depósitos y a otros tipos de mercado en todos los plazos.

Desde la perspectiva de la política monetaria es importante vigilar si los tipos de interés de mercado reflejan una trayectoria futura del tipo mínimo de puja acorde con las opiniones y las comunicaciones del Consejo de Gobierno. Para ello, el indicador más exacto son los tipos *forward* calculados a partir de la curva de tipos *swap* del EONIA. La prima de riesgo incorporada en estos tipos se considera insignificante para vencimientos de hasta varios meses, y las entidades de crédito y los inversores suelen utilizarlos con fines de cobertura⁹. Los tipos *forward* se ajustan por las fechas de inicio y de finalización de cada período de mantenimiento de reservas. Suponiendo que los participantes en el mercado esperen que el tipo mínimo de puja se modifique sólo al comienzo de un nuevo período de mantenimiento (en consonancia con las fechas previstas para las reuniones del Consejo de Gobierno en las que se adoptan las decisiones de política monetaria), los citados tipos se calculan de forma escalonada, indicando el nivel medio previsto del EONIA en cada período de mantenimiento. El nivel esperado del tipo mínimo de puja se obtiene restando las primas correspondientes al diferencial normal del EONIA con respecto al tipo mínimo de puja, partiendo del supuesto habitual de que se mantiene constante para el horizonte temporal de las predicciones, excepto en determinados momentos como los períodos próximos al final del año natural, en los que generalmente se supone que las primas son algo más elevadas. Estos tipos *forward* ajustados por fechas calculados por el BCE han pasado gradualmente a ser utilizados habitualmente por las entidades de

crédito, y actualmente, las agencias informan periódicamente al respecto.

Para ilustrar ese paso, en el gráfico 3 se presentan datos recopilados el 5 de mayo de 2006, un día después de la reunión del Consejo de Gobierno, y se muestran los nueve períodos de mantenimiento siguientes, desde el que comenzó el 10 de mayo de 2006 hasta el que se inició el 17 de enero de 2007. En el momento en que este gráfico se elaboró originalmente ya se conocía el nivel del tipo mínimo de puja (el 2,50%) del período de mantenimiento de mayo. En toda la curva se generó un fuerte consenso en el mercado de que el BCE incrementaría el tipo mínimo de puja hasta el 2,75% en la reunión de junio y que no lo modificaría en julio. El mercado también anticipó las nuevas subidas, hasta el 3,00% y el 3,25%, acordadas en agosto y noviembre del 2006, respectivamente.

Basándose en esa información, los responsables de la política monetaria pueden valorar si están satisfechos con la trayectoria del tipo mínimo de puja según se refleja en los tipos a largo plazo. Esta valoración puede contribuir a mejorar la comunicación con el fin de mantener, si se estima oportuno, un grado elevado de previsibilidad, tanto en el corto plazo (es decir, hasta la decisión que se adopte en la siguiente reunión en la que se determinen los tipos de interés) como, posiblemente, en el largo plazo¹⁰. Al mismo tiempo, la calidad del análisis depende de un supuesto de un diferencial constante entre el EONIA y el tipo mínimo de puja, que subraya la importancia de que la evolución del EONIA sea, en general, estable.

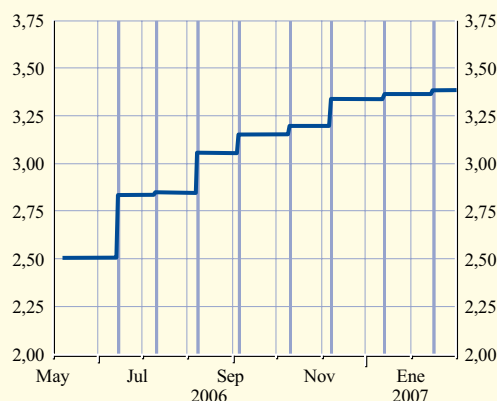
Otro conjunto de indicadores utilizado habitualmente es el obtenido de la curva del EURIBOR, y de derivados vinculados al EURIBOR a tres meses, que permiten la realización de un análisis más exhaustivo que las curvas *swap* del EONIA y las del EURIBOR. En particular, los contratos de futuros proporcionan información sobre el nivel esperado

9 Para un análisis detallado de la liquidez de los instrumentos del mercado monetario, véase el documento titulado «Euro money market study 2006», BCE, febrero 2007.

10 Para un análisis detallado, véase el artículo titulado «Previsibilidad de la política monetaria del BCE», en el Boletín Mensual de enero del 2006.

Gráfico 3 Expectativas acerca de la trayectoria del tipo mínimo de puja en períodos de mantenimiento futuros obtenidas de la curva swap del EONIA (5 de mayo de 2006)

(en porcentaje; datos diarios)

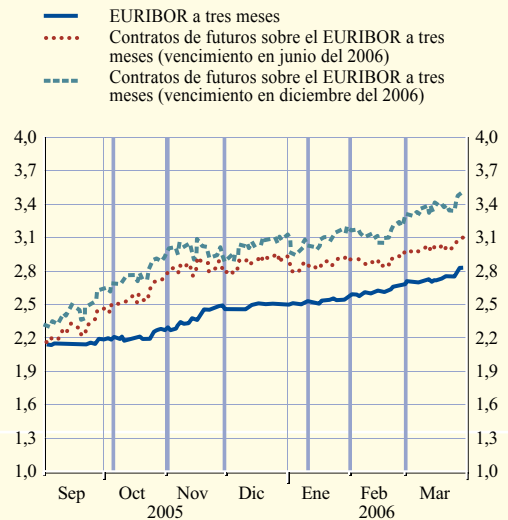


Fuente: Reuters.

Nota: Se ha restado un diferencial constante entre el EONIA y el tipo mínimo de puja. Además, debido a los efectos de fin de año se ha deducido un punto básico más del período de mantenimiento que comenzó en diciembre. Las barras verticales indican el comienzo de los períodos de mantenimiento.

Gráfico 4 Evolución de los tipos de interés a tres meses del mercado monetario y de los tipos implícitos en los contratos de futuros sobre el EURIBOR a tres meses

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Nota: Las barras verticales señalan la primera reunión del mes del Consejo de Gobierno.

del tipo de interés interbancario en horizontes a más largo plazo. Además, las opciones sobre los contratos de futuros facilitan el estudio de la dispersión a la que está sometido el nivel esperado implícito en el precio de los futuros y, por consiguiente, son un indicador de la incertidumbre del mercado en torno al nivel de los tipos de interés de mercado futuros.

Aunque los tipos EURIBOR incluyen primas de riesgo considerables que, en líneas generales, son constantes en condiciones normales, éstas pueden incrementarse en períodos en los que el sector financiero se ve afectado por perturbaciones específicas o por un aumento de la incertidumbre, como sucedió, por ejemplo, con motivo de la transición al nuevo milenio. Desde la perspectiva de la política monetaria es importante realizar un seguimiento de la evolución de las primas de riesgo y de liquidez, así como de las expectativas del mercado acerca de los tipos de interés oficiales del BCE.

Para ilustrar cómo puede realizarse un seguimiento de la evolución de indicadores basados en los tipos

EURIBOR, en el gráfico 4 se proporciona un ejemplo de la trayectoria del EURIBOR a tres meses y de los tipos aplicados a los depósitos a tres meses implícitos en los futuros con vencimiento a mediados de junio y mediados de diciembre del 2006, mostrando cómo el mercado obtiene sus expectativas a partir de flujos de información continuos. Aunque el EURIBOR a tres meses registró un aumento gradual después de que el BCE subiera dos veces los tipos de interés oficiales (en diciembre del 2005 y en marzo del 2006), las expectativas acerca de los tipos de interés futuros se desplazaron paulatinamente al alza, en respuesta a las crecientes expectativas del mercado de nuevos incrementos del tipo mínimo de puja en el 2006. En particular, las variaciones al alza de las expectativas se produjeron en los períodos comprendidos entre las reuniones del Consejo de Gobierno en las que se adoptan las decisiones de política monetaria (indicados por las barras verticales), y muestran cómo el mercado evalúa en tiempo real la información que recibe y ajusta su percepción de las actuaciones futuras del BCE.

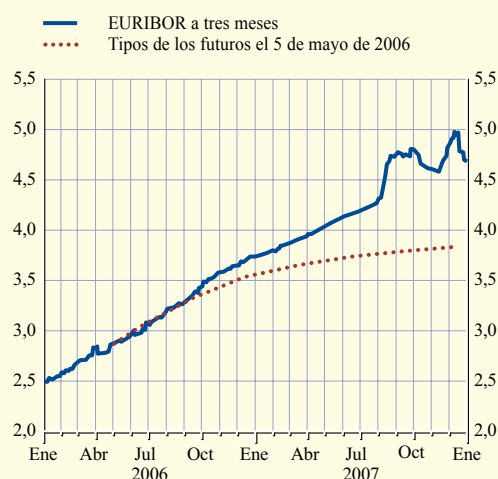
Esta evolución paulatina de las expectativas también se confirma en herramientas basadas en modelos, que muestran que las decisiones de política monetaria adoptadas en el 2005 y en el 2006 fueron ampliamente anticipadas por el mercado y que la información transmitida en las ruedas de prensa posteriores a las reuniones causaron un impacto reducido, aunque evidente, sobre las expectativas a medio plazo del mercado¹¹. Estas herramientas proporcionan evidencia de que las decisiones del Consejo de Gobierno acerca de los tipos de interés tienen una alta previsibilidad. En este contexto se considera que el elevado grado de previsibilidad refleja que las decisiones de política monetaria se transmiten con credibilidad y transparencia y se explican adecuadamente al público.

Al mismo tiempo, los datos de los futuros del EURIBOR constituyen un indicador útil de los tipos de interés a tres meses esperados en los próximos cuatro a ocho trimestres. En el gráfico 5 se proporciona un ejemplo de la curva de los tipos de los futuros observada el 5 de mayo de 2006, que muestra las expectativas de aumento de los tipos de interés de mercado futuros obtenidos de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en el segundo trimestre de 2006 y en el 2007. Al mismo tiempo, el EURIBOR a tres meses observado resultó situarse en un nivel relativamente próximo al esperado en el 2006, aunque la diferencia aumentó para horizontes a más largo plazo. Esto confirma la opinión general de que la política monetaria del BCE es bastante previsible en el corto plazo, mientras que la incertidumbre asociada a previsiones a más largo plazo de la trayectoria de los tipos de interés es más elevada, principalmente por la mayor incertidumbre en torno a la evolución de la economía en horizontes temporales más prolongados.

Desde la perspectiva de la política monetaria también es importante realizar una valoración de la dispersión de las opiniones de los participantes en el mercado —o de la incertidumbre— de forma paralela a la obtención de medidas de los tipos de interés esperados. La obtención de estas medidas en periodos de poca incertidumbre no aporta el mismo contenido informativo que las expectativas extraídas en un entorno de elevada incertidumbre. Un entorno de escasa incertidumbre suele estar asociado a un aumento de la confianza de los participantes en el mercado acerca de la

Gráfico 5 Tipos de interés a tres meses y tipos de los futuros en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Nota: Contratos de futuros a tres meses con vencimiento al final del trimestre actual y en los próximos seis a siete trimestres según cotizaciones de Euronext.liffe.

evolución futura de la economía y puede contribuir a reducir las primas de riesgo. De igual modo, si la incertidumbre del mercado sigue siendo moderada en todos los plazos de la curva de rendimientos del mercado monetario tras el anuncio de la decisión de política monetaria, ello suele indicar que los participantes en el mercado han interpretado correctamente la trayectoria futura del tipo mínimo de puja y, por tanto, la estrategia del banco central y los datos más recientes en los que el banco central basará sus decisiones.

Una medida utilizada habitualmente para valorar la dispersión de la incertidumbre son las densidades neutrales al riesgo (RND, en sus siglas en inglés) implícitas en las opciones sobre futuros del EURIBOR¹². Las RND proporcionan una aproximación a lo que el mercado percibiría como la distribución de la probabilidad del precio del contrato de futuros subyacente si los par-

11 Véanse los artículos titulados «Previsibilidad de la política monetaria del BCE» y «La comunicación de la política monetaria a los mercados financieros», en el Boletín Mensual de enero del 2006 y abril del 2007, respectivamente.

12 Para más información sobre las RND, véase el artículo titulado «El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria», en el Boletín Mensual de mayo del 2000.

participantes en el mercado fueran neutrales al riesgo. Dado que éstos generalmente son aversos al riesgo, es muy probable que las RND difieran de la «verdadera» percepción de mercado. Sin embargo, suponiendo que las primas de riesgo influyen principalmente en la media de la distribución (que corresponde al precio de los futuros), las RND suelen considerarse medidas útiles de la dispersión que rodea a dicho precio.

En el gráfico 6 se presenta un ejemplo de estas densidades, mostrando las RND obtenidas de opciones sobre futuros con vencimiento a mediados de diciembre del 2005 y mediados de junio del 2006, a partir de datos recopilados el 27 de octubre de 2005. La distribución de la probabilidad obtenida del contrato con vencimiento en diciembre del 2005 es menos dispersa que la calculada para el contrato con vencimiento en junio del 2006, reflejando la creciente incertidumbre si se consideran horizontes más prolongados. Al mismo tiempo, las dos distribuciones de la probabilidad eran ligeramente asimétricas hacia tipos más elevados, indicando que los participantes en el mercado asignaron un sesgo alcista al nivel medio de los tipos del EURIBOR a tres meses esperados.

En general, los instrumentos del mercado monetario proporcionan a los responsables de la política monetaria una amplia selección de herramientas altamente informativas al valorar si los mercados compren-

den correctamente las perspectivas de los tipos de interés a corto plazo, y por tanto, la orientación de la política monetaria en todo momento.

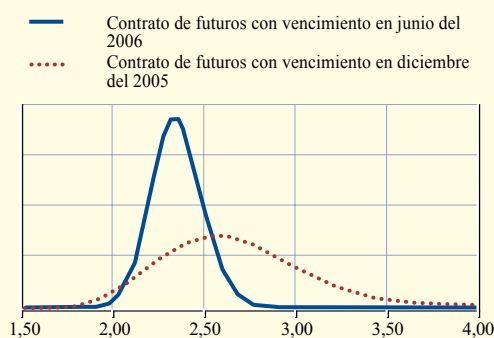
5 CONCLUSIONES

El mercado monetario de la zona del euro reviste una importancia crucial para el BCE en la transmisión de su orientación de la política monetaria a los mercados financieros generales, desde donde influye en las decisiones de inversión y de ahorro del sector privado, en la evolución monetaria y, en última instancia, en las perspectivas de estabilidad de precios.

Las decisiones acerca de los niveles de los tipos de interés oficiales del BCE son adoptadas por el Consejo de Gobierno con el objetivo de asegurar la estabilidad de precios en la zona del euro. El marco operativo de la política monetaria y las decisiones sobre la gestión de la liquidez que toma el Comité Ejecutivo del BCE constituyen herramientas eficaces para garantizar que los tipos de interés a más corto plazo del mercado monetario de la zona del euro se mantienen dentro de una banda estrecha próxima al tipo mínimo de puja. Normalmente, el tipo mínimo de puja registra fluctuaciones unos pocos días al mes, como máximo, e impide que la volatilidad observada en los tipos a más corto plazo se transmita a la curva de rendimientos del mercado monetario. Al mismo tiempo, el BCE reconoce que la evolución de los tipos de interés a largo plazo del mercado monetario responde a factores de mercado y que este segmento queda fuera del control directo del BCE. Esto es particularmente evidente en períodos concretos de tensión en los mercados financieros, en los que las modificaciones de las primas de riesgo y la desconfianza entre las entidades de crédito y los inversores afectan a estos tipos de interés y, por tanto, pueden interferir en la transmisión de la orientación de la política monetaria.

Por consiguiente, al realizar la valoración de la transmisión de la orientación de la política monetaria a los mercados financieros, el BCE considera un amplio conjunto de indicadores obtenidos de diversos instrumentos del mercado monetario. Estos indicadores forman parte del análisis económico y del análisis monetario que determinan las decisiones de política monetaria del BCE.

Gráfico 6 Densidades neutrales al riesgo del EURIBOR a tres meses el 27 de octubre de 2005



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.
Nota: Las estimaciones se basan en una combinación de lognormales para la densidad neutral al riesgo implícita aplicada a las cotizaciones de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses negociadas en Euronext.liffe.

LA TITULIZACIÓN EN LA ZONA DEL EURO

Las recientes turbulencias de los mercados de crédito han puesto de manifiesto los cambios que se han producido en las operaciones de titulización en sólo unos años, que han pasado de ser más o menos un mercado marginal de la zona del euro a constituir un factor determinante en la evolución de los mercados de capitales. El papel cada vez más influyente de las titulizaciones resulta de interés para los bancos centrales por diversas razones. Desde el punto de vista de la política monetaria, las operaciones de titulización, mediante su efecto en la financiación de las entidades y los mercados de crédito, no sólo afectan al mecanismo de transmisión a través de la oferta de préstamos, sino que también repercuten en el análisis monetario. Además, las recientes turbulencias de los mercados de crédito han puesto claramente de relieve la importancia que tienen los mercados de titulización sobre la estabilidad financiera. Por último, estas operaciones han estado en la vanguardia de la innovación financiera y, mediante el uso de los derivados de crédito y de instrumentos financieros relacionados, han favorecido la integración financiera en la zona del euro. En este artículo se presentan, en primer lugar, algunos datos sobre la evolución de la titulización en la zona del euro. Después se tratan algunas de sus posibles consecuencias sobre la política monetaria, teniendo también en cuenta los acontecimientos recientes. Por último se destacan algunas de las deficiencias del mercado de titulización que dieron lugar a la rápida evaporación de la liquidez durante las turbulencias de los mercados de crédito.

I INTRODUCCIÓN

Las titulizaciones han crecido de forma extraordinaria en la última década. Aunque esta expansión ha marcado una tendencia mundial, ha sido especialmente rápida en la zona del euro, debido a factores tales como la introducción del euro y el consiguiente aumento de la integración de los mercados financieros, así como el paso hacia un sistema financiero más basado en los mercados. El acusado crecimiento de las titulizaciones forma parte de una tendencia más amplia de innovación financiera en los mercados de crédito, que también incluye el desarrollo de los derivados de crédito y cambios en el mercado de préstamos sindicados. En la zona del euro, las entidades de crédito han titulado una gama cada vez más amplia de activos financieros. Inicialmente, los activos titulizados más comunes eran los préstamos hipotecarios, mientras que en los últimos años se han desarrollado formas de titulización más sofisticadas, y las entidades de crédito pueden titular una parte cada vez mayor de su cartera de crédito a empresas y crédito al consumo.

La titulización y la innovación financiera en los mercados de crédito han generado cambios importantes, tanto en la estructura financiera de la

zona del euro como en el papel de las entidades de crédito. El aumento de las titulizaciones ha modificado el funcionamiento de los mercados de crédito, reduciendo el papel fundamental de transformación de la liquidez que desempeñaban tradicionalmente los intermediarios financieros. Es probable que el cambio en el modelo de negocio de los bancos, desde el modelo basado en «originar y mantener» hacia otro fundamentado en «originar, empaquetar y vender», también repercuta significativamente en la efectividad de la política monetaria a través del sector bancario. Al mismo tiempo, las recientes turbulencias de los mercados de crédito han puesto de relieve algunas características de determinados productos, como su alto nivel de complejidad y su opacidad, que pueden afectar al funcionamiento del mercado en épocas de tensión, y, por consiguiente, la dependencia excesiva que tienen los inversores de las calificaciones crediticias y la falta de liquidez del mercado.

En este artículo se analiza la evolución de la titulización en la zona del euro y se comentan algunas de sus posibles consecuencias desde el punto de vista de la política monetaria. En la sección 2 se introducen los conceptos principales relacionados con el mercado de titulización y se explican algu-

nos de los instrumentos básicos y de los motivos por los que las entidades originadoras utilizan este tipo de operaciones. En la sección 3 se analizan brevemente el espectacular aumento de las titulizaciones en la zona del euro en los últimos años y su posterior disminución en los últimos trimestres del 2007. En la sección 4 se comentan algunos efectos posibles del proceso de titulización sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria, mientras que en la sección 5 se evalúa su impacto sobre el marco operativo de dicha política. A la luz de lo anterior, en la sección 6 se destacan algunos aspectos relacionados con los problemas recientes del mercado de titulización.¹

2 LA TITULIZACIÓN: CONCEPTOS Y MOTIVOS

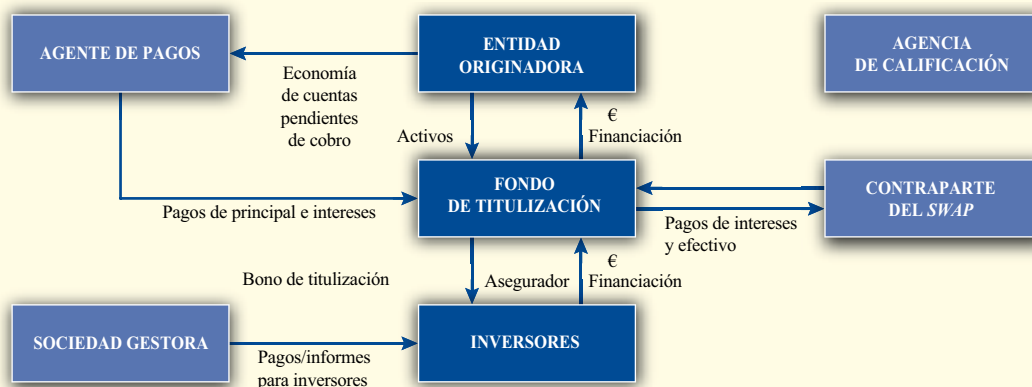
La titulización tradicional puede definirse como la agrupación de activos financieros (como préstamos hipotecarios para adquisición de vivienda) y su venta posterior a un fondo de titulización (FT), que emite valores de renta fija para venderlos a los inversores —denominados bonos de titulización de activos (ABS, en sus siglas en inglés)—, cuyo principal e intereses dependen de los flujos de efectivo generados por el conjunto de los activos financieros subyacentes (véase gráfico 1). El FT generalmente adquiere los activos subyacentes a la entidad originadora mediante lo que

se conoce como «venta real» o *true sale*.² El efectivo recibido de los inversores que adquieren los valores emitidos por el FT se devuelve a la entidad originadora. El FT también designa a un agente de pagos para que se ocupe del cobro de los pagos de intereses y principal de los préstamos subyacentes (en Europa, suele ser la entidad originadora). Otras dos partes importantes de la operación son la contraparte del *swap*, que normalmente cubre los riesgos de tipo de interés y de tipo de cambio del conjunto de activos agrupados, y la sociedad gestora (*trustee*), que asegura que el dinero sea transferido del agente de pagos al FT y que los inversores reciban sus cobros de acuerdo con la prelación establecida. A pesar de la aparente complejidad del proceso de titulización, el concepto subyacente básico es que si la entidad originadora se declara en quiebra, los activos de garantía que obran en poder del FT siguen siendo válidos y el agente de pagos asegura que continúen realizándose los pagos relativos a dichos ac-

1 En este artículo no se tratarán las posibles repercusiones de la actividad de titulización sobre la estabilidad financiera, pues ya se han abordado en la edición de diciembre del 2007 del informe *Financial Stability Review* y se analizarán en próximas publicaciones del BCE.

2 En el caso de los inversores, este mecanismo ayuda a garantizar que los flujos de efectivo esperados de los activos subyacentes son independientes de la solvencia de la entidad originadora. El FT generalmente no tiene ninguna otra función, además de emitir los valores y poseer los activos que subyacen a estos valores, de manera que se elimina cualquier incentivo de otra parte de llevar al FT a la quiebra.

Gráfico 1 Participantes en la titulización y funciones en la creación de un bono de titulización



Fuente: Versión adaptada y simplificada de un gráfico de «European Securitisation: A Resource Guide», Foro Europeo de Titulización.

tivos, de forma que los inversores sigan cobrando los intereses y el principal. Por tanto, la calidad crediticia de los valores emitidos por el FT es independiente de la solvencia de la entidad originadora.

Las entidades originadoras tienen una serie de motivos, no excluyentes entre sí, para recurrir a la titulización. En primer lugar, en el caso de la titulización real (o fuera de balance) tradicional, este mecanismo constituye una fuente de financiación importante. Además, dado que los inversores en bonos de titulización de activos suelen ser distintos, por ejemplo, de los inversores bonos garantizados (*covered bonds*)³, también permite a las entidades originadoras expandir y diversificar su abanico de fuentes de financiación, permitiendo conseguir una financiación más estable y rentable. La financiación a través de la titulización también puede tener ventajas sobre las ventas simples de préstamos, como las derivadas de la diversificación como consecuencia de la agrupación y la división en tramos de los riesgos de los activos subyacentes.⁴ En segundo lugar, la titulización permite a las entidades originadoras dar de baja el riesgo de crédito de su balance, con la consiguiente reducción de las exigencias regulatorias de capital costoso y, por tanto, del coste global de financiación.⁵ En tercer lugar, la titulización podría usarse para la gestión general de riesgos, ya que la menor exigencia de capital y la nueva financiación se emplearían para modificar el perfil de riesgo de una entidad, por ejemplo diversificando la cartera de préstamos geográficamente y por sectores. Por último, la aparición de las obligaciones de deuda garantizadas (CDO, en sus siglas en inglés) también ha introducido la posibilidad de aumentar los ingresos mediante la titulización. A este respecto, los bancos de inversión y las sociedades gestoras de inversiones a menudo contratan operaciones con el único objetivo de aprovechar las oportunidades de arbitraje en los mercados de riesgo de crédito.

Dado que el coste de la financiación es un objetivo importante, los emisores intentan obtener la calificación más alta posible de una agencia de calificación para el conjunto de los bonos emitidos para los inversores. Aunque la calidad crediticia de los distin-

tos préstamos subyacentes puede ser bastante baja, la calificación puede mejorar considerablemente agrupando la cartera de activos y empleando una variedad de técnicas de mejora crediticia, como garantías de terceros o la división de la emisión en distintos tramos. En la operación más simple, los valores emitidos por el FT se dividirían en tres «tramos»: el tramo preferente o *senior*, el tramo *mezzanine* y el tramo subordinado o *equity*.⁶ Todos ellos están respaldados por el mismo conjunto de activos pero, si se produce un impago, hay un orden en la prelación de pagos, de forma que el tramo subordinado es el primero que sufre pérdidas, seguido por el tramo *mezzanine*, y, finalmente, por el tramo preferente. Para indicar la calidad de los activos titulizados y armonizar sus intereses con los de los inversores, la entidad originadora de los activos puede mantener dentro de su balance parte del tramo subordinado. Dado que asumiría la mayor parte de los riesgos, continuaría teniendo gran interés en seguir vigilando la calidad crediticia de los activos subyacentes.⁷

- 3 Los bonos garantizados (*covered bonds*) generalmente atraen a un tipo de inversores diferente del de los bonos de titulización, porque suelen tener: (i) una fecha de vencimiento fija y conocida; (ii) la protección adicional de un marco jurídico especial; (iii) mayor liquidez. Por su parte, los bonos de titulización normalmente tienen estructuras de amortización, de forma que el principal se amortiza gradualmente a lo largo del tiempo y la fecha de vencimiento del valor no suele conocerse con antelación. Algunos inversores no desean asumir este «riesgo de amortización anticipada» que es propio, generalmente, de los bonos de titulización.
- 4 Véase DeMarzo, P. M. (2005), «The Pooling and Tranching of Securities: A Model of Informed Intermediation», en *The Review of Financial Studies*, vol. 18, pp. 1-35.
- 5 En el pasado, de conformidad con el primer Acuerdo de Capital de Basilea («Basilea I»), las entidades de crédito solían titular una parte de su cartera de préstamos y mantenían en su balance el tramo subordinado de riesgo. De esta forma, podían reducir con frecuencia los requerimientos de capital de Basilea I y retener un riesgo significativo en relación con los activos titulizados. La intención del Acuerdo de Capital de Basilea revisado («Basilea II»), cuya entrada en vigor se inició en el 2007, es adecuar mejor los requerimientos de capital regulatorio al riesgo económico real, reduciendo así las posibilidades de efectuar operaciones de arbitraje regulator que solían existir con Basilea I.
- 6 En la práctica, el número de tramos suele ser muy superior a tres y el tramo preferente puede dividirse en diversos «subtramos», generalmente con la misma calificación crediticia, pero con distintas fechas de vencimiento, con el fin de satisfacer mejor las diferentes preferencias de los inversores.
- 7 Sin embargo, en los últimos años, los tramos subordinados se han vendido a los mercados en muchos casos. Al mismo tiempo, las autoridades reguladoras de una serie de países han obligado con frecuencia a las entidades originadoras a conservar estos tramos.

Tradicionalmente, la mayoría de los activos titulizados han sido grandes cantidades de activos de importe reducido, relativamente homogéneos y relacionados con el sector de hogares, como los préstamos hipotecarios para la adquisición de vivienda de elevada calificación crediticia. Estos activos son particularmente idóneos para la titulación porque las asimetrías de información (distintos grados de conocimiento) entre las entidades originadoras y los inversores externos, en relación con la calidad de los activos subyacentes, suelen ser bastante pequeñas, lo cual permite a los inversores externos estimar el valor de la cartera subyacente con bastante precisión. Además, la agrupación de grandes volúmenes de activos homogéneos y generalmente de menor cuantía ayuda a reducir los riesgos idiosincrásicos, es decir, los riesgos asociados a activos subyacentes concretos (como los préstamos hipotecarios). Al mismo tiempo, la cartera subyacente sigue estando expuesta a riesgos macro-económicos, por ejemplo, descensos del precio de la

vivienda o crisis de confianza de los mercados, que pueden afectar significativamente al valor de los títulos, tal como han demostrado las recientes turbulencias de los mercados de crédito.

En los últimos años se ha producido una marcada tendencia hacia la titulación de activos heterogéneos y generalmente de mayor importe, como los valores de renta fija de alta rentabilidad, los préstamos apalancados o los tramos *mezzanine* de otras operaciones de titulación, combinando a menudo algunas de las técnicas de la titulación tradicional con innovaciones recientes en la gestión del riesgo de crédito (como las CDO, véase recuadro 1). Además de vender los activos subyacentes al FT mediante una venta real, los cedentes pueden transferir únicamente el riesgo de crédito de los activos subyacentes utilizando derivados de crédito, mientras que mantienen en su balance los activos en cuestión (a este proceso se le denomina «titulación sintética»).

Recuadro 1

OBLIGACIONES DE DEUDA GARANTIZADAS

En términos muy amplios, las obligaciones de deuda garantizadas (CDO, en sus siglas en inglés) son instrumentos que permiten a los participantes en el mercado transferir rápidamente porcentajes muy elevados de riesgo de crédito a los inversores, con frecuencia mediante operaciones altamente apalancadas. El objetivo de estas obligaciones es la creación de valor atrayendo liquidez hacia el riesgo de crédito en clases de activos que, por sí mismos, serían demasiado ilíquidos o excesivamente complejos para que algunos inversores los considerasen. A diferencia de la titulación real, el número de activos que respalda una CDO tiende a ser bajo, pero, con frecuencia, se trata de activos sumamente heterogéneos, con elevadas concentraciones de riesgo frente a cada deudor. Por este motivo, a los inversores les resulta más difícil determinar el riesgo de estas obligaciones, ya que han de tener en cuenta no sólo el riesgo de crédito de cada uno de los activos, sino también las correlaciones que existen entre ellos. En la práctica, las agencias de calificación de riesgos desempeñan un papel crucial asignando calificaciones crediticias a los diferentes tramos en función de sus modelos y de supuestos respecto a las correlaciones.

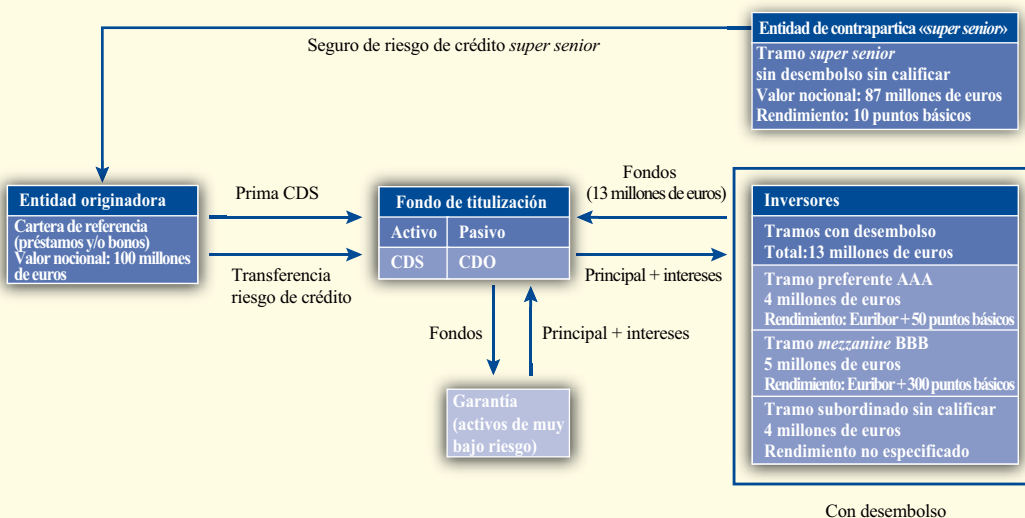
Además del método de tesorería característico de la titulación real, los bancos que realizan operaciones con CDO utilizan a menudo derivados de crédito, como los seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés), para transferir el riesgo de crédito del conjunto subyacente de activos (lo que normalmente se denomina «titulación sintética»). En este caso, las operaciones son muy flexibles en lo que se refiere a la composición de los activos y a su combinación de riesgo-rentabilidad, lo que permite a los inversores elegir CDO «hechas a medida» para satisfacer sus necesidades. Además, los activos subyacentes permanecen en el balance de la entidad originadora o del cedente, mientras que el fondo de titulación mantiene un con-

junto de CDS que replican los activos. Los CDS generan el pago de una prima de la entidad originadora o del cedente al fondo de titulación, pero en caso de impago de alguno de los activos subyacentes, el fondo se responsabiliza de las posibles pérdidas. Por lo que respecta a los pasivos, el fondo de titulación emite valores de renta fija para vender a los inversores, que pueden ser con desembolso (*funded*) o sin desembolso (*unfunded*) (véase diagrama). En las operaciones de titulación sintética con desembolso, los inversores pagan los valores en efectivo que el fondo de titulación invierte en activos de alta calidad, como deuda pública o bonos garantizados (*covered bonds*). En las operaciones sin desembolso, los inversores no entregan ninguna cantidad al contado, lo que significa que la entidad de crédito que dispone la operación se arriesga a que el inversor no compense la pérdida en caso de impago de los activos subyacentes. La mayoría de las operaciones sintéticas tienden a ser con desembolso parcial, en el sentido de que el tramo *super senior* es sin desembolso, mientras que los tramos *senior* y subordinado son con desembolso.

Al igual que ocurre con los bonos de titulación tradicionales, las CDO se clasifican según el tipo de activo subyacente. Si se trata de préstamos, utilizados, por ejemplo, para financiar compras apalancadas de empresas, la operación se conoce como bono de titulación de préstamo (CLO, en sus siglas en inglés), pero si el activo subyacente está representado por obligaciones de empresa u otro tipo de valores de renta fija, la operación se conoce como una obligación de bonos garantizada (CBO, en sus siglas en inglés). Estas últimas —que han proliferado notablemente en el 2006— han sido normalmente operaciones en efectivo más que instrumentos sintéticos, es decir, el fondo de titulación compra directamente el activo de garantía, como en las operaciones de titulación tradicional.

CDO sintética con desembolso parcial

Primer paso	Segundo paso	Tercer paso
La entidad originadora transfiere el riesgo de crédito de la cartera (un 13% al fondo de titulación y el 87% restante a la entidad de contrapartida <i>super senior</i>) y paga una prima tanto al fondo de titulación como a esta última a cambio de protección.	El fondo de titulación emite tramos de CDO por importe de 13 millones de euros, es decir, el 13% de la cartera de referencia.	El fondo de titulación invierte el producto de las ventas de los tramos (13 millones de euros) en activos sin riesgo.



Fuentes: Véase Cousseran, O. y Rahmouni, I. (2005), «The CDO Market: Functioning and Implications in terms of Financial Stability» en *Financial Stability Review*, n.º 6, junio, Banque de France; Tavakoli, J.M. (2003), «Collateralized Debt Obligations and Structured Finance: New Developments in Cash and Synthetic Securitization», John Wiley & Sons.

La búsqueda de activos de alta rentabilidad por parte de los inversores se tradujo en un aumento de la complejidad de las CDO. Por consiguiente, los inversores asumieron un mayor apalancamiento y riesgos subyacentes más elevados y opacos. Como consecuencia de su complejidad y opacidad, el mercado secundario para este tipo de instrumentos era muy limitado y, por tanto, con frecuencia se valoraban utilizando los modelos internos de las entidades de crédito. Por su diseño, estos modelos requerían la formulación de una serie de hipótesis y, debido al apalancamiento, el más ligero cambio en las mismas podía provocar fácilmente cambios significativos en el precio del valor. Tal como se explicará con más detalle en la sección 6, la extrema dificultad que entraña la valoración de dichos instrumentos, así como la falta fundamental de liquidez en el mercado de CDO, han contribuido considerablemente a las recientes turbulencias de los mercados de crédito.

3 EVOLUCIÓN DEL MERCADO

El crecimiento de las titulaciones denominadas en euros se aceleró a finales de la década de los noventa y ha sido especialmente acusado en los últimos años (véase gráfico 2).⁸ Aunque la expansión de la titulación ha sido una tendencia mundial, en Europa también ha estado ligada a factores regionales. En concreto, la introducción del euro favoreció una mayor integración financiera, permitiendo a los inversores institucionales aumentar su exposición internacional y facilitando a los emisores el acceso a un conjunto más amplio de inversores potenciales.⁹ No obstante, las recientes turbulencias de los mercados financieros tuvieron un efecto moderador significativo sobre la actividad de titulación en el segundo semestre del 2007.

El mercado de titulación de la zona del euro revisita una serie de características: en primer lugar, el papel especial que desempeña la titulación sintética (véase definición en recuadro 1) para solventar el problema del tamaño limitado y la fragmentación de los mercados de renta fija privada; en segundo lugar, los volúmenes considerablemente distintos de titulación dentro de la zona; y en tercer lugar, el predominio del segmento de bonos de titulación hipotecaria

sobre inmuebles residenciales (RMBS, en sus siglas en inglés)—y, más recientemente, de los segmentos de bonos de titulación hipotecaria sobre inmuebles comerciales (CMBS, en sus siglas en inglés) y de CDO— y el nivel relativamente moderado de titulación de préstamos a pequeñas y medianas empresas (PYMES). Estas características se analizan con más detalle en esta sección.

EL PAPEL DE LA TITULIZACIÓN SINTÉTICA

La financiación directa obtenida por las sociedades no financieras a través del mercado de renta fija privada ha sido, tradicionalmente, bastante limitada, a pesar del crecimiento significativo experimentado desde la introducción del euro.¹⁰ Además, las empresas que captan fondos mediante productos de los mercados de capitales se han concentrado, por lo ge-

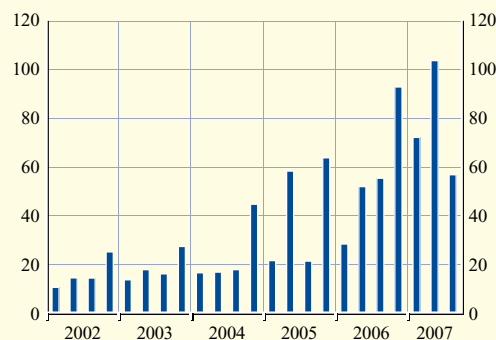
8 En la actualidad el Eurosistema no dispone de datos sobre titulación a nivel de la zona del euro. La información procedente de distintos proveedores de datos que se presenta en este artículo no suele ser comparable directamente, debido a las diferencias de cobertura geográfica, de definición conceptual y de métodos de elaboración.

9 Véase el Informe sobre cuestiones estructurales del BCE titulado «Corporate finance in the euro area», de mayo del 2007.

10 De acuerdo con las estadísticas del BCE, los saldos nominales vivos de los valores distintos de acciones denominados en euros emitidos por sociedades no financieras ubicadas en la zona del euro ascendían a tan solo 561 mm de euros a finales del 2006, frente a 3.668 mm de euros en el caso de las IFM y 1.035 mm de euros en el de las instituciones financieras no monetarias, tratándose en su mayoría de bonos de titulación y CDO emitidos por los fondos de titulación.

Gráfico 2 Emisiones de bonos de titulación denominados en euros

(mm de euros; emisiones trimestrales)



Fuente: Comisión Europea.

Última observación: tercer trimestre del 2007.

Nota: Se incluyen las emisiones en euros por parte de entidades originadoras no pertenecientes a la zona del euro.

neral, en sectores específicos, como las telecomunicaciones. A la luz del escaso papel del mercado de renta fija privada, la titulización sintética mediante la emisión de CDO ha desempeñado un papel beneficioso a la hora de potenciar mercados más «completos» y ha permitido a los inversores ampliar su exposición al riesgo frente a más empresas y sectores que en el pasado. Asimismo, dado que los activos pueden mantenerse en el balance de la entidad originadora, los costes legales y administrativos son significativamente más reducidos que en una venta simple.¹¹ Resulta difícil estimar el tamaño del mercado, puesto que la mayoría de las operaciones son colocaciones privadas y no se dispone de datos públicos exhaustivos, pero algunas fuentes indican que las emisiones de CDO sintéticas¹² ascendieron a más de 124 mm de euros en el 2006 (véase gráfico 3). Se prevé que las emisiones hayan disminuido en el último trimestre del 2007 como consecuencia de las tensiones en los mercados de crédito.

UN VOLUMEN DE EMISIONES DIFERENTE EN LOS DISTINTOS PAÍSES

En general, el volumen de titulaciones ha aumentado en todos los países de la zona del euro, pero los mercados más grandes se encuentran en España, Países Bajos e Italia (véase gráfico 4). Además, el

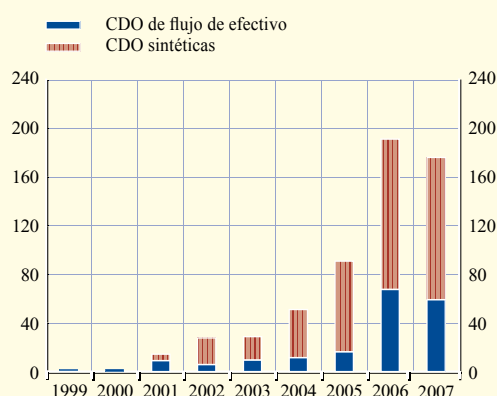
volumen de las emisiones de titulización, en relación con el PIB, ha sido muy elevado también en Portugal. Uno de los factores principales que origina distintos niveles de emisiones está relacionado con la evolución de los RMBS, que representan más de la mitad del total de las emisiones de titulización. Las emisiones de RMBS han sido más altas, por lo general, en países como España y Países Bajos, donde los préstamos para la adquisición de vivienda han crecido a un ritmo considerablemente más rápido que los depósitos. Otro factor clave que afecta a las emisiones de RMBS en diferentes países es el marco jurídico que regula la amortización anticipada de los préstamos hipotecarios por parte de los prestatarios. En países en los que se aplican penalizaciones significativas, que reducen el incentivo de la amortización anticipada, los emisores tienen menos necesidad de utilizar estructuras de amortización, como los RMBS, para transferir el riesgo de amortización an-

11 Ello es particularmente importante en Europa, donde la titulización real de una cartera de préstamos concedidos a entidades ubicadas en más de un país supondría tener que enfrentarse a dificultades legales y administrativas en múltiples jurisdicciones. Véase el informe del Grupo de Abogados de los Mercados Financieros Europeos correspondiente al 2007, sobre los obstáculos legales para las titulaciones internacionales en la UE (www.efmlg.org).

12 Medidas como el valor de los tramos con desembolso (*funded*) y sin desembolso (*unfunded*).

Gráfico 3 Emisiones de CDO de flujo de efectivo y sintéticas denominadas en euros

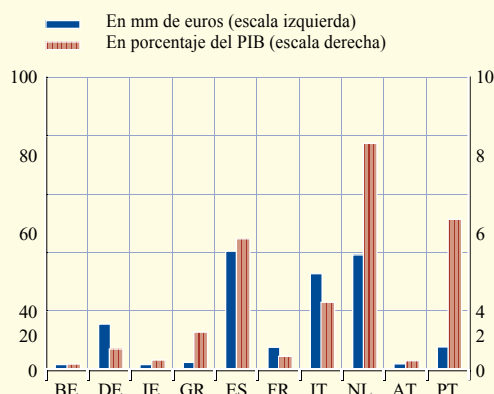
(mm de euros)



Fuente: Creditflux.

Nota: Los datos correspondientes al 2007 se refieren únicamente a los tres primeros trimestres.

Gráfico 4 Titulización en la zona del euro por país del activo de garantía en el 2006

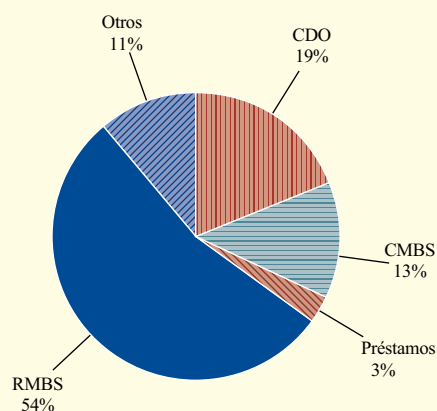


Fuentes: Foro Europeo de Titulización y Eurostat.

Nota: No se incluyen las CDO ni las titulaciones sintéticas.

Gráfico 5 Emisiones de titulización europeas en el 2006

(porcentajes, por tipo de activo de garantía)



Fuente: Foro Europeo de Titulización.

Notas: Se incluyen las emisiones en países europeos no pertenecientes a la zona del euro, tales como las emisiones de valores con activos de garantía británicos. Las CDO incluyen valores emitidos en euros únicamente. «Préstamos» incluye préstamos apalancados, comerciales, al consumo, a empresas y de otro tipo. «Otros» incluye préstamos para la adquisición de vehículos, deudores por tarjetas de crédito, deudores por arrendamientos, cuentas comerciales pendientes de cobro y cuentas pendientes de cobro en concepto de servicios sanitarios, seguros, servicios públicos y otros.

ticipada a los inversores. En su lugar, estas entidades pueden recurrir a bonos garantizados (*covered bonds*) con amortización de la totalidad del principal en una fecha única. También existen importantes factores de carácter legal, administrativo y regulatorio que influyen en los volúmenes de emisiones, no sólo de RMBS, sino también de otros tipos de titulización. Por ejemplo, la ausencia de normas específicas en algunos códigos civiles de Europa continental ha disuadido a los participantes en el mercado de dichas jurisdicciones de titular sus activos, o bien ha supuesto que éstos hayan cargado con costes económicos y administrativos mayores (por ejemplo, uso de vehículos *offshore*, nuevo registro de la escritura hipotecaria, necesidad de notificación al prestatario o del consentimiento de éste, tratamiento de la operación a efectos tributarios, etc.).

LOS RMBS, CDO Y CMBS CONTINÚAN DOMINANDO

Tal como se ha indicado anteriormente, los RMBS han representado, de forma constante, la mayor parte de las emisiones de titulización en la UE desde los comienzos de este mercado, con una tasa de creci-

miento anual de alrededor del 30%, aunque las emisiones de otras clases de activos, en concreto las CDO¹³ y los CMBS, también han registrado una fuerte expansión. Los RMBS todavía representaban el 54%, aproximadamente, de las emisiones totales europeas en el 2006, pero las CDO explicaban en torno al 19% y las CMBS el 13% (véase gráfico 5).

La emisión de bonos de titulización respaldados por préstamos a PYMES podría favorecer la existencia de fondos adicionales para la concesión de crédito a las pequeñas y medianas empresas. Sin embargo, en la zona del euro, estos instrumentos representan una pequeña fracción de las emisiones totales de titulización, y el mercado se concentra principalmente en Alemania y España y, en cierta medida, en los Países Bajos.¹⁴ El acusado crecimiento de los mercados de titulización de préstamos a PYMES en Alemania y España ha estado impulsado por programas especiales de apoyo público, lanzados específicamente para reforzar la titulización de los préstamos a PYMES, con el fin de fomentar el aumento del crédito a este sector. Existen diversos factores que han tendido a inhibir el crecimiento de la titulización de estos préstamos en la zona del euro. En primer lugar, existe una falta de normalización de los préstamos a PYMES, especialmente en comparación con otros instrumentos, como las hipotecas o los préstamos al consumo. En segundo lugar, la disponibilidad de datos es una cuestión importante: puede resultar difícil para las entidades originadoras suministrar datos históricos sobre el comportamiento de estos préstamos a lo largo de un ciclo económico. En tercer lugar, mientras que las grandes entidades prestamistas pueden, por lo general, obtener financiación más barata de otras fuentes (como los préstamos sin garantía real), los pequeños prestamistas, que tendrían más incentivos para recurrir a este tipo de titulización, no tienen suficientes préstamos a PYMES como para generar operaciones de volumen razonable.

13 El mercado de CDO es particularmente difícil de cuantificar y ordenar debido a la falta de fuentes de información que sean homogéneas y representativas del conjunto del mercado. Véase Cousseiran, O. y Rahmouni, I., op. cit.

14 A finales del primer trimestre del 2007, las emisiones acumuladas de bonos de titulización de préstamos (CLO, en sus siglas en inglés) a PYMES ascendían a 72 mm de euros en el caso de las entidades de crédito alemanas, a 48 mm de euros en el caso de las españolas y a 23 mm de euros en el de las holandesas.

4 TITULIZACIÓN, PRÉSTAMOS BANCARIOS Y POLÍTICA MONETARIA

La titulización y la innovación financiera en los mercados de crédito han producido cambios significativos, tanto en la estructura financiera de la zona del euro como en el papel que desempeñan las entidades de crédito en la misma. Uno de los efectos principales de la evolución de la titulización real y, especialmente, de la sintética, es que ahora pueden conseguirse grandes cantidades de crédito, tradicionalmente ilíquidas, fuera del sector bancario. En un cierto sentido, aunque la originación de préstamos sigue siendo principalmente local, la titulización puede globalizar la financiación de los mismos, ya que los convierte en instrumentos negociables y disponibles para los inversores. Como consecuencia de ello, las entidades de crédito han mantenido, y probablemente potenciado, su papel de originadoras de crédito, perdiendo importancia progresivamente como tenedoras principales de activos ilíquidos.

Desde el punto de vista de la política monetaria, el hecho de que la titulización esté ocasionando cambios en los mercados de crédito significa que también generará variaciones en la dinámica de los préstamos,¹⁵ modificando el comportamiento de las contrapartes monetarias y el análisis de la política monetaria en general (véase recuadro 2). En condiciones macroeconómicas normales, una de las consecuencias esperadas de la titulización, desde una óptica macroeconómica, es un aumento general en la oferta agregada de préstamos, porque, al poder titular una parte de sus activos, las entidades de crédito podrían tener acceso a financiación adicional que sería susceptible de emplearse, a su vez, para conceder más financiación. Además, al dar totalmente de baja los préstamos de su balance, las entidades han podido, en muchas ocasiones, conseguir una reducción de los requerimientos de capital regulatorio y utilizarla para incrementar la oferta de préstamos. A este respecto, la considerable expansión de la titulización contribuyó, probablemente, al fuerte crecimiento de los préstamos y a la aplicación de criterios de concesión más favorables desde principios del 2005 hasta el primer semestre del 2007.

Dado que los cambios en la actividad de titulización afectan a las condiciones de las entidades de crédito, también es probable que repercutan en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. De acuerdo con la teoría del canal del crédito bancario, dichas condiciones pueden influir significativamente en cómo responde su oferta de crédito ante cambios en la política monetaria.¹⁶ A este respecto, después de un endurecimiento de esta última, la caída de la oferta de crédito es previsiblemente más importante para los tipos de entidades siguientes: (i) las pequeñas entidades de crédito cuya financiación procede principalmente de los depósitos y las acciones y participaciones; (ii) las entidades de crédito menos líquidas¹⁷, que no pueden proteger su cartera crediticia del endurecimiento monetario disponiendo de efectivo y valores; y (iii) las entidades de crédito con escasa capitalización, que podrían estar por debajo de su objetivo de capital y tener un acceso más limitado a los mercados de financiación sin colateral.¹⁸ Sin embargo, es de esperar que la titulización amortigüe los efectos de estos factores sobre el mecanismo de transmisión. En primer lugar, esta actividad permite a las entidades de crédito suministrar financiación adicional sin aumentar el tamaño de su balance. En segundo, les permite obtener liquidez adicional con independencia de su cartera de valores. En tercer lugar, al dar de baja los préstamos de su balance mediante la titulización, las entidades de crédito pueden mejorar sus ratios de solvencia, como consecuencia de la transmisión del riesgo de crédito.

15 Para obtener una visión general del papel del crédito y del sector bancario desde el punto de vista de la política monetaria, véase Stiglitz, J. E. y Greenwald, B. (2003), «Towards a New Paradigm in Monetary Economics», Cambridge University Press.

16 Véase Bernanke, B. (2007), «The Financial Accelerator and the Credit Channel», discurso pronunciado en la conferencia titulada «The credit channel of monetary policy in the twenty-first century», Federal Bank of Atlanta, Georgia, 15 de junio. La evidencia existente sobre los efectos de la titulización en los tipos de interés sigue siendo escasa y no presentan resultados concluyentes.

17 Kashyap, A. y Stein, J. C. (2000), «What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy?», en *American Economic Review*, vol. 90, n.º 3, pp. 407-428.

18 Véase Van den Heuvel, S. J. (2002), «Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission?», en *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, mayo, pp. 260-266.

Recuadro 2

IMPACTO DE LA TITULIZACIÓN DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS EN EL ANÁLISIS MONETARIO

El objetivo del análisis monetario es identificar las tendencias monetarias asociadas a la evolución de los precios en un horizonte de medio a largo plazo. Extraer esta «señal» relevante para la política monetaria se ha tornado más difícil en un entorno en el que en la evolución monetaria influyen, cada vez más, elementos de innovación financiera, como la titulización. A continuación se analiza el impacto de la titulización en el crédito de las IFM al sector privado y en el agregado monetario amplio M3, desde el punto de vista tanto conceptual como cuantitativo. En este caso, la atención se centra en los efectos directos sobre la situación patrimonial de las IFM, aunque también se consideran los efectos más indirectos que se dejan sentir a través del menor riesgo de crédito de las IFM.

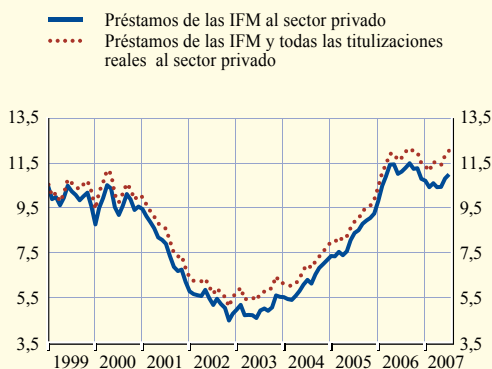
Efectos de la titulización de los préstamos sobre el crédito de las IFM al sector privado

El impacto más evidente de la titulización de los préstamos en el balance de las IFM es el efecto directo sobre las posiciones de préstamos y créditos. En el caso de la titulización real o fuera del balance, el préstamo se transfiere del balance de la IFM al de una entidad especial de financiación, con lo que se reducen los préstamos contabilizados en términos estadísticos¹. Sin embargo, desde la perspectiva del prestatario, el préstamo aún sigue pendiente. Así pues, la titulización real puede abrir una brecha entre la tasa de crecimiento de los préstamos totales concedidos al sector privado y la tasa de crecimiento obtenida a partir de las estadísticas de los balances de las IFM. Las estimaciones basadas en los datos disponibles en el BCE sobre titulización real de préstamos sugieren que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado en la zona del euro se sitúa actualmente en torno a un punto porcentual por debajo de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos totales al sector privado originados por las IFM (véase gráfico A)². En el caso de la titulización sintética, sólo se transfiere a la entidad especial de financiación el riesgo de crédito de un préstamo, mientras que el préstamo

- 1 Tras la adopción de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC 39) por parte de las IFM de la zona del euro, una operación de titulización real no necesariamente ha de dar lugar a una reducción de las tenencias de préstamos si el préstamo titulado no se da de baja del balance de las IFM en términos contables y estadísticos.
- 2 Cabe señalar que las estimaciones actualmente disponibles sobre titulización real para la zona del euro están rodeadas de incertidumbre y adolecen de una cierta falta de datos. El SEBC está desarrollando actualmente estadísticas armonizadas y más detalladas sobre este tema.

Gráfico A Impacto de la titulización real sobre los préstamos al sector privado

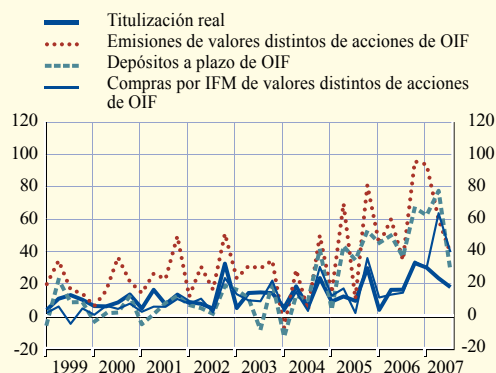
(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, estimaciones del BCE.

Gráfico B Titulización, emisiones y compras por parte de las IFM de valores distintos de acciones de OIF y depósitos a plazo de OIF

(flujos trimestrales en mm de euros)



Fuentes: BCE, estimaciones del BCE.

propriadamente dicho se mantiene en el balance de la IFM. Así pues, este tipo de titulación no afecta directamente a las estadísticas de préstamos de las IFM.

Otro aspecto relevante a la hora de considerar los efectos de la titulación sobre el crédito de las IFM es que la definición de crédito al sector privado que utiliza el BCE es un concepto amplio. Además de los préstamos, incluye la financiación proporcionada mediante las compras de valores de renta fija (como las obligaciones de empresa), así como de acciones y otras participaciones, emitidos por entidades no bancarias. Para mejorar la diversificación de los activos en sus carteras de créditos, las IFM pueden comprar valores distintos de acciones emitidos por otros intermediarios financieros (OIF) como resultado del proceso de titulación³. A este respecto, puede observarse en el gráfico B que los flujos trimestrales de compras de valores distintos de acciones de OIF realizadas por las IFM corresponden en magnitud a la reducción del total de préstamos vivos como resultado de la titulación real. Esto significa que sólo se ha producido un cambio en la composición del crédito al sector privado sin que el volumen total de crédito se haya visto afectado significativamente. Por el contrario, en el caso de la titulación sintética, si el sector de IFM compra valores emitidos por OIF, se producirá un mayor crecimiento del crédito total en el balance, aunque los hogares y las empresas no hayan recibido más financiación.

Efectos sobre los componentes y otras contrapartidas de M3

Además de los préstamos (y, de forma más general, el crédito) al sector privado, las actividades de titulación entre las IFM y las entidades especiales de financiación pueden aparecer en otras partidas del balance consolidado del sector de IFM. Las partidas concretas que pueden verse afectadas dependen del tipo de titulación, la forma en que se financie y la residencia de la entidad especial de financiación de que se trate.

Desde el punto de vista conceptual, en el caso de la titulación real, la transferencia de los préstamos debe traducirse en la correspondiente reducción del pasivo del balance de las IFM. En principio, lo más probable es que esta disminución se refleje en los depósitos a un día de otros intermediarios financieros, pero también podría reequilibrarse posteriormente en otras tenencias de depósitos o de valores de dichos intermediarios. Sin embargo, como normalmente la entidad especial de financiación y la IFM están estrechamente vinculadas y actúan conjuntamente, es muy posible que la primera tenga que obtener recursos para poder adquirir el préstamo de la IFM. Ello daría lugar a un aumento de los depósitos a corto plazo para financiar esas transacciones relacionadas con estas operaciones. Al analizar estos impactos de la titulación real, es necesario tener presente que, debido a las normas de contabilidad o a la capacidad de las IFM para conceder más préstamos, no necesariamente ha de producirse una reducción en el balance de estas instituciones⁴. A este respecto, hay que señalar que las normas de contabilidad que se aplican a las operaciones de titulación varían de unos países a otros dentro de la zona del euro.

- 3 La importancia de la titulación de préstamos puede apreciarse en el gran volumen de valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias, que se compone casi exclusivamente de valores de este tipo emitidos por otros intermediarios financieros (véanse también los cuadros de la sección 4.1 a 4.8 de «Estadísticas de la zona del euro» en el Boletín Mensual del BCE). En septiembre del 2007 el saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por estas instituciones representaba alrededor del 11% del total del saldo vivo de este tipo de valores y el 19% del saldo de los valores distintos de acciones emitidos, excluidos los emitidos por las Administraciones Públicas. Estos porcentajes son mayores que los correspondientes porcentajes de valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras y, en particular, se han duplicado en comparación con los respectivos valores registrados en el período 1999-2000.
- 4 Tras la adopción de la NIC 39 por parte de las IFM de la zona del euro, una operación de titulación real no necesariamente ha de dar lugar a una reducción equivalente de las tenencias de préstamos, si una parte del préstamo titulado no se da de baja del balance y se compensa, por ejemplo, en el pasivo en las partidas de «depósitos» u «otros pasivos». Al mismo tiempo, las tenencias de instrumentos líquidos de las IFM aumentan por el mismo importe que los préstamos vendidos.

La titulización sintética no tiene un impacto directo sobre el balance de las IFM. Sin embargo, la financiación a más largo plazo de la compra del riesgo de crédito por la entidad especial de financiación se realiza, en general, mediante la emisión y venta de bonos de titulización. El producto de estas ventas ha de mantenerse como garantía y puede invertirse en distintos instrumentos. En la medida en que se invierte en IFM, puede afectar a los depósitos o a los valores distintos de acciones del balance de las IFM. A este respecto, como puede observarse en el gráfico B, desde mediados del 2004 los flujos de fondos hacia depósitos a plazo de otros intermediarios financieros siguen una evolución similar a la de las emisiones de valores distintos de acciones de estos intermediarios. No obstante, cabe señalar que estos depósitos a plazo pueden reflejar no sólo las garantías mantenidas, sino también otros dos elementos, dependiendo del país: i) la consecuencia de las normas de contabilidad que impiden a las IFM dar de baja partes sustanciales de sus operaciones de titulización real, y ii) la existencia de bonos garantizados no negociables colocados por las IFM en otros intermediarios financieros como base de la titulización.

La venta de bonos de titulización por parte de otros intermediarios financieros también puede provocar cambios en los depósitos de los sectores tenedores de dinero que adquieren estos valores. A este respecto, es factible que si un hogar, por ejemplo, compra bonos de titulización, se produzca una reducción de los depósitos a corto plazo del sector hogares y un aumento equivalente de las tenencias de depósitos a corto plazo de las entidades especiales de financiación o de otros intermediarios financieros. Ello afectaría a la composición sectorial de M3 en lo que se refiere a los depósitos a corto plazo, pero no al total de este agregado. Sin embargo, si la entidad especial de financiación invirtiera esos recursos en depósitos a largo plazo y no en depósitos a corto plazo (que no forman parte de M3), la operación entrañaría una reducción del valor total de M3.

Las operaciones de titulización también pueden tener un impacto sobre los activos y los pasivos exteriores de las IFM por dos razones. En primer lugar, si los valores de la entidad especial de financiación son adquiridos por una IFM no perteneciente a la zona del euro o por un no residente en la zona, ceteris paribus, la operación dará lugar a un aumento de los activos exteriores de la IFM y, por lo tanto, podría afectar a M3. En segundo lugar, la titulización conlleva con frecuencia la participación de entidades especiales de financiación localizadas en centros extraterritoriales, lo que también puede afectar a la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, dependiendo de la forma en que se realice la operación de financiación.

Conclusiones

El impacto total de la titulización de préstamos sobre los agregados monetarios y crediticios no es fácil de cuantificar, ya que depende, por una parte, del tipo de titulización y de las normas de contabilidad y, por otra, de las estrategias de financiación y de inversión, tanto de las entidades especiales de financiación que venden los bonos de titulización como de los sectores tenedores de dinero que los adquieren. Es de suponer que se producen simultáneamente muchas operaciones diferentes de financiación e inversión y que se compensan unas con otras en términos de su impacto sobre M3, pero, si tienen lugar en momentos distintos, pueden dar lugar a cierta volatilidad a corto plazo en la evolución de este agregado.

Para extraer señales relevantes para la política monetaria a partir de la evolución monetaria, es importante calibrar el impacto de la innovación financiera, por ejemplo la titulización, en los agregados monetarios mediante un análisis exhaustivo del balance de las IFM. El análisis monetario que realiza el BCE cuenta con muchas posibilidades para hacer frente a este desafío, ya que permite examinar, cada vez con más detalle, los diversos componentes, contrapartidas y sectores tenedores de dinero de M3.

En conjunto, es de esperar que la titulización y otras innovaciones en los mercados de riesgo de crédito tengan un impacto significativo en la capacidad y los incentivos de las entidades de crédito para conceder financiación y, más específicamente, en la efectividad del canal del crédito bancario. A este respecto, la titulización ha modificado probablemente las características bancarias que suelen destacar las publicaciones especializadas cuando se identifican cambios en la oferta de préstamos. Por ejemplo, el indicador del tamaño es menos importante, ya que la actividad de titulización puede reducir considerablemente la cantidad de préstamos que figuran en los balances de las entidades de crédito. La liquidez también se ve afectada por la titulización, debido a las entradas de efectivo a corto plazo generadas por la venta de bonos, que modifican el coeficiente estándar de liquidez. Además, la titulización puede reducir los requerimientos de capital regulatorio si el riesgo subyacente se transfiere completamente a los mercados, o hacer que la ratio estándar de capital sobre los activos sea un indicador poco aproximado de las importantes restricciones de capital a las que se enfrentan las entidades de crédito en esta área de actividad. En términos más generales, la titulización dota a las entidades de mayor flexibilidad para afrontar los cambios en las condiciones de los mercados como consecuencia de variaciones en la política monetaria.

De acuerdo con la evidencia empírica provisional, está previsto que el aumento de las operaciones de titulización reduzca el impacto de los cambios en la política monetaria sobre la oferta de préstamos por parte de las entidades de crédito, aunque parece que este efecto está en función del ciclo económico.¹⁹ Sin embargo, ello no significa que el sector bancario haya perdido relevancia desde el punto de vista de la política monetaria. Por ejemplo, al hacer que las entidades de crédito dependan más de la financiación de mercado (y debido a la opacidad de muchos de los instrumentos), la titulización podría estrechar el vínculo entre la financiación de las entidades de crédito y los mercados financieros. Por tanto, es de esperar que los incentivos y la capacidad de las entidades de crédito para suministrar financiación dependan de las condiciones de los mercados financieros en mayor

medida que en el pasado, cuando las entidades obtenían fondos básicamente a través de los depósitos bancarios. La explicación principal es que los depósitos tienden a tener una remuneración más estable y dependen menos de las condiciones de los mercados financieros que los instrumentos negociables. En circunstancias más extremas, la situación del sector bancario realmente podría tener un impacto significativo sobre las condiciones del crédito (véase sección 6).²⁰

5 EL PAPEL DE LOS BONOS DE TITULIZACIÓN EN LA APLICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

La titulización ha repercutido en la aplicación de la política monetaria en la zona del euro, dado que los bonos de titulización constituyen una proporción cada vez mayor de los activos de garantía aceptados en las operaciones de crédito del Eurosistema. A finales de septiembre del 2007, los bonos de titulización pignorados a favor del Eurosistema ascendían a 215 mm de euros, y representaban el 17% de todos los activos de garantía.

Este rápido aumento de la movilización de los bonos de titulización como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema constituye un avance importante en varios sentidos.

En primer lugar, muestra que el sistema de activos de garantía del Eurosistema ha sido altamente flexible y sensible a la innovación de los mercados financieros. Los criterios establecidos para los activos de garantía admitidos se diseñaron intencionadamente con un carácter bastante general, centrándose en las calidades objetivas del activo y del emisor, con el fin de garan-

¹⁹ Los resultados relativos al mercado de hipotecas *jumbo* de EE.UU. indican que la titulización podría reducir la eficacia del canal del crédito bancario, véase Loutskina, E. y Strahan, P. E. (2006), «[Securitization] and the Declining Impact of Bank Finance on Loan Supply: Evidence from Mortgage Acceptance Rates», *Working Paper Series*, NBER, n.º 11983. Altunbas, Y., Gambacorta, L. y Marqués, D. hallaron resultados similares para la zona del euro, pero el «efecto refugio» de la titulización sobre la oferta de préstamos parece depender del ciclo económico y el riesgo bancario, véase (2007), «Securitisation and the Bank Lending Channel», *Bank of Italy Working Paper Series*, n.º 653.

²⁰ Véase Bernanke, B., op. cit.

tizar que los distintos riesgos a los que se expone el banco central fueran suficientemente bajos, así como para mantener su neutralidad frente a la evolución de los mercados financieros. Por consiguiente, tras el inicio del mercado de titulización en la zona del euro en 1999, los bonos de titulización que cumplían los criterios generales existentes fueron admitidos automáticamente. Dado que las características de algunos de estos instrumentos no convencían al Eurosistema en su calidad de tomador de la garantía, en el 2006 se introdujeron algunos criterios de admisión específicos para los instrumentos de financiación estructurada. Además de los criterios generales, como estar denominados en euros y tener una calificación crediticia mínima de A, los bonos de titulización tienen que cumplir ahora los requisitos siguientes: (i) sólo son admisibles los tramos (o subtramos) más *senior* de la estructura;²¹ (ii) tienen que estar respaldados por activos que hayan sido adquiridos legalmente por el fondo de titulización de una forma que el Eurosistema considere que es una «venta real», (iii) no deben estar respaldados por activos que constituyan derivados de crédito; (iv) el fondo de titulización emisor debe estar ubicado en el Espacio Económico Europeo (EEE).²² Estos criterios se introdujeron principalmente para excluir la admisión de instrumentos tales como las CDO sintéticas y las CDO de flujo de efectivo (*cash CDO*) que contengan otros tramos sintéticos de bonos de titulización. Como han demostrado las turbulencias de los mercados de crédito, la volatilidad de la calificación de este tipo de activos es significativamente más elevada y su valoración resulta muy difícil, y, por tanto, se consideró que no eran adecuados como garantía para las operaciones de crédito de los bancos centrales. La residencia del fondo de titulización emisor se limitó al EEE para simplificar los procedimientos de evaluación de la admisión. Sin embargo, a pesar de la introducción de estos requisitos adicionales, el volumen de bonos de titulización admitidos ascendía a 756 mm de euros a finales de septiembre del 2007, una cifra que se estima que constituye aproximadamente el 60% del saldo vivo total de las operaciones realizadas en el mercado de titulización europeo. En comparación con otros bancos centrales del mundo, el Eurosistema acepta un alto volumen de bonos de titulización «de marca propia».²³

En segundo lugar, es probable que la capacidad de las entidades de crédito para movilizar sus carteras de

bonos de titulización para obtener liquidez del banco central aumente la relación entre la evolución de los mercados financieros y la concesión de crédito por parte de las entidades bancarias, tal como ya se ha comentado en la sección 4 de este artículo.

En tercer lugar, la amplia aceptación de garantías de alta calidad en las operaciones de crédito del Eurosistema probablemente ha contribuido, de forma indirecta, a mitigar los problemas de liquidez de algunos segmentos del mercado.

6 ALGUNOS ASPECTOS RELACIONADOS CON LAS TENSIONES RECIENTES EN LOS MERCADOS DE CRÉDITO

No cabe duda de que la titulización ha desempeñado un papel beneficioso, tanto a la hora de asegurar que los mercados de crédito de la zona de euro son más «completos», como al permitir que las entidades de crédito y los inversores transfieran y diversifiquen sus riesgos de forma más sencilla. Al mismo tiempo, las recientes turbulencias de los mercados de crédito,²⁴ inicialmente desencadenadas por las pérdidas ocasionadas por las hipotecas de alto riesgo en EE.UU., han puesto claramente de manifiesto algunas deficiencias del mercado de titulización, fundamentalmente en el segmento de las CDO, pero también de los fondos especiales (*conduits*) y vehículos de inversión estructurada (SIV, en sus siglas en inglés) para pagarés de empresa titulizados (ABCP, en sus siglas en inglés), que las entidades de crédito han utilizado para financiar fuera de balance dichas CDO y otros productos de crédito estructurado.

Entre dichas deficiencias cabe citar las siguientes: (i) el elevado nivel de complejidad de los instrumentos, (ii) la dificultad para valorarlos, (iii) la

21 Este criterio no era nuevo, ya que los tramos subordinados de los bonos de titulización no habían sido admitidos nunca después de 1999, no obstante, en el 2006, se aclaró explícitamente cómo define el BCE la subordinación en el caso de dichos instrumentos.

22 El EEE está formado por los 27 Estados miembros de la UE, más Islandia, Noruega y Liechtenstein.

23 En sus operaciones principales temporales de mercado abierto, la Reserva Federal acepta como activos de garantía los bonos de titulización hipotecaria (MBS, en sus siglas en inglés) garantizados por organismos públicos, pero no acepta los MBS de «marca propia» que no cuentan con dicha garantía.

24 Para una descripción de las recientes turbulencias de los mercados de crédito, véase ECB (2007), *Financial Stability Review*, diciembre.

tendencia de algunos inversores de confiar excesivamente en las calificaciones crediticias, y (iv) la información inadecuada sobre la exposición de las entidades financieras frente a los instrumentos estructurados y las entidades fuera de balance, que dificulta enormemente el seguimiento de las exposiciones finales dentro del sistema financiero. Los recientes acontecimientos han puesto de manifiesto la fragilidad resultante de los mercados de crédito estructurado, lo cual ilustra que los episodios de anomalías en la valoración del riesgo de crédito pueden ir seguidos de fuertes ajustes en las condiciones del crédito debido a la opacidad y a la mayor dependencia de las percepciones del mercado.²⁵

Las deficiencias del segmento de las CDO, en concreto las dificultades de valoración, han contribuido a la evaporación de la liquidez de estos instrumentos desde que comenzaron las turbulencias. Las CDO tienen que valorarse utilizando modelos teóricos sofisticados, y los precios que generan los modelos suelen ser altamente sensibles a las metodologías e hipótesis subyacentes de correlación. Desde que las agencias de calificación empezaron a reducir la calificación de un gran número de CDO y RMBS expuestos a activos de garantía de alto riesgo en EE.UU., el mercado ha perdido confianza en la precisión de los modelos de valoración. La incertidumbre sobre las valoraciones se ha acrecentado por la inquietud acerca de que los SIV, que se han contado entre los principales inversores en estos activos, se vieran obligados a comenzar a vender sus activos

de garantía para pagar a los inversores. La liquidez también se ha visto afectada negativamente ante los temores de que las entidades de crédito que promovían los fondos especializados de ABCP tuvieran que volver a incluir en sus balances los activos que garantizan los ABCP.

La reducción de la liquidez también ha afectado al segmento de bonos de titulización tradicionales, incluidas las estructuras de titulización más simples, como los RMBS de elevada calificación crediticia. Incluso antes del comienzo de las turbulencias, el mercado secundario de bonos de titulización tradicionales no era especialmente activo, ya que el conjunto de inversores seguía, por lo general, una estrategia de «comprar y mantener» y la valoración de sus posiciones a precios de mercado se realizaba normalmente mediante aproximaciones.²⁶ Sin embargo, desde que empezaron a aparecer los problemas en los mercados de crédito, los aspectos relacionados con la gestión de riesgos han sido primordiales y, por tanto, la valoración precisa de los instrumentos ha cobrado gran importancia, incluso para los inversores que siguen el modelo de «comprar y mantener». La falta de liquidez en el segmento de bonos de titulización tradicionales ha hecho también que los inversores sufran pérdidas en la valoración a precios de mercado, las cuales,

25 Véase Rajan R. (2006), «Has Financial Development Made the World Riskier?», Working Paper Series, NBER, n.º 11728, y el Informe sobre cuestiones estructurales del BCE titulado «Corporate finance in the euro area», mayo del 2007.

26 Véase el informe del Grupo de Expertos sobre Financiación Hipotecaria, Comisión Europea, 22 de diciembre del 2006.

Comparación de los diferenciales de los bonos garantizados y de los RMBS con calificación AAA en julio y octubre del 2007

(puntos básicos)

	Julio	Octubre
Cédulas españolas (5 años, respecto a <i>swaps</i> ¹⁾)	+3	+23
Bonos garantizados alemanes (Pfandbriefe, 5 años, respecto a <i>swaps</i> ¹⁾)	-5	+1
RMBS españoles (coste sólo deuda global respecto a LIBOR ²⁾)	+13	+80
RMBS británicos (coste sólo deuda global respecto a LIBOR ²⁾)	+11	+49
RMBS holandeses (coste sólo deuda global respecto a LIBOR ²⁾)	+14	+43

Fuentes: RBS Global Banking and Markets.

1) Diferencia de rentabilidad de un bono a cinco años con respecto a un *swap* de tipos de interés con vencimiento equivalente.

2) Diferencia de rentabilidad de los bonos con respecto al tipo de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres denominado en euros (Euro LIBOR).

aunque son reducidas en comparación con las pérdidas incurridas en productos respaldados por hipotecas de alto riesgo estadounidenses, han generado un aumento de la aversión al riesgo y una disminución adicional de la liquidez.

Como consecuencia del círculo vicioso de disminución de liquidez que conduce a pérdidas por valoración a precios de mercado y, después, a una nueva reducción de la liquidez, la emisión de bonos de titulación tradicionales en la zona del euro descendió considerablemente en el tercer trimestre del 2007, en comparación con trimestres anteriores. Paralelamente, los rendimientos de los RMBS y de los bonos garantizados han aumentado de forma significativa en la mayoría de los países (véase el cuadro). Sin embargo, hasta el momento, la evolución de los préstamos hipotecarios que respaldan los RMBS y los bonos garantizados ha sido relativamente buena, y las pérdidas y la morosidad se mantienen en niveles mínimos históricos en la mayoría de los países de la zona del euro.

7 CONCLUSIONES

El aumento significativo de la titulación en la zona del euro en la última década ha modificado el funcionamiento de los mercados de crédito y ha transformado el papel tradicional de los bancos como proveedores y controladores del crédito. En este artículo se han descrito algunos de los conceptos e instrumentos básicos, y se han señalado algunas de las características especiales del mercado de titulación de la zona del euro. También se ha expuesto que los bancos centrales están prestando una atención creciente a la titulación, a la luz de su impacto sobre la ejecución de la política monetaria, dado que puede modificar tanto la dinámica de los préstamos como el efecto de las variaciones de los tipos de interés sobre la oferta de crédito. La importancia de aceptar una amplia gama de activos como garantía para el buen funcionamiento de los mercados monetarios interbancarios, así como para la estabilidad de los mercados financieros, quedó bien patente durante el reciente episodio de volatilidad de los mercados financieros. Este episodio también mostró que, en condiciones extremas, la titulación podría repercutir en las condiciones del crédito y en la estabilidad financiera.

LAS NUEVAS CURVAS DE RENDIMIENTOS DE LA ZONA DEL EURO

ARTÍCULOS

Las nuevas curvas de rendimientos de la zona del euro

Las curvas de rendimientos describen la relación entre el vencimiento residual de los instrumentos financieros y los tipos de interés correspondientes. En este artículo se analizan las distintas maneras de presentar esta relación utilizando los tipos de interés al contado, los tipos de interés forward o el rendimiento de los bonos a la par y el modelo empleado por el BCE para realizar sus estimaciones diarias a partir de la deuda emitida por las administraciones centrales. Asimismo, se proporciona información detallada sobre los datos utilizados y su selección y sobre los procedimientos de comprobación de datos. Como resultado de la interacción entre el conjunto de datos seleccionado, los controles de calidad efectuados y el modelo empleado para la estimación de la curva de rendimientos, la estructura temporal se caracteriza por su suavidad y su buen ajuste a los datos de mercado. Con las curvas de rendimientos del BCE, los participantes en el mercado disponen diariamente de una estructura temporal de referencia homogénea.

I INTRODUCCIÓN

Normalmente, el nivel de los tipos de interés de mercado depende, entre muchos otros factores, del vencimiento residual del instrumento financiero subyacente. La relación entre los tipos de interés y el vencimiento residual se conoce como la estructura temporal de los tipos de interés y viene representada por la curva de rendimientos. A través del cálculo de los tipos *forward* implícitos, las curvas de rendimientos proporcionan información sobre las expectativas de los participantes en el mercado respecto a los tipos de interés a corto plazo futuros. Desde enero de 1999, el BCE ha venido publicando regularmente en el Boletín Mensual la evolución de la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro. Desde el 10 de julio de 2007, el BCE estima y publica diariamente unas curvas de rendimientos calculadas a partir de la deuda emitida por las administraciones centrales de la zona del euro¹. Estas curvas de rendimientos, especialmente la curva basada en deuda con

calificación AAA, pueden considerarse libres de riesgo y utilizarse como referencia, dado que la tasa de impago esperada de estos bonos es insignificante. Las curvas de rendimientos del BCE constituyen diariamente una estructura temporal de referencia homogénea para los participantes en el mercado. En este artículo se describen las maneras de representar las curvas de rendimientos y se ofrece información general sobre la selección de los datos y del modelo utilizados en el cálculo diario de las curvas de rendimientos de la zona del euro realizado por el BCE. En el recuadro 1 se analiza la utilidad de la curva de rendimientos para la política monetaria, mientras que en el recuadro 2 se comparan las nuevas curvas de rendimientos de la deuda pública y las curvas obtenidas a partir de los *swaps* de tipos de interés, que el BCE ha venido utilizando desde enero de 1999.

1 Los datos publicados diariamente, incluidos los gráficos y cuadros, pueden consultarse en <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>.

Recuadro 1

UTILIDAD DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS PARA LA POLÍTICA MONETARIA

Al igual que los precios de otros activos financieros, los precios de los bonos reflejan las expectativas de los participantes en el mercado respecto al futuro, por lo que su carácter es esencialmente prospectivo. A este respecto, la curva de rendimientos ofrece un conjunto de datos particularmente valiosos y de gran utilidad para la política monetaria. En el presente recuadro se analiza la información sobre la evolución de los tipos de interés a corto plazo esperada en el futuro y sobre las perspectivas de actividad económica y de inflación¹. También se estudian las posibles descomposiciones de la curva de rendimientos en componentes reales y componentes puramente nominales.

1 Para un análisis más detallado del contenido informativo de los tipos de interés, véase el artículo titulado «El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria», en el Boletín Mensual de mayo del 2000.

Curva de rendimientos y expectativas de evolución futura de los tipos de interés a corto plazo

La curva de rendimientos representa los tipos de interés para distintos vencimientos residuales. El nivel relativo de los tipos de interés a corto y a largo plazo en una determinada fecha (la pendiente de la curva de rendimientos) debería depender de las expectativas de los participantes en el mercado respecto a los tipos de interés a corto plazo futuros². Según lo que se conoce como hipótesis pura de las expectativas de la curva de rendimientos, las operaciones de arbitraje establecen una estrecha relación entre la pendiente de la curva de rendimientos y las expectativas de tipos de interés. En lugar de adquirir un bono a largo plazo, un inversor podría considerar también la posibilidad de renovar las inversiones en bonos a corto plazo en un período de la misma duración que el vencimiento residual del bono a largo plazo. Dejando de lado las consideraciones relativas al riesgo, la rentabilidad total de la inversión en el bono a largo plazo debería ser igual a la rentabilidad acumulada esperada de la inversión rotativa en bonos a corto plazo. Ello implica también que el tipo medio de interés a corto plazo esperado en el horizonte de la inversión debería ser igual al tipo de interés a largo plazo. Por ejemplo, si se produjera un aumento de la pendiente de la curva de rendimientos, con tipos de interés a largo plazo más altos que los tipos a corto plazo, cabría esperar una elevación de los tipos a corto plazo.

Sin embargo, la hipótesis pura de las expectativas viene refutada claramente por los hechos empíricos. El tipo medio de interés a corto plazo esperado en un determinado horizonte tiende, por el contrario, a desviarse del correspondiente tipo a largo plazo, debido a que los tipos a largo plazo incorporan también primas de riesgo, o primas por plazo de vencimiento, no observables, motivo por el que se registra, en promedio, un aumento de la pendiente de la curva de rendimientos. Por consiguiente, para poder extraer de la curva de rendimientos las expectativas del mercado respecto a los tipos de interés a corto plazo futuros, es necesario estimar estas primas de riesgo. No obstante se trata de una tarea complicada, dado que las primas de riesgo parecen fluctuar en el tiempo de una manera que no se entiende todavía muy bien. Con todo, parece que la hipótesis de las expectativas sigue siendo un punto de partida razonable para calibrar las expectativas de tipos de interés derivadas de la curva de rendimientos. Especialmente para los plazos más cortos, las primas de riesgo tienden a ser relativamente reducidas y estables.

En resumen, la curva de rendimientos proporciona dos clases de información clave sobre el clima de los mercados: una indicación de las expectativas del mercado respecto a los tipos de interés y la percepción del riesgo por parte de los inversores. Ambas son esenciales para las decisiones de política monetaria y para el análisis de la estabilidad financiera.

La pendiente de la curva de rendimientos como indicador de las perspectivas de actividad económica

Con frecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos ha resultado ser útil para predecir la actividad económica futura. Un aumento de la pendiente anticipaba a menudo una aceleración de la actividad económica, mientras que un aplanamiento de la curva, y en particular su inversión, indicaba una inminente desaceleración.

La explicación de esta regularidad empírica es que un amplio diferencial positivo entre los tipos de interés a largo plazo y a corto plazo podría ser indicativo de que, a la vista de unas perspectivas de

² Los supuestos relativos a los tipos de interés a corto plazo utilizados por el BCE desde junio del 2006 se basan en los tipos *forward* implícitos en la curva de rendimientos. Véase el recuadro 10, titulado «Supuestos técnicos», en el Boletín Mensual de junio del 2006.

crecimiento económico más favorables, el mercado anticipa un incremento de los tipos de interés a corto plazo. Si estas expectativas no incorporan errores sistemáticos, el diferencial de tipos de interés por plazo de vencimiento tiende a generar una predicción relativamente buena de la actividad económica. Al mismo tiempo, en ocasiones las mencionadas primas por plazo de vencimiento pueden socavar la utilidad de la curva de rendimientos como indicador adelantado del ciclo económico. De hecho, los análisis más recientes realizados por los expertos del BCE han mostrado que la fuerte reducción de la pendiente de la curva de rendimientos de la zona del euro observada en los últimos años ha estado determinada, principalmente, por una disminución de la prima por plazo de vencimiento y no por expectativas de tipos de interés cada vez más bajos. En consecuencia, es probable que el aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro registrado en estos años no anticipaba una desaceleración económica en la zona³.

Descomposición de la curva de rendimientos en componentes de tipos de interés reales y de expectativas de inflación

Además de las expectativas de crecimiento, los plazos más largos de la curva de rendimientos pueden reflejar también las expectativas de los participantes en el mercado respecto a la evolución tendencial de la inflación (hipótesis de Fisher). Al objeto de desligar los tipos de interés reales de las expectativas de inflación, es preciso contar con una medida de los tipos de interés reales ex ante propiamente dichos o de las expectativas de inflación de los participantes en el mercado. En la zona del euro, el rendimiento de los bonos indicados con la inflación proporciona información sobre los tipos de interés reales ex ante. Aunque sólo un número relativamente reducido de bonos está todavía indicado con el IAPC de la zona del euro, sigue siendo posible obtener una estimación de las curvas de rendimientos reales de la zona⁴.

Si a la curva de rendimientos de bonos nominales convencionales se le resta la curva de rendimientos de bonos indicados con la inflación se obtiene una estimación de la estructura temporal de las tasas de inflación implícitas, que sólo se pueden interpretar como expectativas «puras» de inflación si se obvia la existencia de una prima de riesgo de inflación. Sin embargo, parece que este supuesto viene refutado por los hechos empíricos. La descomposición de las tasas de inflación implícitas en expectativas puras de inflación y prima de riesgo de inflación requiere un análisis basado en modelos de la interacción entre, por un lado, las curvas de rendimientos reales y nominales y, por otro, la evolución de la inflación, con las correspondientes expectativas de inflación. Utilizando las curvas de rendimientos reales y nominales, una descomposición de la curva de rendimientos de la zona del euro basada en modelos ha sugerido que han sido los movimientos de los componentes reales, y no los de los componentes nominales (inflacionistas), los que han determinado los cambios en la curva de rendimientos de la zona del euro observados desde el inicio de la Unión Monetaria en 1999⁵.

Pese al hecho de que las primas de riesgo que varían con el tiempo complican la interpretación de los movimientos de la curva de rendimientos, esta curva sigue siendo una fuente fundamental de información para la política monetaria, especialmente a la luz de los recientes avances en la modelización y comprensión de los movimientos de las primas por plazo de vencimiento.

3 Véase el recuadro 3, titulado «¿Qué influencia han tenido las primas de riesgo en el reciente aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro?», en el Boletín Mensual de diciembre del 2006.

4 Véase el recuadro 3, titulado «Estimación de los bonos indicados con la inflación y de las tasas de inflación implícitas de la zona del euro con vencimiento constante», en el Boletín Mensual de julio del 2006.

5 Véase el recuadro 3, titulado «Prima de riesgo de los tipos de interés reales a largo plazo y prima de riesgo de inflación en el mercado de renta fija de la zona del euro», en el Boletín Mensual de abril del 2007.

2 MÉTODOS DE REPRESENTACIÓN DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS

Una curva de rendimientos es una representación gráfica de la estructura temporal de los tipos de interés, es decir, la relación entre los vencimientos residuales de un conjunto homogéneo de instrumentos financieros y sus tipos de interés. El cálculo se efectúa a partir de los precios de mercado de los instrumentos financieros subyacentes, como los títulos de deuda pública negociados en bolsa. En circunstancias normales, las curvas de rendimientos presentan una pendiente ascendente. Ello quiere decir que la rentabilidad de los valores a largo plazo es más elevada que la de los valores a corto plazo, dado que cuanto más largo sea el plazo de espera del prestamista para amortizar su préstamo más alta será la prima de riesgo, o prima por plazo de vencimiento, esperada (véase también recuadro 1).

La relación entre el valor de amortización y el precio corriente de mercado determina la rentabilidad (anual), también denominada rendimiento al vencimiento, de una inversión en instrumentos de renta fija, como los bonos. Calcular este tipo de interés es sencillo en el caso de los bonos de cupón cero, que implican un único pago. Sin embargo, en la práctica estos bonos no están siempre disponibles, especialmente para vencimientos residuales superiores a doce meses. En efecto, la mayor parte de los valores de renta fija de la zona del euro devengan intereses periódicos mediante cupones. Cuando se calcula el rendimiento al vencimiento de bonos con cupón, todos los flujos de pagos (cupones y amortizaciones) se descuentan hasta los valores actuales al mismo tipo de interés. Salvo que se aplique una tasa de descuento constante a todos los vencimientos y que, por lo tanto, la estructura temporal sea plana, los tipos de interés de cupón cero, o tipos al contado, y los rendimientos al vencimiento de los bonos con cupón diferirán.

A fin de obtener el tipo medio de interés implícito anual a partir del precio de mercado de un bono con cupón, para cada pago futuro de intereses de ese bono hay que descontar los distintos tipos medios de interés actuales correspondientes al momento en el que se producirá el pago futuro. Ello supone resolver una serie de ecuaciones con varias incógnitas. Para facilitar la estimación de la estructura temporal, es útil estable-

cer una forma funcional entre los tipos de interés y el vencimiento residual. La estructura temporal se obtiene entonces mediante un procedimiento iterativo. A estos efectos, el BCE ha elegido la extensión de Svensson de una forma funcional propuesta por Nelson y Siegel².

Este modelo logra un buen equilibrio entre distintos criterios, como la bondad de ajuste, la suavidad de la curva y su estabilidad. La bondad de ajuste garantiza que la curva de rendimientos obtenida describa lo mejor posible los datos observados. Ello se puede comprobar mediante medidas de errores comunes, como el error absoluto medio (EAM). En general, el modelo de Svensson puede reflejar también distintos movimientos en la estructura temporal subyacente (flexibilidad). Ello es particularmente válido para los plazos más cortos, en los que las noticias o expectativas de variaciones de los tipos de interés oficiales influyen en mayor medida en el rendimiento. Un indicador fundamental de este criterio es el porcentaje de casos en los que el precio estimado de un bono se sitúa dentro del intervalo comprendido entre los precios de compra y venta de ese bono, tal y como se explica a continuación.

La suavidad de una curva es importante para garantizar que las expectativas respecto a los tipos de interés futuros, obtenidas de la estructura temporal, sigan siendo significativas y no se vuelvan erráticas. La curva de rendimientos debería también ser estable, incluso en el caso de anomalías excepcionales en la valoración de los instrumentos o de falta de datos. Tales incidencias, que son del todo infrecuentes, máxime debido al empleo de los métodos de selección de datos descritos más abajo, no deberían tener un impacto apreciable sobre la curva en su conjunto. Al mismo tiempo, los cambios de valoración de los bonos a lo largo de la curva, como resultado, por ejemplo, de noticias que hagan variar las expectativas, deberían venir reflejados adecuadamente.

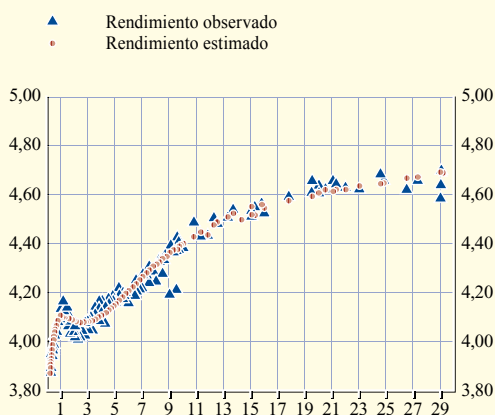
2 La forma funcional de Svensson para el tipo de interés de cupón cero $z(TTM)$ es:

$$z(TTM) = \beta_0 + \beta_1 \left[\frac{1 - e^{-\frac{z(TTM)}{\tau_1}}}{\tau_1} \right] + \beta_2 \left[\frac{1 - e^{-\frac{z(TTM)}{\tau_1}}}{\tau_1} - e^{-\frac{z(TTM)}{\tau_1}} \right] + \beta_3 \left[\frac{1 - e^{-\frac{z(TTM)}{\tau_2}}}{\tau_2} - e^{-\frac{z(TTM)}{\tau_2}} \right]$$

donde TTM es el plazo de vencimiento y β_1, τ_1, τ_2 son los parámetros a estimar. Véase Svensson, 1994, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Working Paper n.º 4871, NBER.

Gráfico 1 Rendimiento observado y rendimiento estimado utilizando el modelo de Svensson

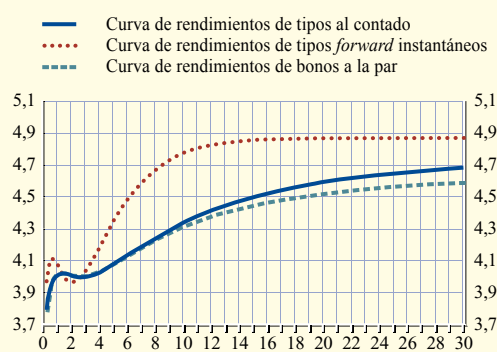
(en porcentaje)



Fuentes: Cálculos del BCE y EuroMTS; calificaciones de Fitch Ratings.
Nota: Los datos corresponden al 14 de diciembre de 2007. El eje horizontal se refiere al plazo de vencimiento en años. Debido al buen ajuste entre los valores estimados y los valores observados, los 160 puntos observados no se aprecian claramente.

Gráfico 2 Curvas estimadas de rendimientos de tipos al contado, tipos *forward* instantáneos y bonos a la par

(en porcentaje)



Fuentes: Cálculos del BCE y EuroMTS; calificaciones de Fitch Ratings.
Nota: Los datos corresponden al 14 de diciembre de 2007. El eje horizontal se refiere al plazo de vencimiento en años.

El gráfico 1 ilustra varios de los aspectos descritos anteriormente. Aunque la población de bonos es bastante extensa, permanecen algunas lagunas, especialmente para los vencimientos residuales más largos, en los que el número de valores de renta fija emitidos es menor. Si se comparan los rendimientos estimados para cada vencimiento del modelo de Svensson con las observaciones correspondientes se comprueba que los valores estimados se ajustan bastante bien a los rendimientos observados. Ello se debe a la calidad y homogeneidad del conjunto de datos, que tiene casi la forma de una curva. Cabe destacar que se logra este ajuste pese a que el modelo de Svensson es un modelo parsimonioso, es decir, que la estimación se realiza con un número reducido de parámetros. Esta característica facilita la comunicación de la curva de rendimientos, al permitir a los participantes en el mercado replicar la curva con un pequeño conjunto de parámetros. El BCE publica estos parámetros diariamente, además del conjunto de tipos de interés que constituyen la estructura temporal.

La curva de rendimientos estimada puede presentarse de distintas maneras. La presentación principal es la de los tipos de interés al contado descrita anterior-

mente. A partir de estos tipos al contado se pueden obtener los tipos *forward*, es decir, los tipos de interés para un período futuro implícitos en los tipos al contado de hoy. Por ejemplo, el tipo de interés *forward* para un préstamo a un año que se otorgará dentro de dos años se calcula como la diferencia entre los tipos al contado a tres años y a dos años³. Los tipos *forward* obtenidos con el modelo de Svensson vienen presentados por el BCE mediante la curva de tipos *forward* instantáneos, que refleja los tipos de interés aplicables en un futuro inmediato (por ejemplo, un tipo a un día), para un bono emitido en el momento pactado. Ya que los tipos al contado se calculan para vencimientos de hasta 30 años, los tipos *forward* instantáneos también están disponibles para horizontes de 30 años.

3 Si los tipos al contado a dos y tres años son el 4% y el 4,5%, respectivamente, el tipo *forward* implícito a un año, utilizando una fórmula discreta simple, es el 5,5% dentro de dos años. En este caso, para un inversor no existiría ninguna diferencia entre colocar su dinero al tipo al contado a tres años o invertir inicialmente al tipo al contado a dos años y realizar luego un depósito al tipo *forward* a un año pactado para dentro de dos años. En este sencillo ejemplo, el tipo *forward* viene dado

$$\text{por: } \frac{R_2 T_2 - R_1 T_1}{T_2 - T_1} \text{ donde } R_1 \text{ es el tipo al contado en el tiempo } T_1.$$

Aquí $R_1 = 0,04$, $R_2 = 0,045$, $T_1 = 2$ años y $T_2 = 3$ años. Véase, por ejemplo, J. Hull, *Introduction to Futures and Options Markets*, 1997, Prentice Hall.

Una tercera manera de presentar la estructura temporal de los tipos de interés es mostrar el rendimiento de los bonos a la par. Los tipos al contado se convierten entonces en rendimientos de bonos con cupón que se negocian a la par, es decir, que su precio es equivalente a su valor nominal (precios de amortización) y que su rendimiento es, por lo tanto, igual a sus tipos de interés según cupón. Esta presen-

tación es a menudo preferida por los participantes en el mercado, dado que suelen negociar bonos con cupón. Así pues, los valores de la curva de rendimientos de bonos a la par son los más próximos a los rendimientos de los distintos bonos de referencia que se publican en la prensa financiera. El gráfico 2 muestra las distintas representaciones de la curva de rendimientos en un determinado día.

Recuadro 2

COMPARACIÓN DE LAS CURVAS DE RENDIMIENTOS DE SWAPS Y DE DEUDA PÚBLICA

Desde enero de 1999, el BCE viene publicando regularmente en el Boletín Mensual la evolución de la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro. La estimación de esta curva se basa en los tipos de interés de la parte fija de los *swaps* de tipos de interés para vencimientos de uno a diez años y en los tipos de interés del mercado monetario para vencimientos de menos de un año. Así pues, esta curva *forward* debería reflejar las expectativas de los participantes en el mercado respecto a la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, independientemente del vencimiento y de las primas de riesgo no observables de los distintos instrumentos. La nueva curva de rendimientos de la deuda pública, que se describe en el presente artículo, representa un método alternativo para calcular la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro. Las dos curvas proporcionan información complementaria y la elección entre ambas depende del objetivo del análisis que se desea realizar. Por otra parte, el sector financiero utiliza con frecuencia la curva de *swaps* como base para la valoración de los derivados, mientras que los inversores a largo plazo tienden a preferir la curva de rendimientos de la deuda pública para la asignación estratégica de sus activos.

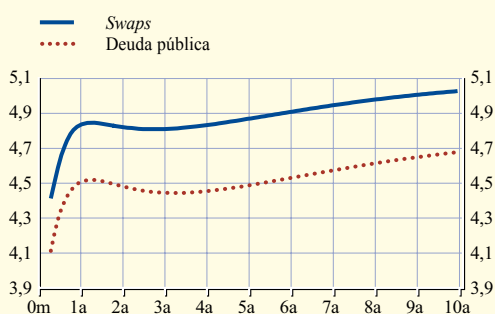
¿Cuáles son las principales diferencias entre una curva de deuda pública y una curva de *swaps*? La primera puede considerarse como una curva de rendimientos sin riesgo, partiendo del supuesto de que el riesgo de crédito de la deuda pública es mínimo. Este supuesto es especialmente válido en el caso de una curva basada en deuda AAA. Por el contrario, la curva de *swaps* se construye a partir de instrumentos más vulnerables al riesgo de impago. Además de las consideraciones relacionadas con el riesgo de crédito, la deuda pública difiere de los *swaps* en que puede utilizarse como activo de garantía. Ambos aspectos contribuyen al diferencial entre los tipos de interés de los *swaps* y el rendimiento de la deuda pública con vencimientos similares.

Si se compara la evolución de la curva de rendimientos de la deuda pública y la de la curva de tipos de interés de los *swaps*, se obtiene una información valiosa, especialmente en períodos de turbulencias financieras. Por ejemplo, las curvas *forward* obtenidas de los *swaps* de tipos de interés y de la deuda pública contenían aproximadamente la misma información a finales de junio del 2007 (véase gráfico A). En aquellas fechas, ambas curvas señalaban expectativas del mercado orientadas hacia una elevación de los tipos de interés a corto plazo en un horizonte de en torno a un año. Además, el diferencial entre las dos curvas era bastante constante entre todos los plazos. Sin embargo, esta situación cambió radicalmente a consecuencia de las tensiones registradas en los mercados monetarios en agosto del 2007 (véase gráfico B).

De hecho, a finales de agosto, los tipos de interés en los plazos más cortos de la curva *forward* de deuda pública bajaron de forma acusada, en comparación con los observados a finales de junio. Ello

Gráfico A Tipos de interés *forward* implícitos a un día de la zona del euro el 29 de junio de 2007

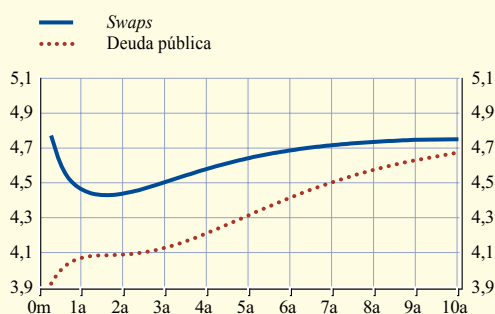
(en porcentaje)



Fuente: BCE. Datos de Reuters y EuroMTS; calificaciones de Fitch Ratings.

Gráfico B Tipos de interés *forward* implícitos a un día de la zona del euro el 31 de agosto de 2007

(en porcentaje)



Fuente: BCE. Datos de Reuters y EuroMTS; calificaciones de Fitch Ratings.

fue probablemente consecuencia de la combinación de un descenso del tipo de interés a corto plazo sin riesgo esperado en el futuro y de desplazamientos de fondos hacia activos más seguros. Al mismo tiempo, los tipos *forward* a corto plazo obtenidos de la curva de *swaps* experimentaron un aumento significativo, reflejo, en gran medida, de la percepción, por parte de los participantes en el mercado, de una situación de restricción de liquidez en el mercado monetario.

3 APLICACIÓN DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 SELECCIÓN DE DATOS

Cada día de negociación, el BCE recibe y comprueba un conjunto de ficheros que contienen los precios y rendimientos de la deuda pública de la zona del euro negociada o cotizada durante el día de negociación anterior⁴. La cesta inicial de bonos se somete a algunos controles de calidad predeterminados y los eventuales precios o rendimientos viciados son eliminados (por ejemplo, no debe haber precios o rendimientos cero o negativos en la población de bonos). Posteriormente, se aplican varios criterios de selección para asegurarse de que la estimación de la curva de rendimientos se lleve a cabo con una población de bonos suficientemente homogénea. Sólo se considera la deuda emitida por

las administraciones centrales de la zona del euro y se eliminan los bonos con características especiales y/o los bonos con cupón a tipo de interés variable.

Normalmente se utilizan las curvas de rendimientos para obtener tipos de referencia sin riesgo. Por regla general, las administraciones centrales son los emisores con el menor riesgo de crédito. En la zona del euro, varias administraciones centrales tienen la calificación de emisor AAA. Actualmente, el BCE publica dos conjuntos diferentes de curvas de rendimientos de la zona del euro: (1) una curva de referencia basada en deuda pública con calificación AAA; y (2) una curva adicional basada en deuda emitida por las administraciones centrales de todos los países de la zona del euro, independientemente de su calificación crediticia.

4 Datos de EuroMTS y calificaciones de Fitch Ratings.

LIQUIDEZ

El factor liquidez desempeña un papel muy importante en el proceso de selección de los bonos. Cuanto más líquido sea un mercado, mayor será el contenido informativo de los precios en ese segmento de mercado. Las medidas de liquidez que se utilizan generalmente son las siguientes: volumen total de operaciones⁵, tamaño medio de las operaciones y diferenciales entre precios de compra y venta. Por otro lado, los bonos de menor tamaño suelen ser bastante ilíquidos. En la elaboración de las curvas de rendimientos del BCE, sólo se utilizan bonos con un volumen mínimo de negociación de un millón de euros al día y valores con un diferencial máximo entre precios de compra y venta de 3 puntos básicos.

SINCRONIZACIÓN

Las expectativas del mercado pueden calibrarse a partir de la curva de rendimientos si los rendimientos subyacentes reflejan un conjunto de datos homogéneos. Para ello es necesario recoger los datos de rendimientos o de precios aproximadamente al mismo tiempo. El conjunto de datos utilizado para la estimación de las curvas de rendimientos de la zona del euro comprende los precios de cierre, es decir, los precios de las últimas operaciones ejecutadas a las 17.00 horas (hora central europea) para cada bono. Si no se han producido operaciones, se utilizan las cotizaciones registradas a esa hora.

VENCIMIENTOS

Las curvas de rendimientos de la deuda emitida por las administraciones centrales de la zona del euro se estiman utilizando valores con vencimientos residuales superiores a tres meses e inferiores a treinta años. Los bonos con vencimientos inferiores a tres meses se negocian menos, por lo que sus precios o rendimientos presentan una mayor volatilidad que los de otros bonos. Al otro extremo, sólo un número reducido de bonos tienen un vencimiento residual superior a treinta años y su precio refleja con frecuencia la demanda excepcional de inversores institucionales que necesitan activos de larga duración. A la vista de estas posibles distorsiones y de su falta de liquidez, estos bonos a muy largo plazo se eliminan igualmente.

AJUSTE POR IMPUESTOS Y CONVENCIONES DE MERCADO

En aras de la comparabilidad se utilizan rendimientos antes de impuestos. La población de bonos utilizada para la estimación de las curvas de rendimientos de la zona del euro comprende bonos negociados en distintos mercados con calendarios de negociación y convenciones de mercado diferentes. Por consiguiente, son necesarios algunos ajustes para garantizar la comparabilidad, en lo que se refiere, por ejemplo, a las reglas sobre liquidación y días operativos válidos.

DETECCIÓN Y ELIMINACIÓN DE VALORES ERRÁTICOS

Pese a los criterios de selección mencionados anteriormente, los rendimientos de algunos bonos pueden todavía desviarse de forma significativa del resto. Para evitar ruidos en la estimación de la curva de rendimientos, se eliminan de la muestra estos valores erráticos, que se detectan separadamente para distintos tramos de vencimientos residuales. Los bonos con rendimientos que se apartan de la media en más de dos desviaciones típicas se consideran valores erráticos y se eliminan de la muestra. Dentro de cada uno de estos tramos se calculan el rendimiento medio y la desviación típica. Este procedimiento viene iterado, a fin de reducir la sensibilidad del análisis a posibles importantes valores erráticos que se hubieran eliminado en el primer paso y que pudieran haber distorsionado el rendimiento medio y la desviación típica.

3.2 POBLACIÓN DE BONOS Y RESULTADOS DE LAS ESTIMACIONES

Los criterios de selección y las comprobaciones permiten obtener una población de bonos muy estable, que se utiliza para la estimación efectiva de las curvas de rendimientos. Esta población comprende unos 160 bonos para la curva AAA y unos 260 bonos para la curva de la deuda emitida por todas las administraciones centrales de la zona del euro. Las fluctuaciones de un día a otro son poco significativas.

5 Volumen total de operaciones diarias.

La muestra es también muy estable en términos de contribuciones por países. El gráfico 3 muestra el número medio de bonos por países para la curva AAA en los últimos doce meses.

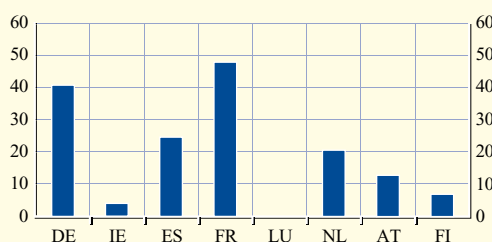
La calidad de la estimación se aprecia al examinar la diferencia entre los rendimientos observados y sus contrapartidas teóricas obtenidas del cálculo de la curva de rendimientos (véase también gráfico 1).

El cuadro presenta algunos datos estadísticos sobre la bondad de ajuste diario de la curva de rendimientos de referencia de la zona del euro. En promedio, cerca del 80% de los rendimientos efectivos pueden replicarse con un margen de 3 puntos básicos.

El EAM diario medio correspondiente al período para el que se dispone actualmente de datos fue de 2,08, lo que significa que, en promedio, la diferencia absoluta entre el rendimiento real observado de un bono y el estimado por el modelo se sitúa en torno a 2 puntos básicos. Si se pondera por la duración de cada bono, el EAM para el período se queda en 1,27 puntos básicos. Estos resultados son indicativos de un muy buen ajuste. Incluso durante las recientes turbulencias financieras, cuando los precios de la deuda emitida por las administraciones centrales se volvieron también más volátiles, se siguió observando un alto grado de ajuste, aunque sin alcanzar los niveles registrados en períodos de mayor calma (tasa de aciertos de hasta el 90%). A su vez, ello incrementó la desviación típica de los indicadores de calidad mencionados anteriormente. Por otra parte, el elevado número de bonos incluidos en la población final limita el impacto de una ligera anomalía en la valoración de un determinado bono.

Gráfico 3 Número medio de valores con calificación AAA emitidos por las administraciones centrales por países

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y EuroMTS; calificaciones de Fitch Ratings.
Nota: Los datos corresponden al período comprendido entre el 29 de diciembre de 2006 y el 14 de diciembre de 2007.

Como resultado de la interacción entre el conjunto de datos seleccionado, los controles de calidad efectuados y el modelo empleado para la estimación de la curva de rendimientos, la estructura temporal se caracteriza por su suavidad y su buen ajuste a los datos de mercado.

4 CONCLUSIONES

Para la política monetaria y para el análisis de la evolución de los mercados financieros, los bancos centrales y otros participantes en el mercado necesitan representaciones fiables de la estructura temporal de los tipos de interés. Las nuevas curvas de rendimientos de la deuda pública de la zona del euro, que se publican diariamente, son un complemento valioso de la información existente. En particular, las estructuras tem-

Cuadro Bondad de ajuste de la curva de rendimientos AAA de la zona del euro

(puntos básicos, salvo indicación en contrario)

	Tasa de aciertos: porcentaje de bonos cuyo rendimiento teórico se desvía del rendimiento observado en 3 puntos básicos o menos	Error absoluto medio	Error absoluto medio ponderado	Error cuadrático medio
Media	78,4	2,08	1,27	2,93
Desviación típica	11,8	0,62	0,37	0,78

Fuente: BCE. Datos de EuroMTS; calificaciones de Fitch Ratings.
Nota: Resultados basados en observaciones diarias en el período comprendido entre el 29 de diciembre de 2006 y el 14 de diciembre de 2007.



porales basadas en instrumentos con calificación AAA se consideran libres de riesgo de crédito, por lo que representan un mínimo para los costes de endeudamiento de la economía. Como resultado de un cuidadoso procedimiento de selección de datos y de distintos controles de calidad, la nueva curva de rendimientos de la deuda pública de la zona del euro se distingue por su suavidad, estabilidad y buen ajuste a los datos de mercado, además de responder a los fines para los que se ha elaborado.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro S5

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,8	3,08	3,86
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	.	4,28	4,33
2007 I	7,0	9,1	10,2	-	10,6	16,5	3,82	4,08
II	6,2	9,2	10,6	-	10,5	18,7	4,07	4,42
III	6,6	10,3	11,5	-	11,0	20,3	4,49	4,48
IV	5,9	10,8	12,0	-	11,1	.	4,72	4,34
2007 Ago	6,7	10,5	11,5	11,5	11,2	20,6	4,54	4,43
Sep	6,1	10,2	11,3	11,7	11,0	19,3	4,74	4,37
Oct	6,4	11,2	12,3	12,0	11,3	19,5	4,69	4,40
Nov	6,3	11,0	12,3	12,1	11,1	18,8	4,64	4,25
Dic	4,0	10,1	11,5	.	11,1	.	4,85	4,38
2008 Ene	.	.	.	.	.	.	4,49	4,23

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

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 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6		7
1	2	3	4	5	6	7	8	
2006	-3,7	23,0	-136,4	276,4	325,8	103,6	104,5	1,2556
2007	.	.	.	.	347,4	107,7	108,3	1,3705
2007 I	4,8	8,6	-14,6	129,8	331,5	105,5	106,3	1,3106
II	-2,4	20,1	-66,8	72,4	325,3	107,1	107,7	1,3481
III	11,0	18,5	-37,8	76,2	340,5	107,6	108,2	1,3738
IV	.	.	.	.	347,4	110,5	111,2	1,4486
2007 Ago	0,5	4,0	0,3	1,9	330,4	107,1	107,6	1,3622
Sep	4,9	6,5	-37,4	48,9	340,5	108,2	108,8	1,3896
Oct	5,1	8,7	21,3	-56,1	346,6	109,4	110,1	1,4227
Nov	2,2	5,1	11,0	10,2	339,2	111,0	111,7	1,4684
Dic	.	.	.	.	347,4	111,2	111,7	1,4570
2008 Ene	.	.	.	.	.	112,0	112,4	1,4718

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

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

- 1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las Notas Técnicas para más detalles.
- 2) M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- 3) 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 11 enero	2008 18 enero	2008 25 enero	2008 1 febrero
Oro y derechos en oro	201.704	201.663	201.612	201.452
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	140.648	140.963	140.031	143.046
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	38.713	36.942	36.356	34.525
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	14.531	14.658	16.194	14.501
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	420.172	459.024	444.491	435.999
Operaciones principales de financiación	151.500	190.500	175.500	167.501
Operaciones de financiación a plazo más largo	268.487	268.487	268.487	268.491
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	184	1	492	4
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	36	12	3
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	26.987	30.294	28.572	30.695
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	97.302	96.695	98.057	99.340
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	38.705	38.705	38.705	38.634
Otros activos	332.300	331.835	333.524	332.726
Total activo	1.311.062	1.350.779	1.337.542	1.330.918

2. Pasivo

	2008 11 enero	2008 18 enero	2008 25 enero	2008 1 febrero
Billetes en circulación	659.395	653.245	649.514	652.624
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	181.285	231.056	193.199	199.240
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	180.614	230.825	192.680	198.471
Facilidad de depósito	665	212	501	510
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	6	19	18	259
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	345	334	314	256
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	55.043	47.068	71.972	55.057
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	45.604	48.621	51.041	48.797
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	1.105	1.369	1.180	1.301
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	18.795	18.458	17.978	19.267
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.311	5.311	5.311	5.311
Otros pasivos	126.791	127.944	129.663	131.749
Cuentas de revalorización	147.665	147.665	147.665	147.665
Capital y reservas	69.723	69.708	69.705	69.651
Total pasivo	1.311.062	1.350.779	1.337.542	1.330.918

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde ¹⁾	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable		
	Nivel	Variación	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Variación	Nivel	Variación
			3	4			
1	2	3	4	5	6	7	
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 1999 hasta el 9 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito. Respecto a las operaciones principales de financiación, las variaciones en el tipo de interés tienen efecto a partir de la primera operación posterior a la fecha indicada, excepto la del 18 de septiembre de 2001, que tuvo efecto el mismo día. A partir del 10 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito, a la facilidad marginal de crédito y a las operaciones principales de financiación (las variaciones en el tipo de interés tendrán efecto a partir de la operación principal de financiación posterior a su discusión en el Consejo de Gobierno), salvo indicación en contrario.
- El 22 de diciembre de 1998, el BCE anunció que, como medida excepcional, entre el 4 y el 21 de enero de 1999 se aplicaría una banda estrecha de 50 puntos básicos entre los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito, con el propósito de facilitar a los participantes en el mercado la adaptación al nuevo sistema.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían mediante subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades pueden realizar sus pujas.

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2007 10 Oct	322.684	342	218.000	4,00	4,12	4,16	7
17	283.439	349	171.000	4,00	4,11	4,14	7
24	304.089	348	182.000	4,00	4,11	4,14	7
31	287.241	308	170.000	4,00	4,14	4,16	7
7 Nov	275.580	300	160.000	4,00	4,14	4,15	7
14	280.458	298	182.000	4,00	4,15	4,16	7
21	277.051	299	169.000	4,00	4,17	4,19	7
28	257.966	283	178.000	4,00	4,18	4,20	7
5 Dic	253.519	273	163.000	4,00	4,18	4,20	7
12	280.565	284	218.500	4,00	4,18	4,21	7
19	377.148	390	348.607	4,00	4,21	4,21	16
28	47.652	118	20.000	4,00	4,20	4,27	7
2008 4 Ene	275.291	269	128.500	4,00	4,18	4,21	5
9	283.354	301	151.500	4,00	4,20	4,22	7
16	242.078	281	190.500	4,00	4,16	4,21	7
23	234.633	276	175.500	4,00	4,16	4,19	7
30	253.268	264	167.500	4,00	4,18	4,20	7
6 Feb	223.805	226	161.500	4,00	4,17	4,20	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2007 31 May	72.697	147	50.000	-	4,06	4,07	91
28 Jun	66.319	139	50.000	-	4,11	4,12	91
26 Jul	78.703	144	50.000	-	4,20	4,20	98
24 Ago	125.787	146	40.000	-	4,49	4,61	91
30	119.755	168	50.000	-	4,56	4,62	91
13 Sep	139.021	140	75.000	-	4,35	4,52	90
27	85.353	159	50.000	-	4,50	4,63	84
1 Nov	87.587	157	50.000	-	4,45	4,53	91
23	147.977	130	60.000	-	4,55	4,61	90
29	132.386	175	50.000	-	4,65	4,70	91
12 Dic	105.126	122	60.000	-	4,81	4,88	92
20	48.476	97	48.476	-	4,00	4,56	98
2008 31 Ene	98.183	151	50.000	-	4,21	4,33	92

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 11 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	66.388	37	60.000	4,00	-	-	-	1
9 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	40.235	18	24.500	4,00	-	-	-	1
12	Captación de depósitos a plazo fijo	40.080	22	30.000	4,00	-	-	-	5
13 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	27.750	10	27.750	4,00	-	-	-	1
7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	37.615	30	8.000	4,00	-	-	-	5
11	Captación de depósitos a plazo fijo	23.350	20	21.000	4,00	-	-	-	1
17	Captación de depósitos a plazo fijo	36.610	25	36.610	4,00	-	-	-	2
19	Captación de depósitos a plazo fijo	133.610	52	133.610	4,00	-	-	-	1
20	Captación de depósitos a plazo fijo	165.815	58	150.000	4,00	-	-	-	1
21	Captación de depósitos a plazo fijo	141.565	55	141.565	4,00	-	-	-	6
27	Captación de depósitos a plazo fijo	145.640	49	145.640	4,00	-	-	-	1
28	Captación de depósitos a plazo fijo	160.450	52	150.000	4,00	-	-	-	3
2008 2 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	168.640	54	168.640	4,00	-	-	-	1
3	Captación de depósitos a plazo fijo	212.620	69	200.000	4,00	-	-	-	1
15	Captación de depósitos a plazo fijo	45.712	28	20.000	4,00	-	-	-	1

Fuente: BCE.

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

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años		Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6	
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1	
2007 I	16.253,0	8.634,2	657,4	2.009,8	1.358,8	3.592,8	
II	16.753,3	8.940,5	677,6	2.066,6	1.383,5	3.685,1	
2007 Jul	16.822,3	8.955,9	694,0	2.089,3	1.392,1	3.690,9	
Ago	16.890,0	8.994,1	713,9	2.086,8	1.407,8	3.687,5	
Sep	16.968,2	9.073,2	745,5	2.075,7	1.424,9	3.649,0	
Oct ²⁾	17.242,4	9.255,8	799,4	2.098,1	1.425,0	3.664,2	
Nov ²⁾	17.338,9	9.302,0	804,7	2.096,9	1.489,0	3.646,4	

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
2007 I	179,8	180,6	0,8	0,0	3,55
II	185,3	186,2	0,9	0,0	3,80
III	191,9	192,7	0,9	0,0	4,09
2007 9 Oct	192,5	193,4	0,9	0,0	4,18
13 Nov	193,7	194,4	0,7	0,0	4,12
11 Dic	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 15 Ene ³⁾	199,8	200,9	1,1	0,0	4,20
12 Feb	201,6	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	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 ⁴⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2007 I	321,6	288,7	134,6	0,0	0,0	0,5	0,8	606,2	47,1	-90,0	180,6	787,2
II	326,4	284,9	150,0	0,3	0,0	0,2	0,2	625,2	49,1	-99,4	186,2	811,7
III	317,3	268,7	171,7	0,2	10,7	0,4	1,7	639,2	52,3	-117,8	192,7	832,4
2007 9 Oct	321,9	194,3	262,3	0,3	0,0	1,6	0,9	637,3	63,7	-118,0	193,4	832,3
13 Nov	327,6	180,2	265,0	0,1	0,0	0,6	5,1	640,1	55,9	-123,3	194,4	835,1
11 Dic	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

Fuente: BCE.

- Fin de período.
- Incluye las bases de reservas de las entidades de crédito de Malta y Chipre. Con carácter transitorio, las entidades de crédito radicadas en la zona del euro pueden haber decidido deducir de sus propias bases de reservas cualquier pasivo de las entidades radicadas en Malta o Chipre. Comenzando con la base de reservas vigente al final de enero del 2008, se aplica el procedimiento estándar [véase el Reglamento (CE) n° 1348/2007 del BCE, de 9 de noviembre de 2007, relativo a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Chipre y Malta (BCE/2007/11)].
- Debido a la adopción el euro en Chipre y Malta el 1 de enero de 2008, las exigencias de reservas son una media —ponderada por el número de días naturales— de las exigencias de reservas de los 13 países que integraban entonces la zona del euro en el período comprendido entre el 12 y el 31 de diciembre de 2007 y las exigencias de reservas de los 15 países que actualmente forman parte de la zona del euro para el período comprendido entre el 1 y el 15 de enero de 2008.
- A partir del 1 de enero de 2008, incluye las operaciones de política monetaria ejecutadas mediante la captación de depósitos a plazo fijo por el Banco Central de Malta y el Banco Central de Chipre antes del 1 de enero de 2008 y que todavía estaban vivas con posterioridad a esa fecha.

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2005	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006	19.743,5	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,3	1.464,0	648,3	829,9	4.681,5	187,3	1.941,4
2007 I	20.649,7	10.262,7	821,1	9.441,6	2.175,6	1.487,7	687,9	857,6	5.044,2	209,9	2.099,5
II	21.414,1	10.529,2	816,0	9.713,2	2.258,4	1.494,9	763,4	880,3	5.243,0	217,1	2.286,1
2007 Jul	21.462,9	10.627,9	817,4	9.810,4	2.253,7	1.474,6	779,2	865,9	5.285,5	213,8	2.216,1
Ago	21.454,0	10.660,4	810,9	9.849,5	2.229,0	1.446,0	783,0	854,2	5.278,3	214,0	2.218,2
Sep	21.691,7	10.760,0	810,8	9.949,2	2.241,4	1.434,2	807,3	857,8	5.247,3	218,7	2.366,4
Oct	22.241,1	10.989,8	961,8	10.028,0	2.314,8	1.434,4	880,4	914,8	5.365,5	232,2	2.424,0
Nov	22.441,2	11.073,4	962,7	10.110,7	2.330,3	1.435,5	894,8	905,5	5.391,6	231,0	2.509,5
Dic ^(p)	22.293,9	11.120,4	974,1	10.146,4	2.371,8	1.419,2	952,6	905,1	5.242,6	222,9	2.431,1
Operaciones											
2005	1.608,0	708,9	12,8	696,0	156,2	76,2	80,0	53,2	448,0	1,4	240,4
2006	1.997,9	877,3	-14,4	891,6	10,6	-96,8	107,4	98,5	801,7	6,4	203,5
2007 I	884,6	254,0	-8,2	262,2	63,2	19,0	44,2	20,8	394,4	0,5	151,8
II	788,1	282,0	-5,4	287,4	84,4	11,0	73,4	16,7	222,3	3,2	179,4
2007 Jul	77,7	101,6	1,4	100,3	-4,0	-20,6	16,5	-10,6	64,2	-3,3	-70,2
Ago	-11,9	32,9	-6,6	39,5	-25,4	-29,7	4,3	-10,5	-10,9	0,1	1,9
Sep	312,8	111,8	0,1	111,7	14,7	-10,9	25,6	2,9	31,2	4,7	147,5
Oct	368,3	77,4	-3,2	80,6	46,1	6,3	39,7	47,7	149,9	4,8	42,5
Nov	261,1	88,1	0,9	87,2	14,0	-1,2	15,2	-5,4	80,7	-1,3	84,8
Dic ^(p)	-138,1	55,8	11,4	44,4	44,4	-13,6	58,0	-0,4	-145,3	-8,0	-84,7

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.743,5	592,2	158,0	7.906,5	614,1	2.587,9	1.276,5	4.026,5	2.566,1	15,7
2007 I	20.649,7	588,4	183,8	8.078,4	666,3	2.701,6	1.341,8	4.295,3	2.775,4	18,7
II	21.414,1	604,9	221,0	8.301,6	699,1	2.773,1	1.346,8	4.502,8	2.968,8	-4,0
2007 Jul	21.462,9	612,9	180,1	8.346,2	712,6	2.774,1	1.366,2	4.542,4	2.920,8	7,7
Ago	21.454,0	610,5	173,7	8.336,8	706,1	2.807,8	1.368,3	4.585,9	2.884,2	-19,3
Sep	21.691,7	610,4	196,0	8.428,0	680,7	2.811,0	1.395,1	4.575,5	3.023,4	-28,6
Oct	22.241,1	613,5	184,3	8.654,0	684,1	2.868,3	1.461,1	4.681,5	3.111,3	-16,9
Nov	22.441,2	618,6	199,8	8.717,0	696,7	2.866,9	1.458,5	4.690,4	3.200,9	-7,6
Dic ^(p)	22.293,9	638,5	152,1	8.891,3	661,0	2.860,5	1.494,1	4.597,2	3.036,3	-37,1
Operaciones										
2005	1.608,0	64,4	10,9	495,7	-3,0	213,5	95,5	448,0	333,9	-50,8
2006	1.997,9	59,4	-15,2	683,7	27,0	285,6	57,2	601,6	253,2	45,4
2007 I	884,6	-4,2	24,8	157,1	54,5	117,5	38,9	292,5	196,8	6,9
II	788,1	16,5	37,2	225,1	30,5	70,9	2,4	230,5	183,4	-8,4
2007 Jul	77,7	8,0	-41,5	47,1	14,4	4,6	19,7	58,4	-48,8	15,8
Ago	-11,9	-2,3	-6,3	-10,4	-6,9	32,6	3,8	40,2	-34,8	-27,7
Sep	312,8	-0,1	22,3	103,8	-26,2	21,5	21,9	55,4	113,5	0,8
Oct	368,3	3,1	-16,5	76,3	13,7	15,2	41,7	136,1	76,8	22,0
Nov	261,1	5,1	15,5	67,6	11,6	6,7	4,7	48,6	86,2	15,0
Dic ^(p)	-138,1	19,9	-47,7	174,9	-35,9	-4,3	38,1	-84,9	-169,5	-28,8

Fuente: BCE.

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

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

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

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

1. Agregados monetarios²⁾ y contrapartidas

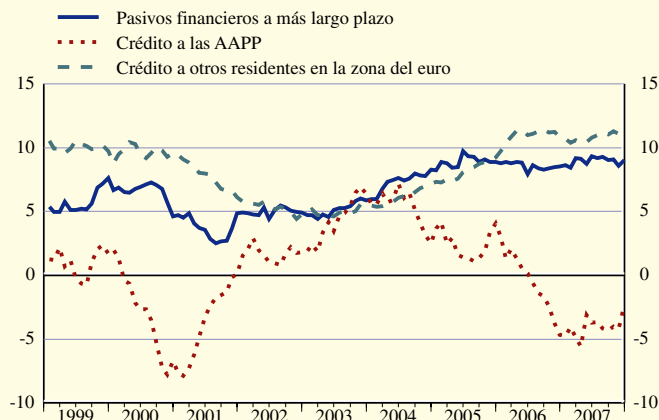
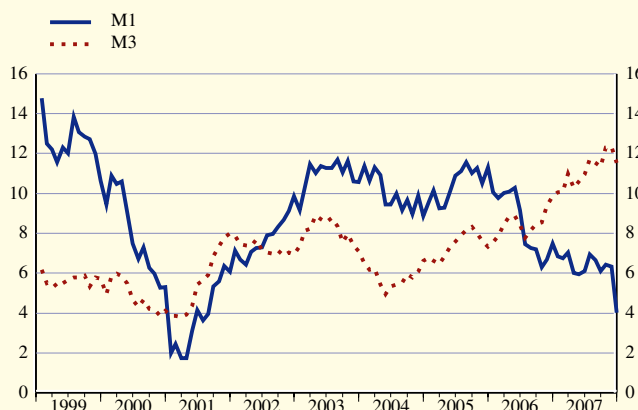
	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos		
									9	10	
Saldos vivos											
2005	3.419,4	2.653,2	6.072,6	999,4	7.072,0	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	425,8
2006	3.676,6	2.953,1	6.629,7	1.102,1	7.731,8	-	5.428,7	2.321,2	10.658,5	9.167,4	636,8
2007 I	3.746,8	3.064,9	6.811,8	1.190,3	8.002,0	-	5.604,1	2.301,4	10.978,1	9.444,7	755,9
II	3.785,4	3.170,7	6.956,1	1.228,3	8.184,4	-	5.728,2	2.297,9	11.324,9	9.684,5	728,3
2007 Jul	3.809,3	3.228,3	7.037,7	1.235,6	8.273,3	-	5.765,5	2.286,4	11.436,7	9.782,9	728,5
Ago	3.823,5	3.273,7	7.097,2	1.243,3	8.340,5	-	5.795,9	2.265,6	11.553,5	9.888,8	696,4
Sep	3.821,2	3.316,7	7.138,0	1.260,0	8.398,0	-	5.799,1	2.253,5	11.648,0	9.958,2	666,9
Oct	3.836,2	3.421,1	7.257,3	1.273,2	8.530,4	-	5.916,4	2.400,9	11.856,7	10.045,4	668,1
Nov	3.859,7	3.447,7	7.307,4	1.312,9	8.620,3	-	5.911,2	2.389,1	11.918,3	10.106,8	695,8
Dic ^(p)	3.826,5	3.505,3	7.331,8	1.310,4	8.642,2	-	5.976,2	2.417,8	12.027,9	10.155,9	626,4
Operaciones											
2005	337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	400,8	94,5	835,5	700,4	0,1
2006	255,5	309,9	565,4	130,2	695,6	-	427,0	-114,1	1.105,0	896,5	200,2
2007 I	63,6	105,4	169,0	91,1	260,1	-	150,0	-23,7	298,7	258,8	127,0
II	37,9	108,0	146,0	32,1	178,0	-	123,9	-0,1	354,9	255,6	-27,0
2007 Jul	24,7	58,8	83,4	7,9	91,4	-	42,1	-11,8	119,5	101,4	3,0
Ago	13,8	45,1	58,9	10,5	69,4	-	27,4	-21,9	118,9	106,4	-32,4
Sep	0,6	47,4	48,0	19,7	67,7	-	18,0	-11,0	107,2	81,3	-33,2
Oct	16,3	73,5	89,7	22,1	111,9	-	48,5	-1,0	167,5	89,1	2,9
Nov	24,6	28,7	53,3	39,2	92,6	-	11,0	-14,0	70,9	65,9	42,6
Dic ^(p)	-33,6	58,1	24,5	-2,5	22,0	-	70,1	31,3	118,7	57,9	-73,9
Tasas de crecimiento											
2005 Dic	11,3	5,4	8,5	0,9	7,3	7,5	8,9	4,1	9,6	9,2	0,1
2006 Dic	7,5	11,7	9,3	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,2
2007 Mar	7,0	12,7	9,5	20,1	11,0	10,5	9,1	-4,9	10,9	10,6	339,6
Jun	6,1	13,9	9,5	19,9	11,0	11,1	9,3	-3,7	11,6	10,8	270,0
2007 Jul	7,0	15,0	10,5	19,4	11,7	11,4	9,2	-3,7	11,6	11,0	270,8
Ago	6,7	15,3	10,5	17,9	11,5	11,5	9,3	-4,1	11,8	11,2	242,9
Sep	6,1	15,4	10,2	17,9	11,3	11,7	9,0	-4,3	11,7	11,0	201,9
Oct	6,4	17,0	11,2	19,1	12,3	12,0	9,1	-4,0	12,4	11,3	188,9
Nov	6,3	16,7	11,0	20,7	12,3	12,1	8,6	-4,2	12,2	11,1	152,6
Dic ^(p)	4,0	17,7	10,1	20,0	11,5	.	9,0	-2,3	12,7	11,1	8,9

C1 Agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

C2 Contrapartidas¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

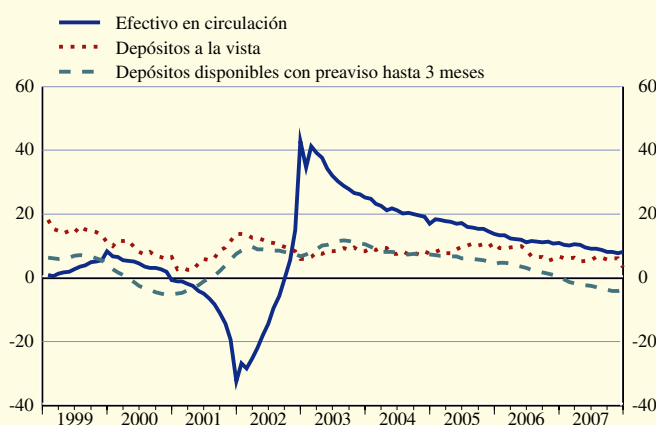
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2005	521,5	2.897,9	1.109,9	1.543,2	241,6	631,6	126,2	2.202,6	86,9	1.511,2	1.199,6
2006	579,0	3.097,5	1.401,7	1.551,4	272,0	631,4	198,7	2.396,2	102,4	1.654,6	1.275,6
2007 I	592,1	3.154,7	1.528,2	1.536,8	280,3	670,0	239,9	2.461,4	107,8	1.696,4	1.338,5
II	599,2	3.186,2	1.645,2	1.525,5	285,1	700,5	242,8	2.522,4	109,4	1.748,6	1.347,7
2007 Jul	604,7	3.204,7	1.709,4	1.518,9	290,6	704,8	240,2	2.527,8	110,7	1.764,6	1.362,4
Ago	608,2	3.215,3	1.762,9	1.510,8	287,0	695,4	260,8	2.550,2	111,1	1.767,8	1.366,8
Sep	610,6	3.210,6	1.808,2	1.508,5	298,0	679,6	282,4	2.528,7	113,0	1.769,6	1.387,9
Oct	617,8	3.218,4	1.883,7	1.537,4	288,7	684,7	299,8	2.558,8	120,6	1.780,6	1.456,5
Nov	618,8	3.240,9	1.914,3	1.533,4	300,4	700,1	312,4	2.547,9	120,5	1.781,0	1.461,9
Dic ^(p)	627,0	3.199,5	1.970,8	1.534,5	312,7	680,4	317,3	2.550,4	119,9	1.812,4	1.493,6
Operaciones											
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-5,9	-2,0	16,4	198,4	-4,3	111,2	95,5
2006	57,5	198,0	300,8	9,2	31,2	28,8	70,2	216,3	15,5	137,8	57,4
2007 I	12,6	51,0	120,9	-15,4	8,4	40,9	41,8	68,3	4,6	40,4	36,6
II	7,0	30,9	118,5	-10,5	3,4	28,3	0,4	62,8	1,7	52,9	6,5
2007 Jul	5,5	19,2	65,4	-6,6	5,6	5,2	-2,8	9,3	1,2	16,5	15,1
Ago	3,6	10,2	53,2	-8,2	-3,6	-9,8	24,0	17,9	0,5	2,9	6,1
Sep	2,4	-1,8	49,5	-2,1	14,3	-16,6	22,0	-3,7	1,9	3,8	16,1
Oct	7,2	9,1	83,9	-10,4	-9,3	15,4	16,0	-10,4	0,8	13,7	44,5
Nov	1,0	23,6	32,6	-3,9	11,8	14,4	13,0	-3,4	-0,1	1,7	12,7
Dic ^(p)	8,2	-41,8	57,0	1,1	12,3	-19,9	5,1	4,6	-0,7	31,9	34,2
Tasas de crecimiento											
2005 Dic	13,8	10,9	6,5	4,4	-2,4	-0,3	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 Dic	11,0	6,8	27,2	0,6	13,0	4,7	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Mar	10,5	6,4	32,3	-1,7	19,3	12,2	51,9	11,0	20,6	9,0	5,3
Jun	9,2	5,5	35,1	-2,5	14,6	14,4	49,2	11,0	17,6	9,6	5,4
2007 Jul	9,2	6,5	37,5	-2,9	14,3	14,4	46,9	10,6	17,0	9,9	5,2
Ago	8,7	6,3	38,6	-3,5	11,2	12,8	45,0	10,7	15,4	9,5	5,9
Sep	8,2	5,7	38,2	-3,6	11,7	9,4	55,7	10,0	15,1	9,0	6,8
Oct	8,1	6,1	41,8	-4,2	12,7	11,4	51,4	8,6	13,8	8,9	9,6
Nov	7,7	6,1	40,4	-4,1	16,0	11,0	57,9	7,3	11,5	8,4	10,7
Dic ^(p)	8,2	3,2	41,4	-3,6	15,7	9,2	60,2	6,1	9,7	9,9	13,2

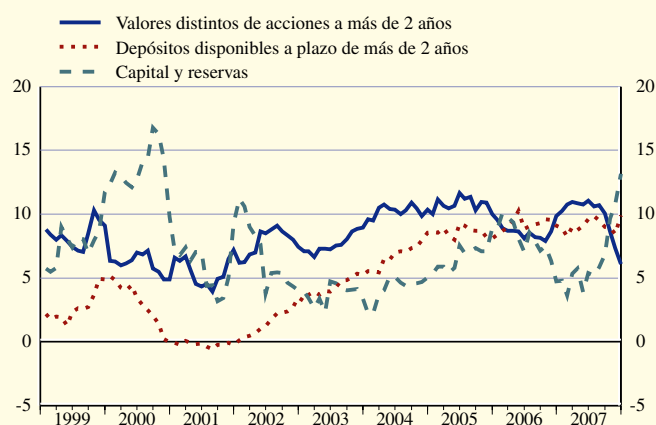
C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

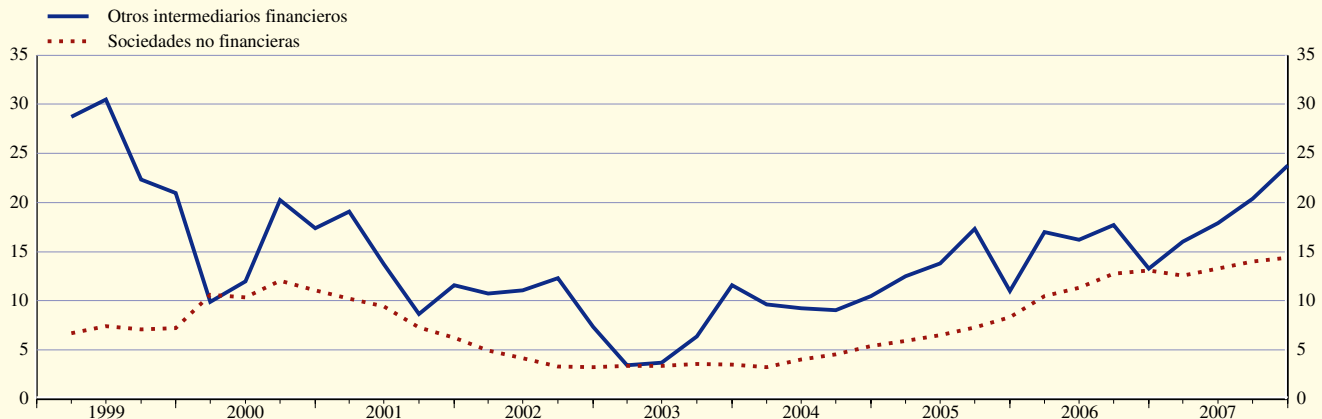
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras³⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ⁴⁾		Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007 I	98,5	71,7	774,5	488,6	3.957,3	1.172,1	738,8	2.046,4
II	110,5	83,5	802,2	502,3	4.107,8	1.223,3	777,1	2.107,5
III	112,0	87,7	852,8	534,2	4.231,6	1.248,1	815,1	2.168,4
2007 Oct	115,5	90,3	867,0	528,9	4.272,6	1.246,5	831,8	2.194,4
Nov	108,8	83,3	875,3	531,0	4.326,6	1.267,0	842,2	2.217,4
Dic ^(p)	95,9	70,3	859,0	520,8	4.383,2	1.276,3	856,4	2.250,6
Operaciones								
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007 I	15,8	16,6	71,1	67,9	106,1	31,2	29,6	45,3
II	12,0	11,8	29,0	13,9	161,0	57,8	40,0	63,2
III	1,7	4,4	56,5	36,3	129,3	25,7	39,6	64,0
2007 Oct	3,6	2,6	15,9	-4,2	39,4	-0,9	16,3	23,9
Nov	-6,6	-6,9	9,6	3,9	57,2	20,8	12,5	23,9
Dic ^(p)	-12,9	-13,0	-15,2	-9,7	59,6	10,1	16,2	33,3
Tasas de crecimiento								
2005 Dic	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 Dic	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 Mar	20,4	26,1	16,0	19,6	12,6	9,9	18,7	12,1
Jun	30,7	40,6	17,9	20,4	13,3	11,1	20,1	12,2
Sep	25,6	40,0	20,4	23,0	14,0	12,6	20,5	12,5
2007 Oct	30,2	46,4	23,1	22,7	13,9	11,5	21,1	12,8
Nov	14,9	22,9	23,5	23,7	14,0	11,6	21,2	12,8
Dic ^(p)	16,4	27,9	23,8	25,7	14,4	12,7	21,8	12,7

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

4) Esta categoría incluye fondos de inversión.

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

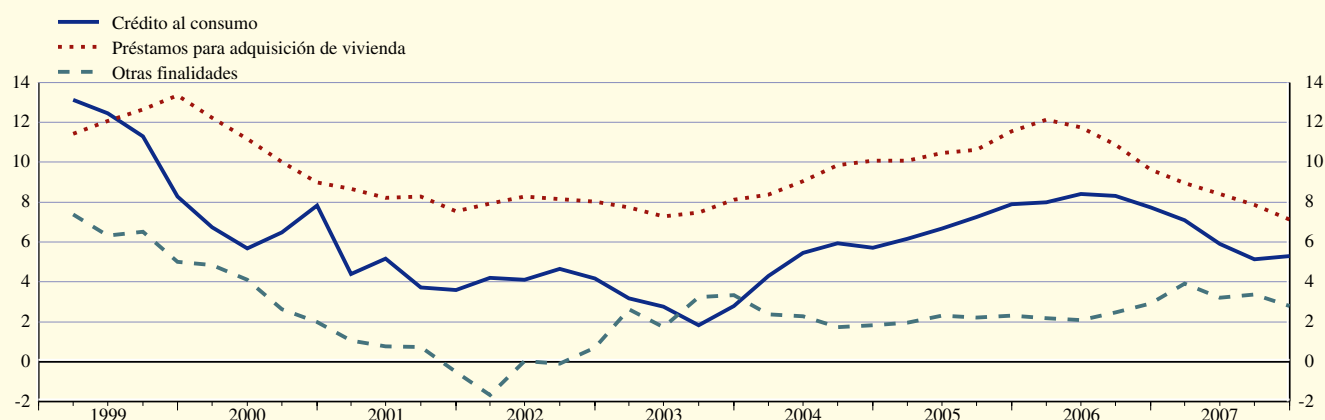
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares³⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
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 I	4.610,7	590,1	132,0	202,4	255,7	3.272,1	16,1	71,9	3.184,1	748,5	147,5	102,5	498,5
II	4.692,1	602,3	134,9	204,6	262,8	3.336,7	16,4	72,6	3.247,7	753,1	150,3	103,8	499,0
2007 Jul	4.716,2	606,4	136,0	205,0	265,5	3.358,7	15,8	73,1	3.269,9	751,1	146,5	104,3	500,3
Ago	4.730,6	606,0	134,9	204,4	266,7	3.374,1	15,8	73,1	3.285,2	750,5	144,2	104,4	501,9
Sep	4.752,3	607,3	134,1	203,1	270,1	3.392,3	16,1	73,4	3.302,9	752,7	146,6	104,2	501,9
Oct	4.772,2	613,2	136,0	203,9	273,3	3.407,1	16,0	73,7	3.317,4	751,8	145,4	104,2	502,3
Nov	4.799,4	613,9	132,9	205,1	275,9	3.427,5	15,9	73,6	3.338,0	757,9	150,1	104,6	503,2
Dic ^(p)	4.807,5	617,6	136,0	205,4	276,2	3.436,7	16,0	73,7	3.347,1	753,2	147,4	103,7	502,2
Operaciones													
2005	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,4	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 I	69,2	2,1	-3,2	-0,7	5,9	58,7	0,6	0,2	58,0	8,4	0,7	0,7	7,1
II	85,3	13,6	3,1	2,5	8,0	65,9	0,3	0,8	64,8	5,8	2,9	1,9	1,1
2007 Jul	25,1	4,2	1,2	0,4	2,6	22,5	-0,2	0,4	22,3	-1,5	-3,8	0,6	1,7
Ago	14,5	-0,4	-1,0	-0,6	1,2	15,3	0,1	0,1	15,2	-0,5	-2,3	0,2	1,7
Sep	24,4	1,0	-0,7	-1,2	2,9	19,5	0,2	0,3	19,0	3,9	2,7	0,1	1,1
Oct	21,7	5,8	2,0	0,9	2,8	15,8	-0,1	0,3	15,5	0,1	-1,0	0,3	0,9
Nov	27,0	0,0	-3,0	0,9	2,1	20,6	0,0	0,0	20,6	6,5	4,8	0,5	1,2
Dic ^(p)	12,8	4,8	3,4	0,8	0,6	10,1	0,2	0,1	9,9	-2,1	-2,7	-0,1	0,7
Tasas de crecimiento													
2005 Dic	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,1	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
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 Mar	7,9	7,1	5,7	1,5	12,8	8,9	13,6	6,4	9,0	3,9	1,6	4,1	4,6
Jun	7,2	5,9	4,4	0,6	11,3	8,4	11,0	4,6	8,5	3,2	0,5	5,3	3,6
2007 Jul	7,0	5,9	4,7	0,5	11,2	8,1	9,5	4,5	8,2	3,2	0,5	5,7	3,5
Ago	7,0	5,8	4,7	0,4	10,9	8,1	9,9	4,5	8,2	3,2	-0,1	5,7	3,7
Sep	6,8	5,1	3,9	-0,5	10,5	7,9	7,1	4,4	8,0	3,4	1,0	5,3	3,7
Oct	6,8	5,6	4,2	0,0	11,0	7,9	8,9	4,4	7,9	3,2	0,8	5,1	3,5
Nov	6,5	5,1	1,6	0,0	11,3	7,6	6,8	4,6	7,7	3,1	1,3	4,7	3,3
Dic ^(p)	6,2	5,3	1,3	1,5	10,5	7,1	6,6	3,0	7,2	2,8	0,8	4,0	3,1

C6 Préstamos a hogares²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

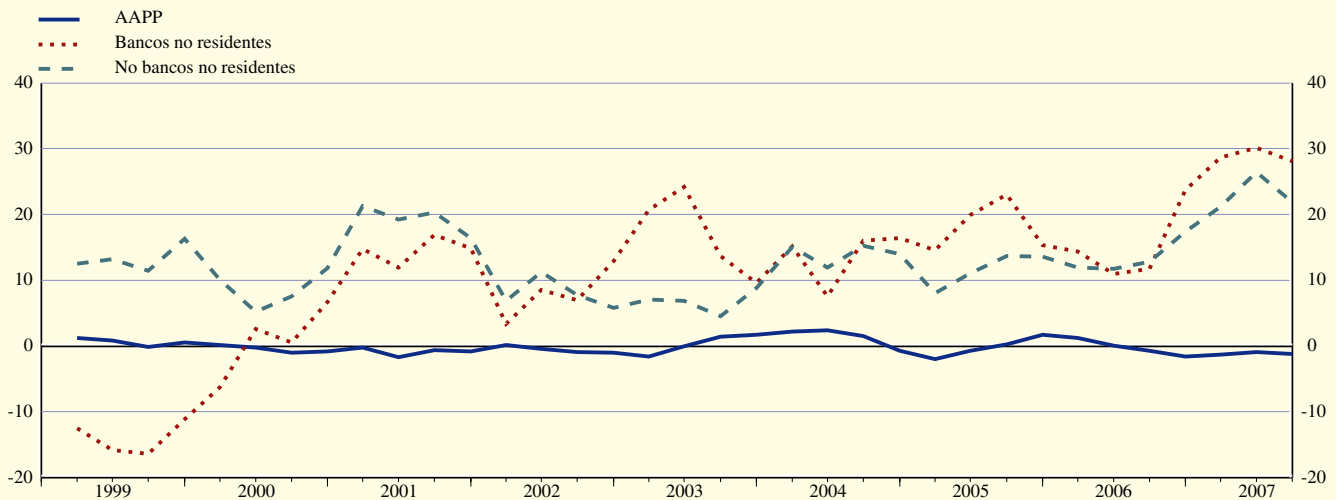
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 I	801,4	97,2	225,2	447,8	31,2	3.169,7	2.265,1	904,6	60,0	844,6
II	798,2	95,7	218,8	446,1	37,6	3.286,4	2.334,3	952,0	61,4	890,6
III ^(p)	793,0	92,4	213,9	447,8	39,1	3.301,6	2.354,1	947,3	59,9	887,5
Operaciones										
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	207,9	89,0	1,3	87,7
2006	-13,4	-17,6	-14,3	21,9	-3,4	532,5	402,9	129,6	0,0	129,6
2007 I	-8,2	-6,9	-6,3	-0,3	5,3	272,7	222,0	50,8	-2,7	53,5
II	-3,4	-1,8	-5,5	-2,5	6,4	135,3	79,6	55,7	1,8	53,9
III ^(p)	-5,1	-3,2	-5,0	1,7	1,5	76,2	57,5	18,5	-0,2	18,6
Tasas de crecimiento										
2005 Dic	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	2,0	14,9
2006 Dic	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-0,1	19,1
2007 Mar	-1,3	-15,2	-6,1	4,6	6,8	26,4	28,7	21,2	-0,9	23,2
Jun	-0,9	-7,7	-5,9	2,0	17,3	29,0	30,1	26,5	-5,2	29,4
Sep ^(p)	-1,2	-8,2	-6,3	2,3	9,7	26,2	28,1	21,9	-4,2	24,2

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

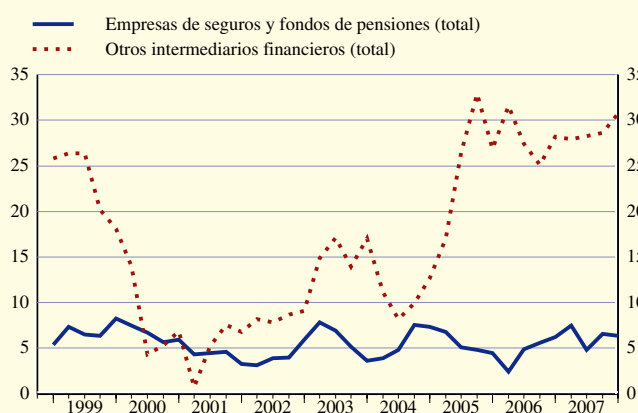
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
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 I	658,8	72,3	58,4	503,0	1,1	1,2	22,9	1.264,7	318,6	267,7	515,7	11,4	0,3	151,0
II	656,4	65,0	58,0	512,2	0,8	1,2	19,2	1.347,3	321,0	288,2	571,7	11,5	0,2	154,6
III	676,6	67,9	62,9	522,9	0,8	1,1	21,0	1.391,8	331,7	305,9	580,9	13,0	0,8	159,5
2007 Oct	695,9	73,7	73,9	524,6	0,8	1,1	21,8	1.430,8	323,4	339,6	599,9	12,4	0,8	154,6
Nov	691,7	69,0	76,6	524,6	0,8	1,1	19,6	1.452,4	340,3	327,9	607,1	11,7	0,9	164,4
Dic ⁴⁾	687,8	70,9	68,8	525,2	0,8	1,1	20,9	1.481,6	322,9	347,9	652,8	12,2	0,3	145,4
Operaciones														
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	176,1	40,1	37,3	96,8	1,5	0,0	0,4
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 I	8,6	2,1	1,0	7,6	0,1	-0,2	-2,0	124,8	35,8	16,2	46,2	0,7	0,0	26,0
II	-2,8	-7,7	-0,3	9,2	-0,2	0,0	-3,7	82,8	3,0	21,0	56,5	0,1	0,0	2,2
III	22,9	3,0	5,1	13,1	0,0	-0,1	1,8	50,0	12,0	19,8	7,9	1,6	0,6	8,2
2007 Oct	19,4	5,9	11,1	1,6	0,0	0,0	0,8	41,4	-7,7	34,5	19,9	-0,5	0,0	-4,8
Nov	-2,9	-4,6	2,5	1,4	0,0	0,0	-2,2	21,3	17,6	-12,8	7,3	-0,7	0,0	9,9
Dic ⁴⁾	-4,0	1,9	-7,8	0,6	0,0	0,0	1,3	29,7	-17,3	20,1	46,0	0,5	-0,5	-19,0
Tasas de crecimiento														
2005 Dic	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	-	-0,8	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
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 Mar	7,5	10,4	15,9	5,9	-2,9	-	16,0	27,9	15,6	37,6	38,1	4,1	-	12,4
Jun	4,8	-5,6	21,1	5,7	-20,8	-	-13,3	28,3	13,5	35,6	41,4	5,9	-	10,5
Sep	6,5	1,5	23,4	6,6	-18,2	-	-13,7	28,6	20,7	31,1	38,5	29,0	-	11,0
2007 Oct	9,5	11,5	53,5	6,9	-19,8	-	-22,0	32,3	23,2	43,7	37,0	23,1	-	15,1
Nov	9,3	8,2	51,7	7,3	-18,8	-	-28,0	30,2	24,0	35,2	34,5	9,0	-	21,2
Dic ⁴⁾	6,4	0,9	20,5	6,8	-22,4	-	-16,3	30,7	15,3	39,4	39,1	15,9	-	17,7

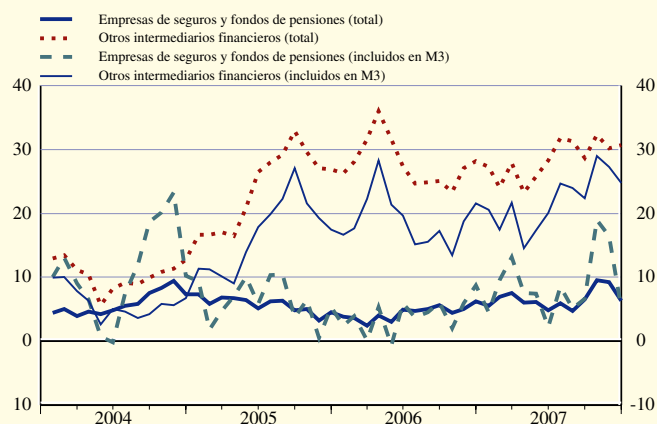
C8 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

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

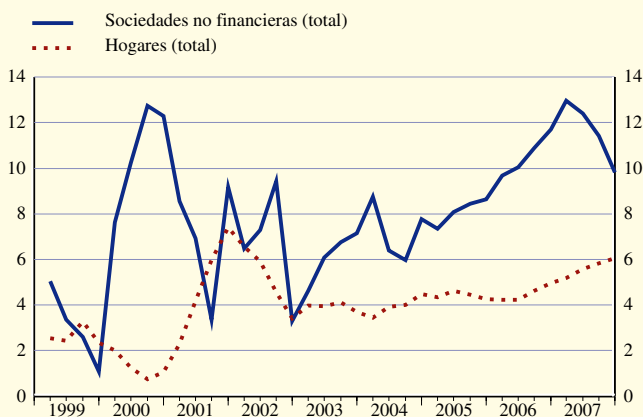
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 3 meses	Más de 3 meses			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
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 I	1.349,0	833,0	379,3	68,9	39,4	1,3	27,0	4.589,5	1.727,5	745,0	593,1	1.342,2	105,4	76,4
II	1.386,0	861,6	392,5	68,2	36,1	1,3	26,4	4.678,1	1.785,8	802,3	577,1	1.329,0	106,2	77,7
III	1.405,0	844,6	438,8	64,1	31,6	1,4	24,3	4.706,3	1.754,3	886,5	565,7	1.308,0	107,9	84,0
2007 Oct	1.415,3	836,7	460,1	63,8	29,0	1,4	24,2	4.855,0	1.730,3	927,5	559,5	1.442,3	109,0	86,3
Nov	1.429,3	850,9	460,2	61,3	31,3	1,4	24,2	4.876,6	1.734,2	954,1	556,3	1.434,7	110,0	87,3
Dic ^(p)	1.467,8	880,0	474,1	59,5	29,2	1,4	23,7	4.988,9	1.777,8	994,7	560,8	1.457,5	111,1	87,1
Operaciones														
2005	96,6	88,9	11,4	-1,6	3,7	-0,4	-5,4	177,7	125,1	16,3	-2,8	45,9	-4,0	-2,9
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 I	3,3	-19,8	23,5	-0,6	-1,4	-0,7	2,2	25,1	-29,1	70,9	-14,8	-13,9	5,5	6,4
II	38,1	29,2	13,6	-0,6	-3,4	0,0	-0,6	89,5	58,5	58,0	-15,9	-13,1	0,8	1,4
III	23,3	-15,6	48,0	-2,6	-4,4	0,1	-2,0	29,5	-31,1	85,3	-11,6	-21,0	1,7	6,3
2007 Oct	10,9	-7,4	20,7	-0,3	-1,9	-0,1	-0,2	2,6	-23,9	40,4	-4,5	-12,9	1,1	2,4
Nov	17,3	14,3	3,1	-2,4	2,3	0,0	0,0	21,9	4,0	26,9	-3,4	-7,5	1,0	1,0
Dic ^(p)	38,7	28,9	14,0	-1,6	-2,2	0,0	-0,5	112,2	43,4	40,7	4,5	22,8	1,1	-0,2
Tasas de crecimiento														
2005 Dic	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
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 Mar	13,0	12,0	22,6	-2,2	-16,1	-29,8	25,4	5,2	2,9	35,0	-4,8	-1,9	22,1	38,7
Jun	12,4	10,1	26,2	-4,8	-18,0	-29,5	20,0	5,6	3,2	40,2	-6,3	-2,5	19,2	32,9
Sep	11,4	7,1	32,5	-8,8	-28,4	-26,9	-2,9	5,8	2,7	43,9	-7,2	-3,5	16,0	29,6
2007 Oct	11,5	7,4	31,2	-9,2	-30,7	-31,9	-3,0	5,8	1,8	46,6	-7,4	-4,1	14,6	29,1
Nov	11,5	6,7	32,7	-11,7	-24,4	-31,8	1,8	6,0	1,8	47,2	-7,5	-4,0	12,5	27,5
Dic ^(p)	9,8	3,5	34,6	-11,8	-26,9	-31,6	-4,5	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4

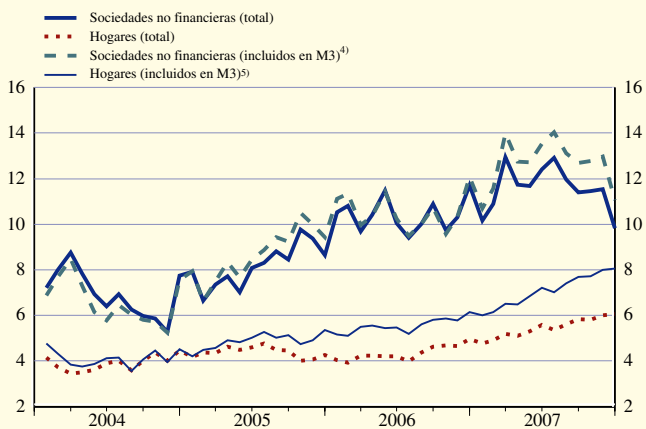
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

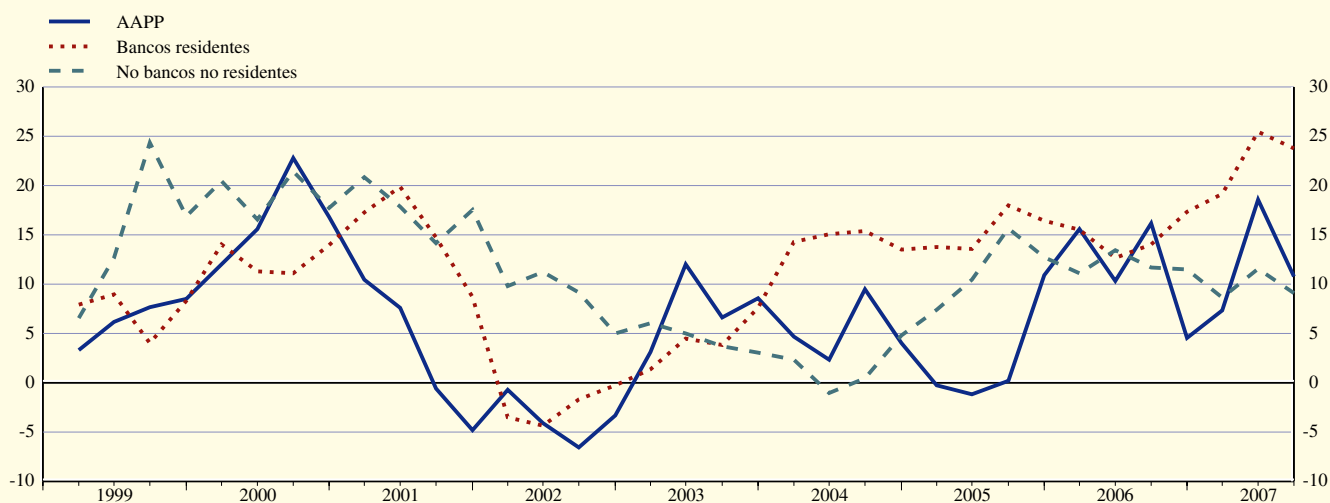
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	91,8	67,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 I	337,8	139,0	42,1	88,8	67,9	3.663,9	2.778,3	885,6	132,4	753,2
II	380,2	169,8	43,8	95,2	71,4	3.821,5	2.898,7	922,8	137,5	785,3
III ^(p)	373,5	144,3	60,0	97,5	71,7	3.875,5	2.946,7	927,2	145,5	781,7
Operaciones										
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	381,1	292,8	88,3	17,8	70,5
2006	14,2	-24,5	7,0	8,7	22,9	476,6	385,8	90,8	6,6	84,2
2007 I	7,8	14,1	-3,3	-3,3	0,2	256,6	237,2	19,4	4,2	15,2
II	42,4	30,8	1,7	6,4	3,5	177,7	136,1	41,6	5,7	35,9
III ^(p)	-7,3	-26,1	16,1	2,3	0,4	128,7	103,9	23,1	10,4	12,7
Tasas de crecimiento										
2005 Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	16,8	12,0
2006 Dic	4,5	-16,5	18,4	10,8	51,3	15,8	17,3	11,5	5,3	12,6
2007 Mar	7,3	-6,3	10,4	12,3	38,6	16,4	19,2	8,6	5,8	9,1
Jun	18,5	21,9	10,5	12,2	25,3	21,8	25,4	11,5	8,9	12,0
Sep ^(p)	10,7	-3,5	44,0	13,6	19,0	20,0	23,8	9,1	12,9	8,4

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

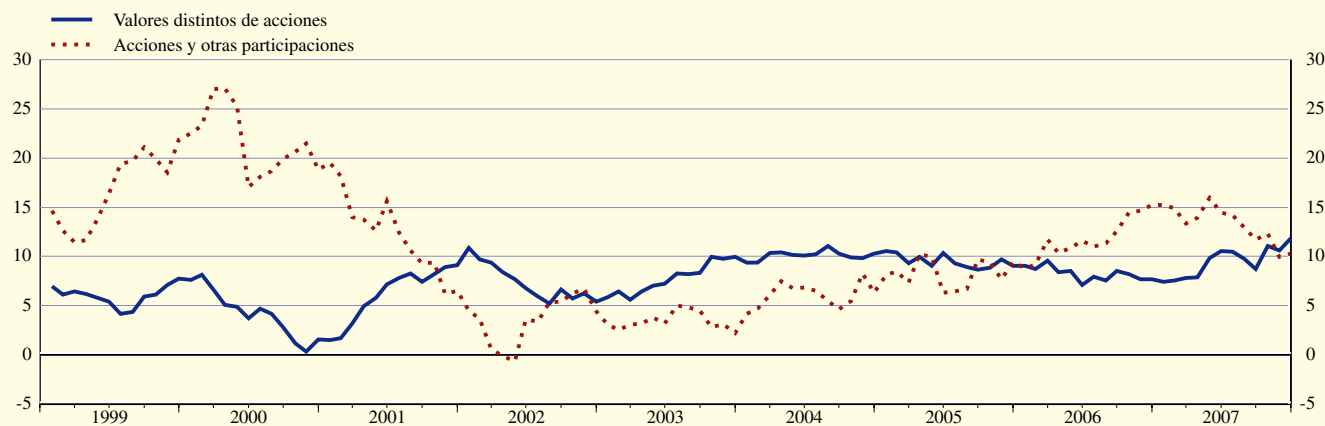
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.663,8	1.560,5	72,3	1.260,4	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007 I	4.842,7	1.616,6	76,5	1.266,6	15,6	651,7	34,1	1.181,7	1.576,5	399,7	844,8	332,0
II	5.010,6	1.637,1	78,9	1.266,1	15,6	727,1	34,1	1.251,7	1.623,3	406,8	867,1	349,4
2007 Jul	5.045,7	1.651,0	88,7	1.242,4	15,4	741,2	35,8	1.271,3	1.607,5	407,2	852,9	347,4
Ago	5.002,0	1.648,7	83,7	1.213,4	15,2	747,1	33,8	1.260,1	1.587,6	407,2	841,1	339,2
Sep	4.973,7	1.646,4	82,1	1.200,2	14,7	769,3	35,7	1.225,3	1.607,5	412,5	844,6	350,3
Oct	5.092,8	1.656,3	85,1	1.199,4	14,7	840,0	38,3	1.259,1	1.655,7	406,5	901,4	347,8
Nov	5.126,6	1.664,3	81,9	1.197,6	14,6	858,9	33,9	1.275,5	1.644,0	404,0	892,4	347,6
Dic ^(p)	5.114,9	1.653,5	83,8	1.177,7	16,6	917,3	33,3	1.232,8	1.653,9	418,5	892,2	343,2
Operaciones												
2005	356,3	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006	336,8	122,7	10,6	-122,7	0,5	100,4	6,5	218,7	194,4	58,8	97,0	38,6
2007 I	190,1	55,6	5,2	2,7	-0,8	37,0	7,6	82,9	78,5	20,6	20,7	37,2
II	172,3	26,2	2,4	-0,1	0,3	73,1	0,2	70,2	35,2	5,5	16,6	13,2
2007 Jul	43,0	13,0	10,1	-23,3	-0,2	14,5	2,0	26,8	-10,8	1,2	-10,7	-1,3
Ago	-43,9	-2,7	-5,2	-29,4	-0,3	6,4	-2,0	-10,8	-17,4	0,1	-10,5	-7,0
Sep	-4,6	-3,5	0,8	-13,0	0,0	22,5	3,0	-14,4	19,4	6,3	3,0	10,1
Oct	147,1	50,9	3,9	5,6	0,2	36,7	3,1	46,8	39,3	-6,2	47,7	-2,1
Nov	48,6	7,6	-1,8	-3,7	0,1	19,1	-3,8	31,1	-3,7	-1,9	-5,4	3,6
Dic ^(p)	-2,4	-10,2	2,6	-18,4	2,2	58,8	-0,7	-36,6	12,3	16,0	-0,3	-3,4
Saldos vivos												
2005 Dic	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 Dic	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,7	13,7	15,2
2007 Mar	7,8	7,9	18,4	-10,2	-3,3	21,3	40,6	25,2	13,3	21,0	6,4	24,1
Jun	10,6	8,6	25,9	-8,8	-7,1	28,0	43,4	29,5	14,4	17,8	7,5	31,0
2007 Jul	10,5	8,5	34,4	-9,3	-7,8	28,1	47,0	27,7	14,2	19,6	5,9	32,4
Ago	9,7	7,7	27,2	-9,7	-10,5	29,5	35,5	25,8	13,0	18,5	5,2	29,3
Sep	8,7	6,3	27,2	-9,8	-5,7	31,4	49,2	21,1	11,7	19,2	3,9	25,3
Oct	11,0	8,8	32,2	-8,7	-3,6	34,7	54,1	23,3	12,3	17,1	7,6	20,1
Nov	10,6	8,3	25,4	-9,1	-5,2	36,1	41,7	22,2	9,9	7,6	6,3	23,6
Dic ^(p)	11,9	8,8	25,3	-6,3	10,6	43,0	32,9	17,8	10,3	11,0	7,5	17,0

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

(mm de euros)

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	-4,1	-1,7	-0,9	-1,5	-4,4	-0,3	-1,1	-3,0	-9,8	-2,7	-3,2	-3,9
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 I	-1,0	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7	-0,1	0,0	-0,6	-1,9	-0,4	-0,3	-1,2
II	-0,7	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,4	0,0	-0,5	-0,8
2007 Jul	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
Ago	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,2
Sep	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,2	-0,7	-0,1	-0,3	-0,3
Oct	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2
Nov	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,1	-0,3
Dic ^(p)	-1,1	-0,3	-0,5	-0,4	-0,9	-0,1	0,0	-0,8	-2,6	-0,1	-0,7	-1,8

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
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007 I	-2,8	-0,5	-0,7	-1,7	-0,1	0,0	-0,1
II	-3,0	-0,4	-1,4	-1,2	-1,2	0,0	-1,2
2007 Jul	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Ago	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
Sep	-0,8	-0,1	-0,5	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
Oct	-0,8	0,0	-0,5	-0,3	-0,9	-0,9	0,0
Nov	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
Dic ^(p)	-3,4	-0,7	-1,8	-0,8	-1,0	-0,7	-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
2005	21,5	3,4	0,5	6,7	0,7	1,3	0,2	8,6	25,7	5,0	14,4	6,3
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 I	-4,2	-1,5	-0,2	0,2	0,0	-0,5	-0,1	-2,1	7,4	0,7	6,7	0,0
II	-4,0	-0,7	0,0	-3,8	-0,1	0,0	-0,1	0,6	12,7	1,7	6,8	4,2
2007 Jul	-1,2	0,4	0,1	0,4	0,0	-0,3	-0,1	-1,7	-3,3	-0,6	-2,0	-0,6
Ago	-0,4	0,0	0,1	0,3	0,0	-0,3	0,0	-0,4	-2,9	-0,1	-1,6	-1,2
Sep	-0,8	0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	-0,6	0,6	-1,0	0,5	1,0
Oct	-2,5	0,7	0,1	-3,8	0,0	-0,2	0,0	0,8	7,5	1,3	3,6	2,6
Nov	-0,7	-0,7	0,0	2,0	0,0	-0,1	-0,1	-1,8	-8,0	-0,5	-3,6	-3,8
Dic ^(p)	-4,9	-0,8	0,0	-1,5	0,0	-0,3	-0,1	-2,0	-2,5	-0,8	-0,7	-1,0

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 I	5.395,9	90,5	9,5	5,6	0,5	1,4	1,2	8.199,9	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
II	5.572,9	90,5	9,5	5,8	0,4	1,3	1,1	8.448,1	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
III ^(p)	5.697,1	91,2	8,8	5,4	0,4	1,3	0,9	8.553,2	96,0	4,0	2,4	0,3	0,1	0,6
De no residentes en la zona del euro														
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 I	2.778,3	46,4	53,6	34,3	2,5	2,5	11,2	885,6	51,1	48,9	31,8	1,6	2,2	9,4
II	2.898,7	45,0	55,0	34,8	2,6	2,4	11,8	922,8	51,2	48,8	32,3	1,3	1,8	9,7
III ^(p)	2.946,7	46,0	54,0	34,1	2,7	2,4	11,5	927,2	49,8	50,2	33,4	1,1	1,9	9,7

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 I	4.673,7	80,7	19,3	9,8	1,7	1,9	3,5
II	4.797,0	80,2	19,8	10,1	1,6	1,8	3,7
III ^(p)	4.862,4	80,8	19,2	9,7	1,6	1,8	3,6

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006	4.933,4	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007 I	5.097,6	-	-	-	-	-	10.242,4	96,4	3,6	1,7	0,2	1,1	0,5	
II	5.264,6	-	-	-	-	-	10.510,8	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6	
III ^(p)	5.430,4	-	-	-	-	-	10.741,6	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5	
A no residentes en la zona del euro														
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 I	2.265,1	51,7	48,3	27,7	2,2	2,5	10,8	904,6	41,3	58,7	41,8	1,0	4,1	8,1
II	2.334,3	50,3	49,7	28,7	1,9	2,4	11,7	952,0	39,4	60,6	43,1	1,0	3,8	8,4
III ^(p)	2.354,1	48,9	51,1	28,6	2,0	2,5	12,6	947,3	38,8	61,2	43,6	1,1	3,8	8,3

4. Valores distintos de acciones

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona de euro														
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006	1.632,8	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,3	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 I	1.693,0	95,5	4,5	2,3	0,3	0,3	1,4	1.968,0	97,5	2,5	1,3	0,3	0,1	0,8
II	1.716,1	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,6	2.042,9	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
III ^(p)	1.728,4	95,3	4,7	2,3	0,3	0,2	1,5	2.020,0	97,5	2,5	1,4	0,3	0,1	0,7
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006	514,4	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,2	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 I	545,3	52,7	47,3	28,5	0,6	0,5	14,4	636,3	38,2	61,8	36,9	4,4	0,6	14,8
II	584,1	51,9	48,1	28,5	0,7	0,5	14,6	667,6	37,4	62,6	36,9	4,3	0,7	15,7
III ^(p)	576,2	53,8	46,2	26,8	0,7	0,4	15,0	650,0	35,4	64,6	38,8	4,3	0,7	15,0

Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 3) En el caso de no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes en la zona del euro.
- 4) Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 II	5.137,9	316,9	1.908,6	145,2	1.763,3	1.777,9	601,0	180,3	353,2
III	5.359,0	317,5	1.985,0	178,4	1.806,6	1.874,4	631,3	181,5	369,2
IV	5.551,3	320,6	2.005,8	170,6	1.835,2	2.022,0	670,6	187,9	344,3
2007 I	5.713,3	332,4	2.031,8	181,0	1.850,8	2.068,9	718,7	188,9	372,7
II	5.989,0	346,2	2.044,3	192,9	1.851,5	2.216,1	784,0	182,0	416,3
III ^(a)	5.895,2	361,8	2.013,8	186,9	1.826,9	2.172,1	769,5	181,0	397,0

2. Pasivo

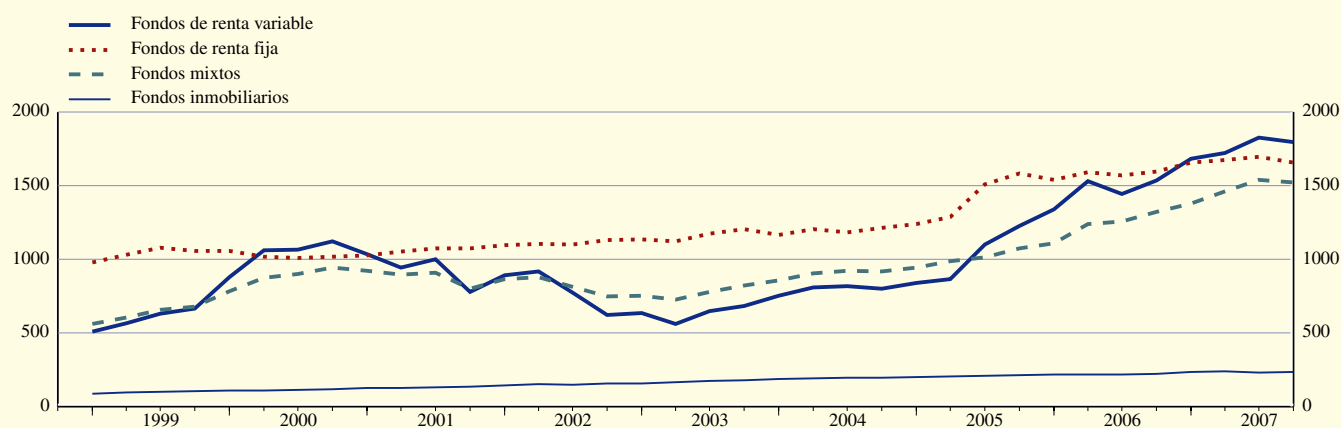
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2006 II	5.137,9	76,4	4.789,5	272,0
III	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
IV	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 I	5.713,3	82,2	5.349,7	281,8
II	5.989,0	85,9	5.586,9	316,6
III ^(a)	5.895,2	81,8	5.497,6	316,2

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
2006 II	5.137,9	1.443,3	1.569,3	1.257,0	217,4	650,9	3.913,2	1.224,7
III	5.359,0	1.533,3	1.594,2	1.321,5	221,2	688,9	4.085,5	1.273,5
IV	5.551,3	1.680,5	1.657,0	1.376,0	231,8	606,0	4.252,1	1.299,2
2007 I	5.713,3	1.723,2	1.674,9	1.459,3	238,4	617,5	4.372,7	1.340,5
II	5.989,0	1.824,8	1.693,4	1.539,2	230,9	700,7	4.577,2	1.411,8
III ^(a)	5.895,2	1.797,2	1.655,7	1.522,5	234,4	685,3	4.466,5	1.428,7

CI4 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
2006 II	1.443,3	52,3	51,4	6,5	44,9	1.221,7	69,3	-	48,6
III	1.533,3	53,8	76,1	33,2	42,9	1.284,3	66,8	-	52,3
IV	1.680,5	56,1	66,0	22,7	43,3	1.429,3	74,3	-	54,8
2007 I	1.723,2	59,3	65,7	25,7	40,0	1.461,2	78,4	-	58,6
II	1.824,8	60,9	67,9	27,4	40,4	1.546,2	84,0	-	65,9
III ^(p)	1.797,2	73,3	68,6	26,7	41,9	1.504,8	82,2	-	68,4
Fondos de renta fija									
2006 II	1.569,3	106,5	1.264,7	87,3	1.177,4	38,5	47,5	-	112,1
III	1.594,2	105,5	1.288,5	86,8	1.201,8	41,6	48,2	-	110,3
IV	1.657,0	108,3	1.343,6	91,1	1.252,5	45,4	49,8	-	110,0
2007 I	1.674,9	112,3	1.356,5	95,1	1.261,4	44,5	52,5	-	109,0
II	1.693,4	114,9	1.346,7	99,5	1.247,2	62,9	55,7	-	113,2
III ^(p)	1.655,7	109,9	1.319,4	96,9	1.222,5	62,7	53,2	-	110,5
Fondos mixtos									
2006 II	1.257,0	72,0	484,1	40,3	443,8	318,7	253,6	0,2	128,5
III	1.321,5	68,5	510,6	45,2	465,4	332,3	272,3	0,3	137,4
IV	1.376,0	71,0	519,4	43,4	476,0	364,2	292,8	0,4	128,2
2007 I	1.459,3	73,8	530,5	45,5	485,0	380,8	322,3	0,3	151,5
II	1.539,2	84,0	529,2	50,2	479,0	398,9	346,4	0,9	179,8
III ^(p)	1.522,5	86,0	523,0	46,3	476,7	405,2	343,9	0,5	163,9
Fondos inmobiliarios									
2006 II	217,4	15,5	5,6	1,5	4,1	1,6	5,4	179,4	9,9
III	221,2	16,4	6,0	1,6	4,4	1,9	6,2	180,3	10,4
IV	231,8	17,6	6,1	1,7	4,4	2,2	7,0	187,0	11,9
2007 I	238,4	18,9	6,7	1,9	4,8	2,3	9,6	188,4	12,6
II	230,9	18,8	6,6	1,9	4,7	2,0	10,0	180,4	12,9
III ^(p)	234,4	20,7	6,3	1,5	4,8	2,0	13,1	179,5	12,8

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
2006 II	3.913,2	257,1	1.321,4	1.449,8	452,2	151,2	281,5
III	4.085,5	260,6	1.374,1	1.531,3	470,9	151,2	297,3
IV	4.252,1	265,4	1.402,4	1.650,2	498,2	155,2	280,6
2007 I	4.372,7	274,3	1.420,9	1.693,5	529,0	155,6	299,5
II	4.577,2	280,9	1.432,0	1.816,8	576,5	147,3	323,7
III ^(p)	4.466,5	289,0	1.376,8	1.788,2	563,2	143,3	306,0
Fondos de inversores especiales							
2006 II	1.224,7	59,9	587,2	328,1	148,8	29,1	71,7
III	1.273,5	56,9	610,9	343,1	160,5	30,2	71,9
IV	1.299,2	55,2	603,4	371,8	172,4	32,7	63,7
2007 I	1.340,5	58,0	610,8	375,4	189,7	33,3	73,2
II	1.411,8	65,3	612,4	399,3	207,6	34,7	92,7
III ^(p)	1.428,7	72,8	637,0	383,9	206,3	37,7	91,0

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
2007 III						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						496,8
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-24,7
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.015,7	106,6	646,7	50,7	211,7	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	27,0	6,4	13,9	3,4	3,3	
Consumo de capital fijo	318,6	86,9	179,2	11,2	41,4	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	609,5	292,0	289,4	28,6	-0,6	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,1
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	776,9	50,9	284,2	378,1	63,7	127,8
Intereses	471,5	48,5	78,2	281,2	63,6	80,3
Otra renta de la propiedad	305,3	2,4	206,1	96,9	0,0	47,5
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.880,9	1.499,6	117,6	55,2	208,5	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	265,7	199,0	55,5	10,9	0,3	2,0
Cotizaciones sociales	386,5	386,5				1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	390,7	1,3	15,3	23,4	350,6	0,7
Otras transferencias corrientes	176,8	68,4	22,8	45,0	40,7	7,8
Primas netas de seguros no vida	43,0	32,7	8,8	0,9	0,7	1,0
Indemnizaciones de seguros no vida	42,9			42,9		0,7
Otras	90,9	35,7	14,0	1,2	40,0	6,0
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.858,1	1.318,4	50,7	58,4	430,6	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.686,3	1.262,8			423,5	
Gasto en consumo individual	1.520,7	1.262,8			257,9	
Gasto en consumo colectivo	165,6				165,6	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	16,3	0,0	2,1	14,3	0,0	0,1
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	171,8	71,9	48,6	44,1	7,1	-0,9
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	489,6	162,1	260,6	11,1	55,7	
Formación bruta de capital fijo	478,4	159,9	252,1	10,8	55,6	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	11,1	2,2	8,6	0,3	0,2	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,5	0,1	0,4	0,1	0,0	-0,5
Transferencias de capital	33,2	8,9	1,5	1,9	20,8	4,6
Impuestos sobre el capital	5,9	5,6	0,3	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	27,3	3,3	1,3	1,9	20,8	4,6
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	2,6	-3,4	-19,4	43,1	-17,6	-2,6
Discrepancia estadística	0,0	10,2	-10,2	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
2007 III						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios <i>Balanza comercial</i>						472,1
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	1.970,8	491,9	1.129,2	93,9	255,8	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	229,7					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.200,5					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	609,5	292,0	289,4	28,6	-0,6	
Remuneración de los asalariados	1.016,6	1.016,6				3,2
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	255,8				255,8	1,0
Renta de la propiedad	775,9	241,8	112,4	404,6	17,0	128,8
Intereses	464,2	73,5	42,9	341,4	6,3	87,6
Otra renta de la propiedad	311,7	168,3	69,5	63,2	10,7	41,1
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.880,9	1.499,6	117,6	55,2	208,5	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	267,0				267,0	0,7
Cotizaciones sociales	386,5	1,0	16,6	38,5	330,4	1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	388,5	388,5				2,9
Otras transferencias corrientes	155,0	84,6	10,2	44,1	16,2	29,6
Primas netas de seguros no vida	42,9			42,9		1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	42,4	34,0	7,3	0,9	0,3	1,2
Otras	69,7	50,5	2,9	0,4	15,9	27,2
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.858,1	1.318,4	50,7	58,4	430,6	
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	16,4	16,4				0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior	171,8	71,9	48,6	44,1	7,1	-0,9
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	318,6	86,9	179,2	11,2	41,4	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	35,5	8,8	15,3	0,8	10,5	2,4
Impuestos sobre el capital	5,9				5,9	0,0
Otras transferencias de capital	29,6	8,8	15,3	0,8	4,6	2,4
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Discrepancia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Activos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2007 III								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		17.772,4	14.345,0	21.322,7	10.123,0	6.175,6	2.918,9	14.719,8
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				177,5				
Efectivo y depósitos		5.449,6	1.669,8	2.426,5	1.445,4	761,0	623,9	3.944,1
Valores distintos de acciones, corto plazo		44,8	136,5	111,2	319,4	238,2	32,4	782,0
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.262,9	255,7	3.520,1	1.857,7	1.944,9	207,6	2.319,7
Préstamos		35,0	1.779,9	11.485,6	1.360,2	357,9	356,7	1.504,7
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		18,5	983,9	8.619,0	1.037,7	295,7	314,5	.
Acciones y otras participaciones		5.546,1	7.810,2	1.905,7	4.885,3	2.432,7	1.144,9	5.430,5
Acciones cotizadas		1.301,1	1.993,0	749,3	2.545,1	860,0	441,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.541,5	5.406,5	872,6	1.615,6	482,1	555,3	.
Participaciones en fondos de inversión		1.703,5	410,7	283,8	724,5	1.090,6	148,4	.
Reservas técnicas de seguro		5.083,1	134,0	1,9	0,0	150,6	3,1	190,7
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		350,9	2.558,8	1.694,1	255,1	290,2	550,4	548,2
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		72,1	163,1	372,3	181,7	59,3	-29,6	455,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-1,1				1,1
Efectivo y depósitos		35,4	13,9	78,7	50,0	23,8	-44,6	126,9
Valores distintos de acciones, corto plazo		11,3	9,9	-3,2	-16,5	-3,9	8,8	15,7
Valores distintos de acciones, largo plazo		-7,1	-21,1	-8,6	40,2	25,8	5,3	52,4
Préstamos		0,2	50,0	267,1	137,8	-2,1	1,0	210,8
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-0,1	30,1	190,5	151,4	5,1	1,1	.
Acciones y otras participaciones		-2,5	78,8	-7,6	-12,6	8,5	0,3	37,9
Acciones cotizadas		-9,6	29,5	-20,9	34,3	2,3	-3,3	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		28,5	83,7	16,8	-27,3	8,7	-1,2	.
Participaciones en fondos de inversión		-21,4	-34,4	-3,5	-19,6	-2,6	4,7	.
Reservas técnicas de seguro		42,3	0,7	0,0	0,0	1,4	0,0	11,2
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-7,5	30,8	46,9	-17,3	5,8	-0,4	-0,3
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		-242,1	-207,3	-79,1	-90,6	-29,2	-7,8	-118,8
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				15,3				
Efectivo y depósitos		-0,3	-2,4	-38,9	-6,7	0,2	0,0	-77,9
Valores distintos de acciones, corto plazo		-1,2	-4,9	-1,1	0,3	-1,8	-0,1	-0,5
Valores distintos de acciones, largo plazo		14,7	4,1	-31,9	20,4	-13,2	3,0	0,4
Préstamos		-0,1	-5,9	-38,9	-1,9	-1,7	0,1	-26,9
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-0,1	-3,8	-16,2	-4,1	-0,4	-0,1	.
Acciones y otras participaciones		-243,6	-200,1	-13,8	-98,8	-28,8	-10,3	-25,8
Acciones cotizadas		-80,0	-122,1	-15,2	-53,4	-9,5	-14,5	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-147,3	-73,8	8,1	-38,4	-11,2	7,4	.
Participaciones en fondos de inversión		-16,2	-4,2	-6,8	-7,0	-8,0	-3,1	.
Reservas técnicas de seguro		-12,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,6
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		0,8	2,0	30,4	-3,9	16,1	-0,5	3,4
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		17.602,4	14.300,8	21.615,8	10.214,2	6.205,7	2.881,5	15.055,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				191,7				
Efectivo y depósitos		5.484,8	1.681,3	2.466,3	1.488,8	785,0	579,3	3.993,0
Valores distintos de acciones, corto plazo		54,8	141,6	106,9	303,2	232,5	41,1	797,2
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.270,5	238,7	3.479,6	1.918,4	1.957,5	215,9	2.372,5
Préstamos		35,1	1.823,9	11.713,7	1.496,1	354,2	357,8	1.688,6
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		18,4	1.010,2	8.793,4	1.185,0	300,4	315,5	.
Acciones y otras participaciones		5.300,1	7.688,9	1.884,3	4.773,9	2.412,4	1.134,9	5.442,6
Acciones cotizadas		1.211,5	1.900,4	713,2	2.526,1	852,9	423,3	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.422,7	5.416,3	897,5	1.549,9	479,6	561,5	.
Participaciones en fondos de inversión		1.665,9	372,2	273,6	697,9	1.079,9	150,0	.
Reservas técnicas de seguro		5.112,9	134,8	2,0	0,0	152,0	3,1	210,4
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		344,2	2.591,7	1.771,4	233,8	312,1	549,4	551,2
<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
2007 III								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		5.709,4	23.478,2	21.660,9	10.046,3	6.315,1	6.767,3	13.222,7
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			26,6	13.022,9	221,4	3,8	328,0	2.717,5
Valores distintos de acciones, corto plazo			304,9	372,0	78,9	0,2	655,7	253,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			438,0	2.674,8	1.422,1	25,2	4.311,6	2.496,9
Préstamos		5.195,5	6.608,5		1.336,6	193,6	1.079,4	2.466,3
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		4.879,2	4.426,7		612,0	73,9	919,3	.
Acciones y otras participaciones			13.416,1	3.399,8	6.761,4	688,5	5,6	4.884,1
Acciones cotizadas			5.061,3	1.121,1	363,2	338,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			8.354,8	1.222,9	935,0	349,8	5,6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.055,8	5.463,3			.
Reservas técnicas de seguro		32,7	333,9	53,6	0,6	5.142,2	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		481,2	2.350,3	2.137,9	225,3	261,6	386,4	405,0
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-1.319,6	12.063,0	-9.133,3	-338,2	76,7	-139,5	-3.848,4	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		65,4	192,6	354,6	157,0	58,6	-12,0	458,2
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	245,5	-8,5	0,1	2,3	44,8
Valores distintos de acciones, corto plazo			-11,0	40,4	7,4	0,3	2,6	-17,6
Valores distintos de acciones, largo plazo			-2,3	35,9	12,3	0,1	-5,0	45,9
Préstamos		82,5	168,6		171,1	8,3	-1,4	235,5
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		85,5	130,9		135,0	0,3	-3,4	.
Acciones y otras participaciones			49,2	0,3	-43,2	3,7	0,0	92,8
Acciones cotizadas			8,7	6,9	6,6	0,9	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			40,5	2,2	11,0	2,8	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				-8,8	-60,8			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	1,9	-0,3	0,0	54,0	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-17,1	-13,7	32,8	17,9	-8,0	-10,6	56,7
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	2,6	6,7	-29,6	17,6	24,7	0,7	-17,6	-2,6
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		-0,8	-222,2	-323,9	-61,7	-32,2	49,7	-198,9
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	-88,4	0,2	0,0	0,0	-37,8
Valores distintos de acciones, corto plazo			0,4	-6,9	0,0	0,0	0,0	-3,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			3,0	-20,2	1,0	-0,2	43,5	-29,6
Préstamos		-2,8	-2,0		-7,6	-2,5	0,3	-60,8
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-1,9	-3,0		-2,3	-3,3	0,0	.
Acciones y otras participaciones			-263,9	-226,8	-61,0	-39,9	0,4	-30,0
Acciones cotizadas			-135,4	-95,8	-74,0	-44,0	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			-128,4	-131,5	15,8	4,1	0,4	.
Participaciones en fondos de inversión				0,4	-2,8			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	-3,9	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		2,0	40,3	18,3	5,7	14,2	5,4	-37,7
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-64,9	-241,3	14,9	244,8	-28,9	3,0	-57,5	80,2
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		5.773,9	23.448,7	21.691,6	10.141,6	6.341,4	6.804,9	13.482,0
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			26,6	13.180,0	213,1	3,9	330,3	2.724,5
Valores distintos de acciones, corto plazo			294,3	405,5	86,3	0,5	658,3	232,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			438,8	2.690,6	1.435,3	25,2	4.350,1	2.513,1
Préstamos		5.275,2	6.775,1		1.500,2	199,5	1.078,4	2.641,0
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		4.962,8	4.554,7		744,7	70,9	915,8	.
Acciones y otras participaciones			13.201,4	3.173,3	6.657,2	652,3	6,0	4.946,9
Acciones cotizadas			4.934,6	1.032,2	295,8	295,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			8.266,8	1.093,7	961,7	356,6	6,0	.
Participaciones en fondos de inversión				1.047,4	5.399,7			.
Reservas técnicas de seguro		32,7	335,7	53,3	0,6	5.192,3	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		466,0	2.376,9	2.189,0	248,9	267,8	381,3	424,1
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-1.381,9	11.828,5	-9.148,0	-75,8	72,6	-135,8	-3.923,4	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2003	2004	2005	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.666,5	3.772,0	3.878,7	3.994,4	4.031,2	4.075,3	4.117,7	4.157,4
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	110,3	122,1	129,9	131,8	128,7	130,4	133,0	134,3
Consumo de capital fijo	1.073,7	1.121,3	1.173,1	1.212,4	1.225,0	1.236,7	1.247,5	1.258,9
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta¹⁾</i>	1.887,3	1.988,6	2.051,7	2.126,0	2.162,8	2.196,8	2.228,5	2.268,6
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Renta de la propiedad	2.281,8	2.335,9	2.553,9	2.820,4	2.935,5	3.026,2	3.119,8	3.196,0
Intereses	1.267,3	1.242,4	1.328,9	1.525,3	1.602,3	1.671,7	1.737,1	1.798,7
Otra renta de la propiedad	1.014,5	1.093,6	1.225,0	1.295,0	1.333,2	1.354,6	1.382,7	1.397,3
<i>Renta nacional neta¹⁾</i>	6.406,2	6.684,1	6.907,9	7.153,9	7.234,6	7.330,4	7.412,5	7.504,2
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	856,8	882,3	932,0	990,6	1.023,4	1.037,2	1.060,5	1.088,2
Cotizaciones sociales	1.388,2	1.427,4	1.469,5	1.517,9	1.532,8	1.545,1	1.557,4	1.568,6
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.407,9	1.453,1	1.497,1	1.531,5	1.542,2	1.549,6	1.557,7	1.567,6
Otras transferencias corrientes	658,5	683,2	702,5	703,7	705,8	710,4	718,7	722,0
Primas netas de seguros no vida	174,0	175,8	175,7	175,5	174,9	175,7	176,8	177,3
Derechos de seguros no vida	174,6	176,3	176,8	175,8	175,0	176,0	177,1	177,4
Otras	309,9	331,1	350,0	352,3	355,9	358,8	364,8	367,3
<i>Renta disponible neta¹⁾</i>	6.336,3	6.606,8	6.821,7	7.067,2	7.145,3	7.240,8	7.323,7	7.415,8
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	5.854,7	6.076,3	6.308,3	6.502,7	6.564,7	6.619,5	6.669,3	6.724,0
Gasto en consumo individual	5.234,6	5.432,6	5.647,8	5.830,1	5.886,6	5.935,7	5.981,8	6.031,1
Gasto en consumo colectivo	620,1	643,7	660,5	672,6	678,2	683,8	687,5	692,9
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	54,6	57,3	59,5	62,2	63,2	63,2	63,4	64,4
<i>Ahorro neto¹⁾</i>	481,9	530,7	513,7	564,8	581,0	621,6	654,7	692,1
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.526,1	1.607,4	1.698,5	1.816,5	1.841,5	1.881,8	1.914,4	1.945,0
Formación bruta de capital fijo	1.527,3	1.599,9	1.688,2	1.780,5	1.813,5	1.856,5	1.888,7	1.918,0
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-1,2	7,5	10,3	35,9	28,0	25,3	25,7	26,9
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,6	-1,1	-0,1	1,1	1,2	1,0	1,1	1,3
Transferencias de capital	182,6	167,5	181,6	176,7	191,4	190,3	188,2	171,6
Impuestos sobre el capital	35,9	29,8	24,2	22,5	22,3	22,9	23,3	23,8
Otras transferencias de capital	146,8	137,7	157,4	154,2	169,1	167,4	164,9	147,8
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)¹⁾</i>	41,1	62,1	1,9	-26,7	-21,7	-6,9	3,6	20,6

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	2003	2004	2005	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	6.737,8	7.004,0	7.233,3	7.464,7	7.547,7	7.639,2	7.726,7	7.819,1
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	761,2	797,2	839,7	885,9	904,5	921,7	934,6	945,2
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	7.499,0	7.801,2	8.073,0	8.350,6	8.452,2	8.560,8	8.661,3	8.764,3
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta	1.887,3	1.988,6	2.051,7	2.126,0	2.162,8	2.196,8	2.228,5	2.268,6
Remuneración de los asalariados	3.673,6	3.779,1	3.884,2	4.000,3	4.037,1	4.081,3	4.123,7	4.163,4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	880,7	933,1	981,1	1.028,8	1.044,4	1.061,9	1.077,0	1.088,1
Renta de la propiedad	2.246,4	2.319,3	2.544,8	2.819,2	2.925,8	3.016,7	3.103,1	3.180,1
Intereses	1.236,3	1.211,5	1.302,7	1.502,7	1.578,3	1.645,7	1.710,7	1.768,5
Otra renta de la propiedad	1.010,1	1.107,8	1.242,1	1.316,6	1.347,5	1.370,9	1.392,4	1.411,5
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.406,2	6.684,1	6.907,9	7.153,9	7.234,6	7.330,4	7.412,5	7.504,2
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	858,7	885,4	935,7	995,2	1.028,2	1.042,4	1.067,3	1.095,5
Cotizaciones sociales	1.387,3	1.426,5	1.469,1	1.517,4	1.532,4	1.544,7	1.556,9	1.568,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.401,4	1.445,6	1.489,4	1.524,0	1.534,7	1.541,7	1.549,5	1.559,2
Otras transferencias corrientes	594,1	611,1	620,7	620,3	619,6	623,9	631,7	635,3
Primas netas de seguros no vida	174,6	176,3	176,8	175,8	175,0	176,0	177,1	177,4
Derechos de seguros no vida	171,3	173,5	174,4	173,0	172,4	173,3	174,6	175,1
Otras	248,2	261,3	269,5	271,5	272,2	274,7	280,0	282,8
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.336,3	6.606,8	6.821,7	7.067,2	7.145,3	7.240,8	7.323,7	7.415,8
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	54,8	57,5	59,8	62,5	63,5	63,5	63,7	64,6
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	481,9	530,7	513,7	564,8	581,0	621,6	654,7	692,1
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.073,7	1.121,3	1.173,1	1.212,4	1.225,0	1.236,7	1.247,5	1.258,9
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	194,8	184,0	195,1	190,3	206,4	207,8	205,1	187,6
Impuestos sobre el capital	35,9	29,8	24,2	22,5	22,3	22,9	23,3	23,8
Otras transferencias de capital	158,9	154,2	170,9	167,9	184,1	185,0	181,8	163,8
<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.

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	2003	2004	2005	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	21,7	40,1	28,6	-7,1	17,5	43,8	41,7	42,4
Efectivo y depósitos	7,0	13,2	7,2	8,3	12,4	18,0	2,4	8,9
Participaciones en fondos del mercado monetario	7,7	2,7	0,4	-4,2	3,6	7,1	3,6	0,3
Valores distintos de acciones ¹⁾	7,1	24,2	21,0	-11,2	1,4	18,7	35,7	33,3
Activos a largo plazo	230,2	217,0	281,3	344,2	323,1	282,8	284,8	243,5
Depósitos	22,8	36,7	18,5	40,7	52,2	63,7	71,3	69,3
Valores distintos de acciones	144,5	131,0	128,7	147,3	145,4	146,5	155,6	138,5
Préstamos	11,5	6,6	-2,7	10,5	4,0	-9,3	-8,4	-14,7
Acciones cotizadas	9,5	13,0	31,6	14,7	16,7	12,1	5,7	2,9
Acciones no cotizadas y otras participaciones	5,1	-0,9	18,2	25,5	20,5	12,8	15,1	21,6
Participaciones en fondos de inversión	36,7	30,6	87,0	105,5	84,2	57,1	45,5	26,0
Otros activos netos (+)	-3,7	9,9	9,3	15,5	11,5	25,4	25,7	34,9
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	5,0	-1,8	0,1	-0,3	4,0	4,0	3,6	3,4
Préstamos	12,4	4,5	12,5	37,1	32,7	34,0	44,0	42,5
Acciones y otras participaciones	11,4	12,9	8,8	11,4	7,3	9,6	11,8	10,4
Reservas técnicas de seguro	237,0	261,2	335,3	334,2	314,4	299,8	297,3	272,5
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	210,3	229,5	291,8	291,5	267,4	249,2	247,9	230,9
Reservas para primas y para siniestros	26,8	31,6	43,5	42,7	47,0	50,5	49,4	41,6
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-17,5	-9,8	-37,4	-29,7	-6,3	4,7	-4,6	-7,9
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	107,1	110,2	190,2	125,6	190,6	155,8	250,3	148,0
Otros activos netos	-10,1	159,2	43,7	-0,7	-51,3	-69,3	-81,9	-116,1
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	98,4	21,0	117,4	86,3	48,3	34,6	97,7	13,0
Reservas técnicas de seguro	33,7	84,3	139,4	61,1	57,8	44,4	67,0	36,9
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	34,2	64,6	145,6	63,7	61,7	46,9	68,7	38,4
Reservas para primas y para siniestros	-0,5	19,8	-6,2	-2,6	-4,0	-2,4	-1,6	-1,5
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	-35,0	164,0	-22,9	-22,5	33,3	7,4	3,6	-18,1
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	264,6	418,4	437,4	445,8	457,2	479,2	483,0	486,2
Efectivo y depósitos	121,3	133,6	142,7	144,4	154,6	155,9	144,4	154,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	68,5	72,2	74,3	80,4	80,4	82,8	84,3	80,9
Valores distintos de acciones ¹⁾	74,8	212,5	220,4	221,0	222,2	240,5	254,3	251,3
Activos a largo plazo	3.770,2	4.126,0	4.622,1	4.972,8	5.076,9	5.162,4	5.251,8	5.255,4
Depósitos	457,6	497,1	516,6	559,9	569,5	595,7	616,6	631,0
Valores distintos de acciones	1.483,7	1.652,8	1.800,6	1.903,2	1.894,1	1.915,8	1.928,8	1.938,7
Préstamos	368,3	363,7	367,2	376,3	365,8	355,0	357,9	354,2
Acciones cotizadas	526,1	574,9	702,1	761,6	831,0	855,0	860,0	852,9
Acciones no cotizadas y otras participaciones	306,7	337,1	396,9	435,2	457,1	460,4	482,1	479,6
Participaciones en fondos de inversión	627,7	700,5	838,9	936,6	959,3	980,6	1.006,3	999,0
Otros activos netos (+)	105,6	121,5	159,0	175,9	176,5	180,5	175,4	192,4
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	23,4	21,9	22,0	23,7	26,2	26,0	25,4	25,6
Préstamos	126,5	119,8	131,8	168,9	164,9	183,8	193,6	199,5
Acciones y otras participaciones	429,3	463,3	589,5	628,9	645,0	661,0	688,5	652,3
Reservas técnicas de seguro	3.789,4	4.134,9	4.609,6	4.882,9	4.981,7	5.062,9	5.142,2	5.192,3
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.208,5	3.502,6	3.940,0	4.183,6	4.269,1	4.336,1	4.409,5	4.452,9
Reservas para primas y para siniestros	580,9	632,3	669,6	699,3	712,6	726,7	732,7	739,4
= Riqueza financiera neta	-228,3	-74,0	-134,3	-109,8	-107,2	-111,6	-139,5	-135,8

Fuente: BCE.

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

MERCADOS FINANCIEROS

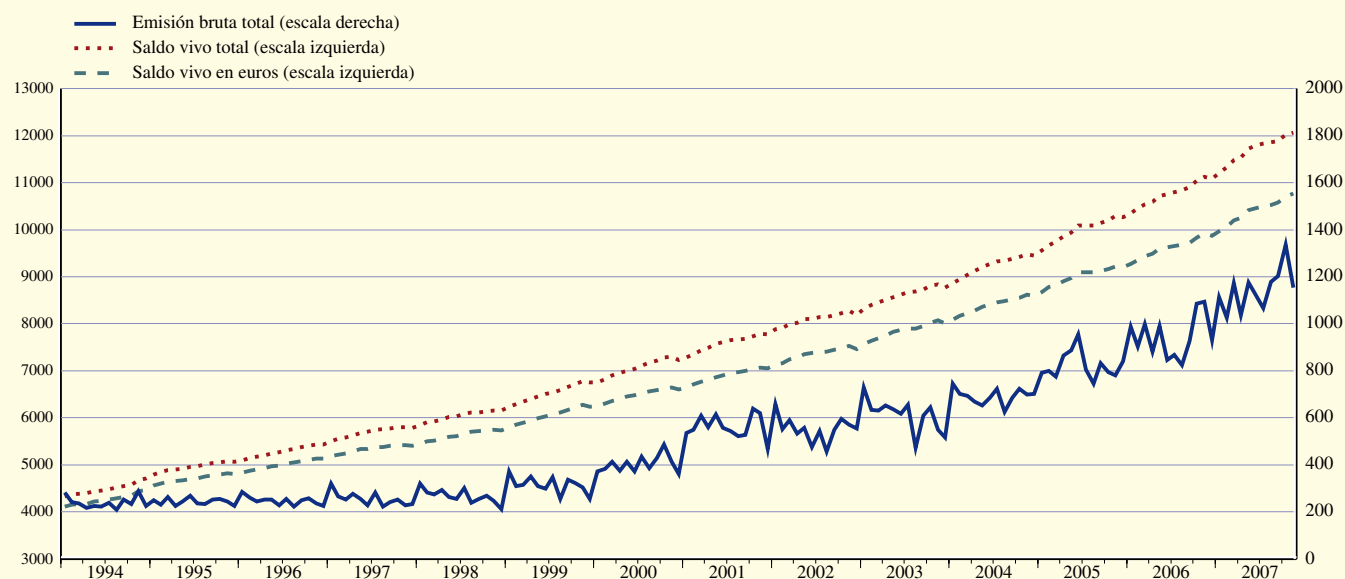
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses
Total												
2006 Nov	11.760,3	1.135,0	138,1	9.922,2	1.037,0	91,2	11.127,3	1.093,0	107,8	8,2	95,1	8,2
2006 Dic	11.736,8	977,7	-24,3	9.868,1	885,8	-55,4	11.083,2	930,5	-59,4	7,9	52,0	8,7
2007 Ene	11.836,3	1.146,3	99,4	9.966,1	1.052,7	98,1	11.211,1	1.112,3	116,6	7,9	75,3	9,0
2007 Feb	11.946,4	1.044,9	110,2	10.062,8	958,5	96,9	11.327,5	1.024,6	123,7	8,2	95,0	9,3
2007 Mar	12.178,6	1.258,6	231,0	10.200,2	1.119,6	136,1	11.470,5	1.172,2	142,3	8,5	108,0	10,1
2007 Abr	12.202,0	1.040,6	23,1	10.256,1	982,2	55,6	11.536,9	1.037,1	72,5	8,6	63,8	9,1
2007 May	12.415,9	1.216,9	214,7	10.417,7	1.114,4	162,4	11.725,5	1.175,6	183,8	9,0	137,9	9,8
2007 Jun	12.546,5	1.220,1	130,5	10.462,2	1.068,0	44,5	11.786,6	1.124,2	58,3	9,2	52,1	9,7
2007 Jul	12.551,5	1.075,0	3,9	10.492,2	1.002,8	29,1	11.831,3	1.065,3	46,9	9,2	62,6	9,4
2007 Ago	12.579,7	1.183,3	28,4	10.518,3	1.130,7	26,4	11.852,8	1.179,2	27,3	9,2	84,5	9,2
2007 Sep	12.674,2	1.243,4	92,9	10.578,6	1.154,1	58,6	11.885,7	1.201,4	49,3	9,1	60,8	8,2
2007 Oct	.	.	.	10.699,7	1.268,0	120,1	12.022,2	1.335,8	137,0	9,1	120,9	9,2
2007 Nov	.	.	.	10.767,9	1.102,8	66,3	12.063,1	1.152,3	60,0	8,6	43,8	7,4
A largo plazo												
2006 Nov	10.713,3	226,4	134,6	8.992,6	167,5	94,4	10.046,2	193,8	109,0	8,3	94,2	9,0
2006 Dic	10.735,2	172,0	19,2	9.012,1	133,5	16,5	10.073,5	153,6	13,8	8,2	59,9	9,0
2007 Ene	10.812,2	231,9	76,8	9.063,3	177,2	51,1	10.145,7	201,0	62,1	8,2	68,3	9,3
2007 Feb	10.911,6	237,6	99,6	9.146,4	189,8	83,3	10.242,6	223,4	104,8	8,4	82,6	9,6
2007 Mar	11.049,4	278,2	137,8	9.243,1	213,2	96,5	10.342,2	234,0	101,6	8,6	78,4	9,9
2007 Abr	11.091,6	182,4	41,9	9.275,1	156,0	31,7	10.380,0	177,7	45,3	8,6	53,4	9,0
2007 May	11.278,6	266,9	188,6	9.410,7	199,2	137,2	10.536,1	225,5	152,1	9,1	108,4	9,2
2007 Jun	11.379,1	259,1	99,1	9.475,9	190,6	63,9	10.617,0	217,1	77,3	9,0	46,8	8,9
2007 Jul	11.406,8	197,9	27,3	9.488,2	161,6	12,1	10.641,3	187,6	26,1	8,8	47,3	8,4
2007 Ago	11.400,8	102,4	-6,6	9.481,0	86,6	-7,7	10.639,1	103,8	-2,7	8,6	50,4	7,6
2007 Sep	11.428,0	157,5	25,9	9.500,9	132,7	18,5	10.632,4	147,1	17,3	8,0	12,9	6,3
2007 Oct	.	.	.	9.556,3	191,0	56,7	10.685,7	214,9	63,0	7,7	71,5	6,6
2007 Nov	.	.	.	9.614,2	137,8	56,0	10.724,0	150,4	51,6	7,1	31,9	5,0

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					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Admini- stración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Admini- stración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2005	10.270	4.120	934	607	4.327	283	9.874	6.988	326	1.031	1.435	95
2006	11.083	4.564	1.171	636	4.408	305	11.337	8.377	423	1.113	1.339	85
2006 IV	11.083	4.564	1.171	636	4.408	305	3.110	2.364	148	334	241	23
2007 I	11.471	4.759	1.266	648	4.489	309	3.309	2.446	141	285	415	23
II	11.787	4.868	1.326	684	4.600	308	3.337	2.359	119	453	389	18
III	11.886	4.951	1.360	678	4.586	310	3.446	2.599	89	394	345	19
2007 Ago	11.853	4.929	1.362	683	4.570	308	1.179	920	22	135	97	5
Sep	11.886	4.951	1.360	678	4.586	310	1.201	933	21	107	132	8
Oct	12.022	5.049	1.395	688	4.575	315	1.336	1.001	60	126	140	10
Nov	12.063	5.054	1.414	691	4.588	317	1.152	894	33	109	110	6
	A corto plazo											
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.010	570	12	94	329	4	9.175	7.375	59	1.023	686	31
2006 IV	1.010	570	12	94	329	4	2.556	2.086	14	305	144	7
2007 I	1.128	621	12	106	385	4	2.651	2.132	16	271	222	8
II	1.170	627	11	120	407	5	2.717	2.072	12	413	209	9
III	1.253	712	9	117	409	7	3.007	2.401	10	378	207	11
2007 Ago	1.214	666	10	119	413	5	1.075	862	4	134	72	3
Sep	1.253	712	9	117	409	7	1.054	870	3	102	75	5
Oct	1.337	774	15	126	414	7	1.121	904	11	117	84	4
Nov	1.339	783	15	127	407	8	1.002	827	2	101	69	2
	Total a largo plazo¹⁾											
2005	9.325	3.637	927	516	3.966	278	2.078	942	281	88	706	61
2006	10.074	3.994	1.159	542	4.079	301	2.163	1.002	363	90	653	54
2006 IV	10.074	3.994	1.159	542	4.079	301	554	279	134	29	97	16
2007 I	10.342	4.138	1.254	542	4.105	304	658	313	125	13	192	14
II	10.617	4.241	1.315	564	4.194	304	620	287	106	40	179	8
III	10.632	4.240	1.351	561	4.177	304	439	198	79	15	138	8
2007 Ago	10.639	4.263	1.351	564	4.158	303	104	57	18	1	25	2
Sep	10.632	4.240	1.351	561	4.177	304	147	63	19	5	58	3
Oct	10.686	4.276	1.380	562	4.161	308	215	97	48	9	55	5
Nov	10.724	4.271	1.399	565	4.180	309	150	67	30	8	41	4
	Del cual: a tipo fijo											
2005	6.724	2.020	463	408	3.616	217	1.229	414	92	53	622	48
2006	7.049	2.136	544	413	3.720	237	1.291	475	143	56	577	39
2006 IV	7.049	2.136	544	413	3.720	237	280	116	46	18	90	10
2007 I	7.166	2.211	570	413	3.730	243	403	172	40	9	169	13
II	7.309	2.255	584	426	3.800	244	339	132	29	24	147	7
III	7.309	2.254	592	422	3.795	246	262	100	24	8	123	7
2007 Ago	7.301	2.269	597	425	3.766	245	66	32	12	0	21	2
Sep	7.309	2.254	592	422	3.795	246	87	27	2	2	52	3
Oct	7.320	2.280	593	426	3.771	250	127	54	16	6	47	4
Nov	7.345	2.281	592	430	3.790	252	95	41	4	8	39	4
	Del cual: a tipo variable											
2005	2.266	1.350	458	92	306	60	718	432	187	27	58	12
2006	2.604	1.508	605	115	312	64	717	406	216	31	49	15
2006 IV	2.604	1.508	605	115	312	64	233	124	87	11	5	7
2007 I	2.726	1.560	671	115	318	61	213	114	83	4	12	1
II	2.846	1.603	716	126	341	60	228	111	76	16	23	1
III	2.869	1.605	742	127	336	57	138	71	52	7	8	1
2007 Ago	2.864	1.606	740	127	334	58	27	19	5	1	2	1
Sep	2.869	1.605	742	127	336	57	47	28	15	1	4	0
Oct	2.902	1.607	770	125	342	58	71	28	32	3	6	1
Nov	2.919	1.606	789	124	343	57	46	19	25	1	2	0

Fuente: BCE.

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 se debe a los bonos de 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

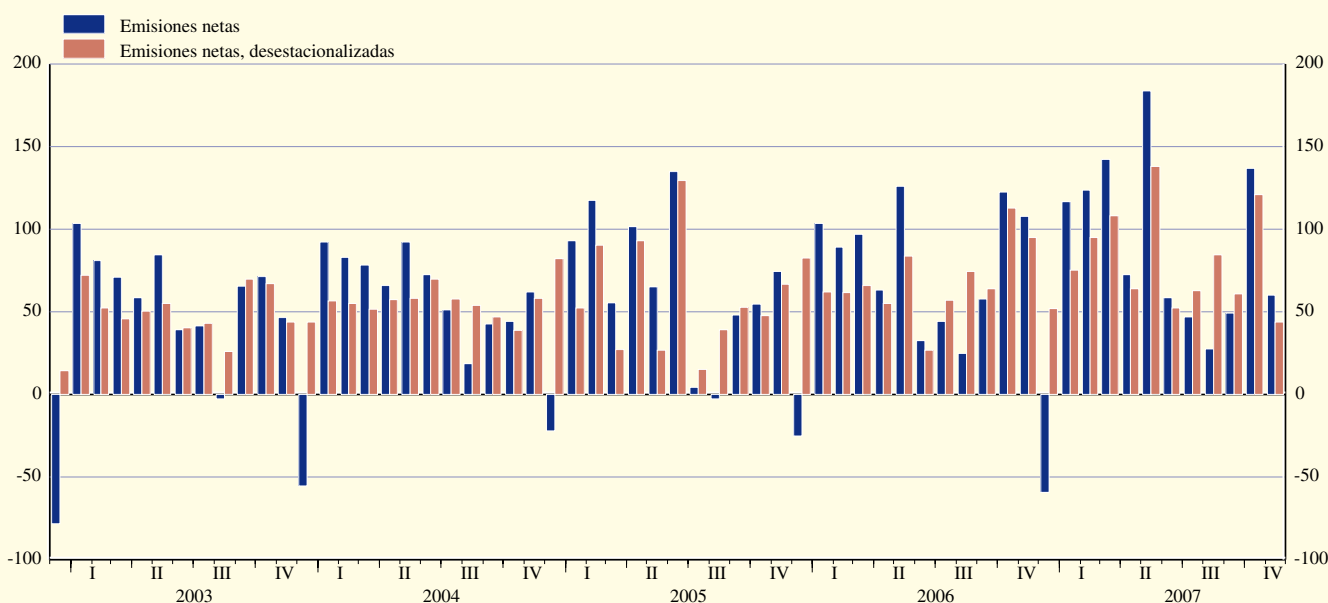
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar						Desestacionalizadas					
	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												
2005	720,7	319,8	176,3	20,7	171,5	32,4	723,6	323,7	173,0	20,5	173,8	32,6
2006	808,5	419,0	244,1	32,5	90,5	22,3	810,1	424,5	240,4	32,8	90,1	22,3
2006 IV	171,0	97,8	100,1	7,7	-41,2	6,7	260,1	133,1	71,8	12,0	38,2	5,0
2007 I	382,7	187,1	96,0	13,0	82,7	3,9	278,3	122,4	113,4	10,6	29,3	2,6
II	314,7	105,1	61,2	36,3	112,1	-0,1	253,8	113,4	47,8	28,1	65,4	-0,9
III	123,4	97,1	38,8	-3,7	-11,1	2,3	207,9	122,6	67,2	3,4	8,4	6,3
2007 Ago	27,3	33,4	9,8	-10,3	-6,3	0,7	84,5	52,9	29,6	-6,5	6,0	2,5
Sep	49,3	30,1	1,9	-3,5	18,1	2,6	60,8	40,3	7,1	1,4	8,3	3,7
Oct	137,0	85,6	46,0	10,6	-9,8	4,6	120,9	61,5	43,0	5,9	6,2	4,3
Nov	60,0	18,1	20,9	4,4	14,5	2,1	43,8	19,7	11,7	5,0	8,4	-1,1
A largo plazo												
2005	713,1	296,4	176,7	21,1	186,3	32,7	714,2	298,0	173,5	20,8	189,1	32,8
2006	759,2	346,5	238,7	29,2	121,5	23,3	759,1	348,4	235,2	29,0	123,3	23,3
2006 IV	209,3	96,0	99,4	9,9	-3,2	7,2	249,0	120,9	71,2	7,4	44,0	5,5
2007 I	268,5	141,1	96,3	1,0	26,7	3,3	229,4	107,2	113,5	7,5	-0,9	2,1
II	274,6	100,5	62,3	22,3	90,2	-0,6	208,7	96,3	48,7	15,8	49,2	-1,3
III	40,8	14,0	40,6	-0,3	-14,0	0,4	110,6	27,7	69,3	2,3	7,0	4,2
2007 Ago	-2,7	2,5	9,6	-1,7	-13,8	0,7	50,4	20,2	29,6	0,8	-2,6	2,4
Sep	17,3	-7,1	3,1	-1,1	21,6	0,9	12,9	-9,5	8,1	0,3	12,3	1,7
Oct	63,0	32,8	39,7	1,2	-14,9	4,1	71,5	30,2	35,8	-0,6	2,2	3,8
Nov	51,6	3,7	21,6	3,9	20,7	1,6	31,9	5,4	12,8	3,7	11,4	-1,5

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

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

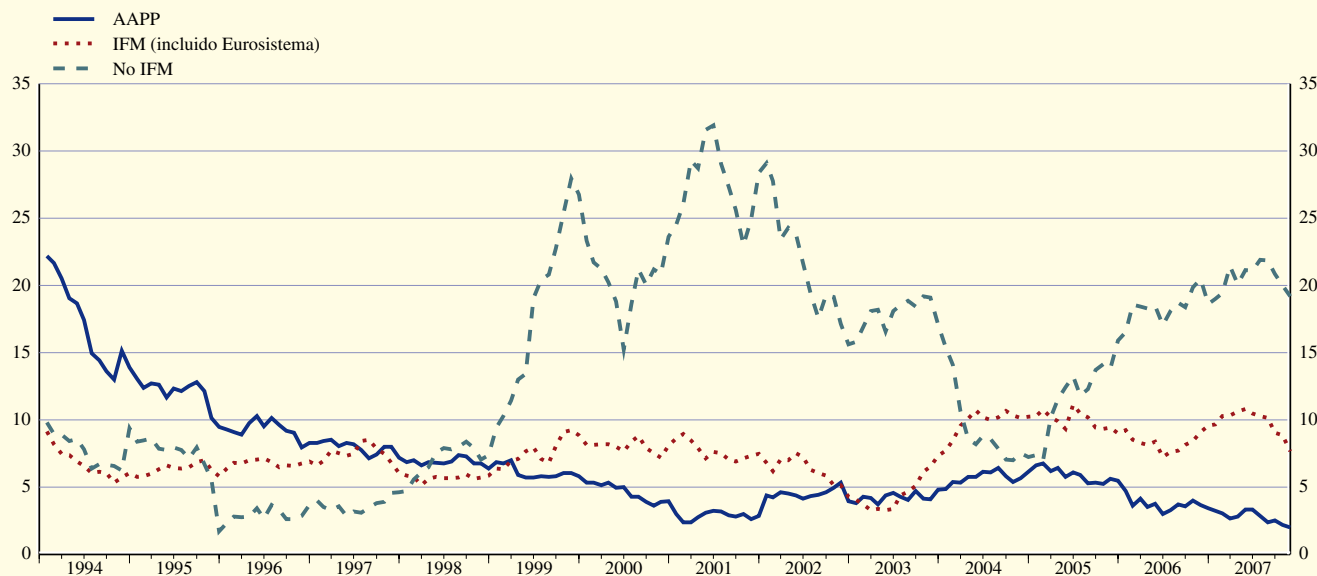


Fuente: BCE.

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

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2006 Nov	8,2	10,0	29,8	4,7	2,5	8,8	8,2	9,4	29,4	3,6	3,2	7,0
2006 Dic	7,9	10,2	26,2	5,4	2,1	7,9	8,7	11,0	27,1	4,1	3,2	5,5
2007 Ene	7,9	10,5	26,9	4,5	1,9	7,4	9,0	12,0	28,2	4,8	2,7	4,4
2007 Feb	8,2	10,7	27,6	4,7	2,1	5,8	9,3	12,3	31,0	7,5	2,3	2,1
2007 Mar	8,5	10,4	30,3	5,7	2,4	6,7	10,1	11,7	37,1	7,3	3,1	5,1
2007 Abr	8,6	10,6	28,3	6,0	2,6	7,2	9,1	10,9	28,6	7,8	2,9	6,1
2007 May	9,0	10,4	30,1	6,0	3,5	5,0	9,8	11,5	30,6	8,1	3,7	3,3
2007 Jun	9,2	10,7	28,6	8,2	3,8	3,4	9,7	10,5	29,9	12,4	4,3	1,1
2007 Jul	9,2	10,8	29,1	10,1	3,3	2,6	9,4	9,6	30,1	15,5	3,9	0,7
2007 Ago	9,2	11,0	29,0	9,7	3,1	2,6	9,2	9,8	27,2	12,0	3,9	3,1
2007 Sep	9,1	10,9	27,6	8,5	3,2	4,3	8,2	10,2	19,0	9,9	3,3	3,5
2007 Oct	9,1	11,0	27,0	8,9	3,0	5,5	9,2	11,1	25,4	10,0	3,0	5,2
2007 Nov	8,6	10,4	25,5	8,8	2,7	4,3	7,4	9,4	20,4	9,4	1,6	5,3
A largo plazo												
2006 Nov	8,3	9,1	29,5	5,1	3,3	9,4	9,0	10,4	29,1	2,5	3,9	7,6
2006 Dic	8,2	9,5	25,8	5,7	3,1	8,4	9,0	10,5	27,1	3,8	4,3	6,2
2007 Ene	8,2	9,6	26,6	5,4	2,9	7,6	9,3	11,3	28,2	6,0	3,6	4,8
2007 Feb	8,4	10,3	27,4	4,8	2,9	5,9	9,6	12,4	31,2	6,2	2,6	2,6
2007 Mar	8,6	10,3	30,0	5,3	2,4	6,9	9,9	12,1	37,4	5,7	2,1	5,2
2007 Abr	8,6	10,6	28,2	4,8	2,5	7,4	9,0	11,9	29,0	5,8	1,7	5,8
2007 May	9,1	10,8	30,1	4,2	3,2	5,1	9,2	11,2	31,0	6,0	2,5	2,8
2007 Jun	9,0	10,4	28,8	6,3	3,3	3,4	8,9	10,4	30,5	8,8	2,4	0,6
2007 Jul	8,8	10,3	29,4	7,2	2,9	2,7	8,4	9,2	30,8	8,3	2,1	0,6
2007 Ago	8,6	10,1	29,4	7,0	2,4	2,7	7,6	7,9	27,8	7,9	2,1	2,8
2007 Sep	8,0	9,0	28,2	6,2	2,4	3,5	6,3	6,1	19,7	6,7	2,8	2,0
2007 Oct	7,7	8,8	26,9	5,8	2,0	4,6	6,6	5,8	24,8	5,7	2,4	3,6
2007 Nov	7,1	7,7	25,5	6,0	1,9	3,1	5,0	4,3	20,0	6,0	1,3	3,4

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



Fuente: BCE.

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

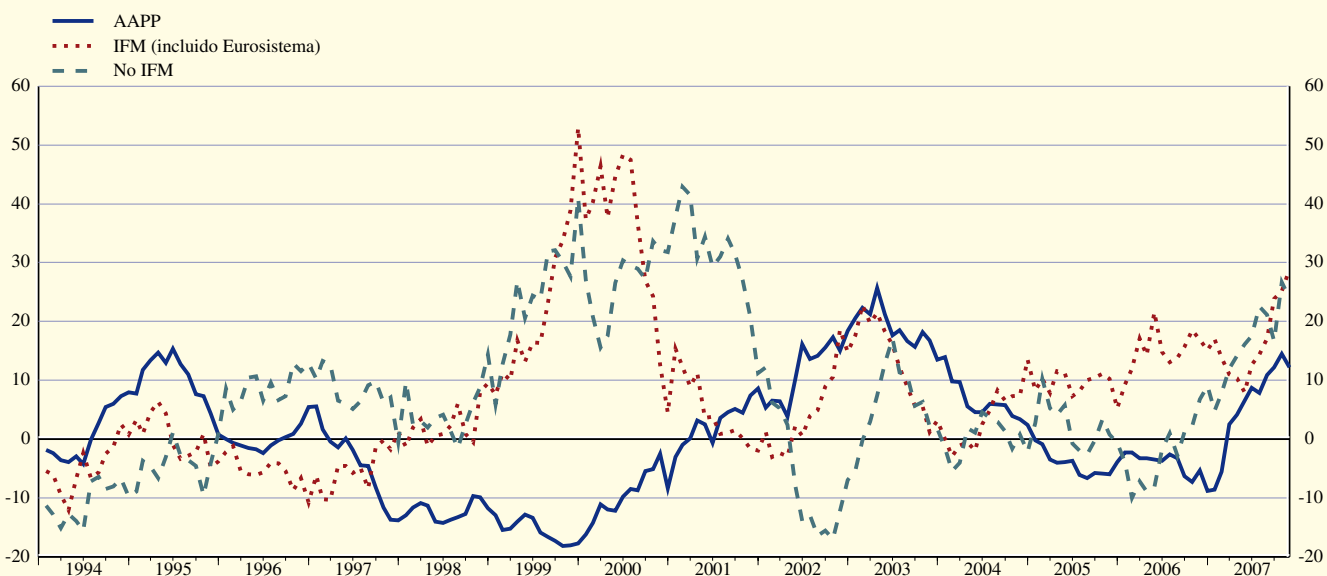
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2005	4,7	3,1	5,6	0,2	5,5	15,0	19,5	18,6	35,5	22,3	9,9	4,8
2006	4,5	4,7	13,9	0,8	3,2	13,4	16,4	11,8	41,1	28,0	5,0	4,5
2006 IV	5,1	5,4	20,0	1,1	3,2	11,0	15,5	11,0	36,4	27,4	5,1	5,0
2007 I	5,3	6,3	20,7	2,7	3,0	7,7	15,2	12,2	33,5	21,9	1,0	4,6
II	5,5	7,5	19,9	2,7	2,7	7,5	16,5	12,1	37,9	18,9	5,1	-0,3
III	5,4	8,0	17,7	4,7	2,3	5,0	16,2	11,1	39,4	19,5	4,4	-4,7
2007 Jun	5,7	8,0	17,2	3,9	3,1	5,1	16,9	11,8	39,6	19,7	6,4	-3,1
Jul	5,4	8,3	17,6	4,9	2,2	4,8	16,6	11,0	40,1	20,2	6,3	-5,5
Ago	5,3	8,2	18,4	5,1	1,9	4,7	16,0	11,1	39,1	19,1	3,0	-5,0
Sep	5,1	6,8	16,7	4,2	2,5	5,6	15,3	10,6	38,2	18,7	1,3	-4,3
Oct	4,6	6,9	14,8	5,1	1,7	6,8	15,3	9,9	37,7	13,0	4,9	-3,5
Nov	4,4	6,5	13,5	5,3	1,7	6,4	13,7	8,2	35,5	12,8	4,6	-9,4
En euros												
2005	4,3	0,9	9,0	-0,3	5,4	15,3	18,9	17,3	34,9	22,1	10,3	5,4
2006	3,8	3,1	11,3	0,1	3,2	13,6	15,2	10,1	37,6	30,9	5,2	3,7
2006 IV	4,3	4,1	15,1	-0,4	3,3	11,0	14,5	9,6	33,6	30,3	5,2	4,0
2007 I	4,7	5,4	16,2	1,1	3,3	7,7	14,0	10,9	30,0	23,3	1,0	4,1
II	4,9	6,8	16,4	0,8	2,9	7,4	15,8	11,2	35,4	19,7	5,2	-0,8
III	4,7	7,1	14,7	3,3	2,5	5,2	15,7	10,3	37,6	18,7	4,5	-5,6
2007 Jun	5,1	7,2	14,2	2,3	3,3	5,2	16,4	10,9	37,9	19,5	6,5	-3,7
Jul	4,8	7,4	14,9	3,7	2,4	4,9	15,9	10,0	38,3	19,4	6,4	-6,4
Ago	4,6	7,4	15,3	3,9	2,1	5,0	15,5	10,5	37,3	18,0	3,2	-5,9
Sep	4,5	5,9	13,6	2,4	2,9	5,9	14,8	9,8	36,6	17,7	1,5	-5,2
Oct	4,1	6,3	13,1	3,4	1,9	7,1	14,9	9,5	35,7	11,7	5,1	-4,2
Nov	4,0	6,2	11,7	4,3	1,9	6,8	13,5	8,1	33,7	11,6	4,8	-10,0

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

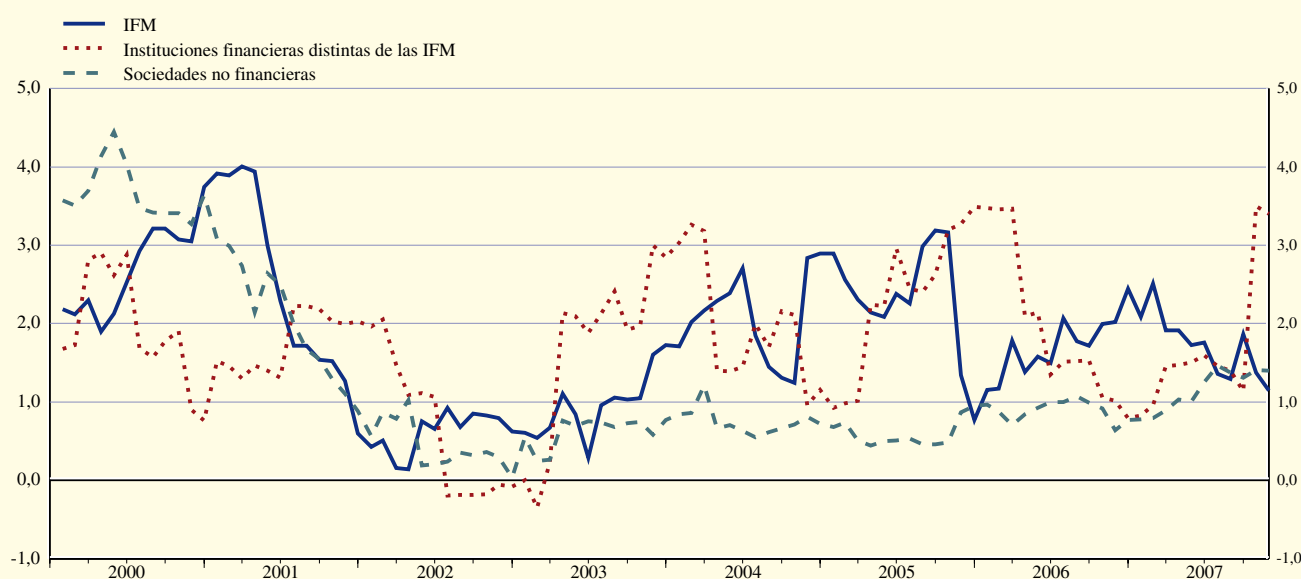
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 Nov	4.888,6	103,4	1,2	809,2	1,3	514,0	3,3	3.565,4	0,9
Dic	5.062,9	103,5	1,2	836,4	0,8	541,2	3,5	3.685,3	0,9
2006 Ene	5.303,5	103,6	1,2	884,8	1,2	540,9	3,5	3.877,7	1,0
Feb	5.443,2	103,6	1,2	938,8	1,2	566,9	3,5	3.937,4	0,9
Mar	5.644,8	103,7	1,2	962,3	1,8	584,3	3,5	4.098,1	0,7
Abr	5.669,6	103,8	1,1	948,8	1,4	578,2	2,1	4.142,6	0,8
May	5.378,9	103,9	1,2	892,8	1,6	542,8	2,1	3.943,3	0,9
Jun	5.390,3	104,0	1,1	901,0	1,5	538,9	1,4	3.950,4	1,0
Jul	5.387,2	104,1	1,2	914,3	2,1	553,0	1,5	3.919,9	1,0
Ago	5.568,5	104,2	1,2	955,0	1,8	603,8	1,5	4.009,7	1,1
Sep	5.709,5	104,2	1,2	982,6	1,7	615,8	1,5	4.111,1	1,0
Oct	5.896,7	104,3	1,1	1.011,8	2,0	622,9	1,1	4.262,0	0,9
Nov	5.951,0	104,4	0,9	1.020,6	2,0	612,6	1,0	4.317,8	0,6
Dic	6.168,6	104,6	1,1	1.052,4	2,4	632,1	0,8	4.484,1	0,8
2007 Ene	6.343,0	104,6	1,0	1.107,3	2,1	645,1	0,8	4.590,6	0,8
Feb	6.258,4	104,7	1,1	1.077,3	2,5	636,7	1,0	4.544,5	0,8
Mar	6.475,2	104,8	1,1	1.095,9	1,9	648,1	1,5	4.731,3	0,9
Abr	6.723,3	105,0	1,2	1.152,2	1,9	674,2	1,5	4.896,9	1,0
May	7.002,3	105,1	1,2	1.157,2	1,7	687,5	1,5	5.157,6	1,0
Jun	6.924,0	105,4	1,4	1.111,2	1,8	675,7	1,6	5.137,1	1,3
Jul	6.700,6	105,6	1,5	1.081,1	1,4	607,3	1,5	5.012,1	1,5
Ago	6.587,4	105,6	1,4	1.041,6	1,3	582,3	1,4	4.963,4	1,4
Sep	6.651,0	105,7	1,4	1.030,5	1,9	595,8	1,1	5.024,7	1,3
Oct	6.902,5	106,0	1,6	1.052,3	1,4	627,8	3,5	5.222,4	1,4
Nov	6.590,2	106,0	1,5	1.013,9	1,1	577,9	3,4	4.998,4	1,4

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

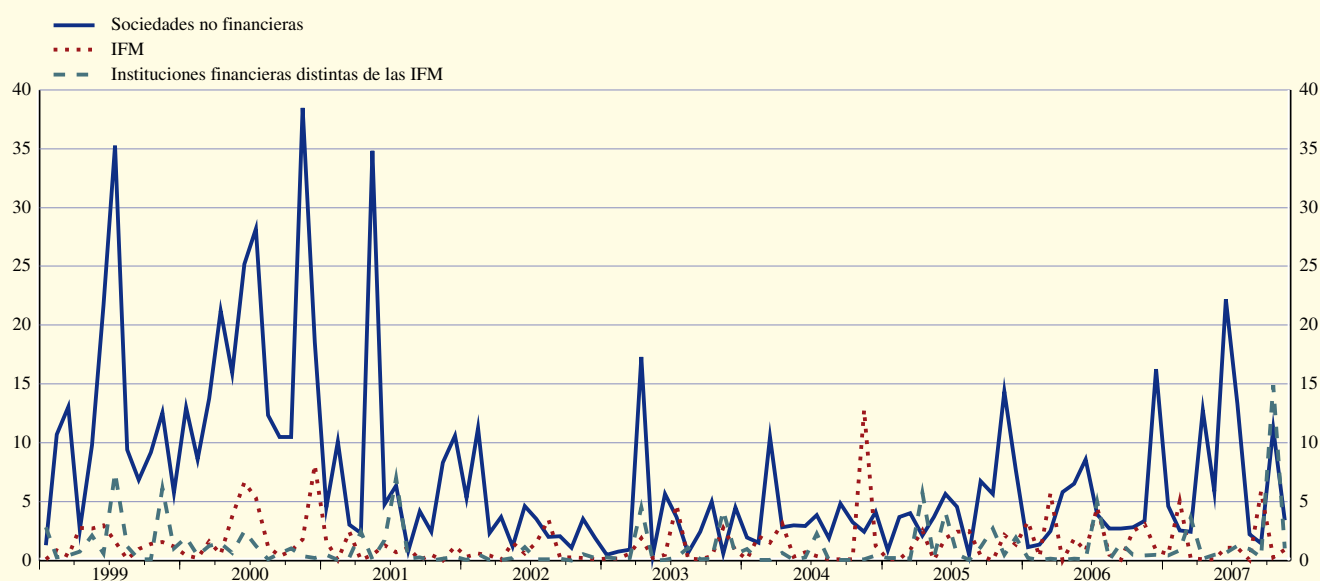
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2005 Nov	17,0	3,9	13,0	2,1	0,0	2,1	0,5	0,1	0,4	14,4	3,9	10,5
Dic	10,9	7,3	3,6	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,7	2,6	5,0
2006 Ene	4,6	0,8	3,9	3,3	0,0	3,3	0,2	0,0	0,2	1,1	0,7	0,4
Feb	1,7	1,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	1,3	1,6	-0,3
Mar	8,3	5,4	2,9	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,1	2,5	5,4	-3,0
Abr	5,8	0,5	5,3	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,8	0,3	5,5
May	8,5	2,2	6,3	1,9	0,0	1,8	0,2	0,0	0,2	6,5	2,2	4,3
Jun	9,4	2,7	6,7	0,8	0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	8,6	2,4	6,2
Jul	13,4	6,6	6,8	4,5	0,0	4,5	5,0	3,5	1,5	3,9	3,1	0,8
Ago	3,2	1,8	1,4	0,4	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,1	2,7	1,6	1,1
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	5,8	1,2	4,6	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,8	1,2	1,6
Nov	6,9	2,0	4,9	3,1	0,0	3,1	0,4	0,2	0,3	3,3	1,8	1,5
Dic	17,6	5,1	12,5	0,9	0,3	0,5	0,5	0,0	0,5	16,2	4,7	11,5
2007 Ene	5,5	3,9	1,6	0,5	0,1	0,4	0,4	0,0	0,4	4,6	3,8	0,8
Feb	8,4	2,0	6,4	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
Mar	6,3	1,7	4,6	0,2	0,0	0,2	3,6	0,4	3,3	2,4	1,4	1,1
Abr	13,0	0,4	12,6	0,1	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,1	12,8	0,2	12,6
May	6,4	1,8	4,5	0,1	0,0	0,1	0,4	0,0	0,4	5,8	1,8	4,0
Jun	23,8	1,6	22,3	1,0	0,0	1,0	0,6	0,0	0,6	22,2	1,6	20,6
Jul	15,7	1,8	13,8	1,1	0,0	1,1	1,2	0,3	0,9	13,3	1,5	11,8
Ago	3,2	6,6	-3,4	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	2,2	5,1	-2,8
Sep	7,5	2,5	5,1	5,9	0,0	5,9	0,2	0,3	-0,1	1,4	2,1	-0,7
Oct	26,4	7,4	19,0	0,3	2,6	-2,4	14,9	0,5	14,4	11,2	4,3	6,9
Nov	5,3	3,3	2,0	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	3,4	2,0	1,4

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 euro¹⁾

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007 Ene	0,98	3,33	3,48	2,92	2,35	2,98	1,61	3,49	3,91	4,07	3,46
Feb	1,00	3,37	3,64	2,72	2,35	3,07	1,64	3,48	3,80	4,15	3,47
Mar	1,02	3,51	3,65	2,68	2,39	3,14	1,71	3,67	3,83	3,72	3,64
Abr	1,04	3,59	3,68	2,78	2,42	3,20	1,75	3,74	4,01	3,87	3,70
May	1,06	3,62	3,51	2,72	2,43	3,25	1,78	3,74	3,80	3,72	3,73
Jun	1,08	3,78	3,79	2,64	2,42	3,32	1,77	3,94	4,09	4,16	3,90
Jul	1,10	3,86	3,90	2,97	2,45	3,40	1,81	4,01	4,16	4,51	3,95
Ago	1,14	3,93	3,93	3,01	2,53	3,46	1,89	4,08	4,33	4,20	3,93
Sep	1,16	4,07	3,98	2,92	2,58	3,50	1,91	4,14	4,34	4,41	3,97
Oct	1,17	4,11	4,16	3,31	2,53	3,57	1,97	4,07	4,37	4,63	3,93
Nov	1,18	4,08	4,22	3,20	2,54	3,64	2,01	4,10	4,41	4,04	3,98
Dic	1,18	4,28	4,13	3,19	2,57	3,68	1,97	4,26	4,39	4,21	3,95

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

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 Ene	10,14	7,63	6,68	8,39	8,25	4,68	4,60	4,60	4,50	4,83	5,13	5,43	4,92
Feb	10,31	7,69	6,83	8,27	8,28	4,71	4,71	4,70	4,61	4,90	5,27	5,38	5,14
Mar	10,22	7,51	6,68	8,34	8,14	4,79	4,76	4,71	4,62	4,94	5,26	5,60	5,20
Abr	10,29	7,77	6,69	8,24	8,15	4,85	4,73	4,75	4,67	5,00	5,29	5,57	5,21
May	10,32	8,10	6,73	8,30	8,27	4,88	4,80	4,81	4,74	5,02	5,38	5,65	5,32
Jun	10,38	8,07	6,66	8,25	8,26	5,00	4,93	4,90	4,82	5,15	5,49	5,77	5,37
Jul	10,49	8,06	6,76	8,30	8,35	5,06	4,93	5,02	4,91	5,26	5,54	5,80	5,41
Ago	10,55	8,43	6,85	8,31	8,48	5,15	4,98	5,08	4,90	5,24	5,36	5,93	5,47
Sep	10,53	8,48	6,83	8,39	8,54	5,23	5,02	5,09	5,02	5,31	5,46	5,87	5,51
Oct	10,64	8,10	6,88	8,40	8,38	5,29	5,05	5,08	5,11	5,38	5,63	6,05	5,59
Nov	10,50	8,38	6,90	8,36	8,47	5,28	5,04	5,10	5,11	5,38	5,60	5,95	5,49
Dic	10,48	8,04	6,92	8,14	8,28	5,31	4,99	5,06	5,15	5,43	5,67	5,82	5,41

3. Tipos de interés aplicados a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1	2	3	4	5	6	7
2007 Ene		5,94	5,16	5,31	4,69	4,44	4,67	4,70
Feb		6,03	5,21	5,44	4,86	4,51	4,69	4,71
Mar		6,04	5,30	5,45	4,88	4,66	4,81	4,87
Abr		6,12	5,37	5,47	4,88	4,70	4,99	4,90
May		6,12	5,43	5,57	4,95	4,72	5,10	5,12
Jun		6,17	5,53	5,70	5,03	4,89	5,28	5,17
Jul		6,30	5,58	5,77	5,09	4,90	4,95	5,17
Ago		6,35	5,77	5,86	5,17	5,01	5,46	5,29
Sep		6,49	5,93	5,90	5,23	5,20	5,60	5,41
Oct		6,53	5,95	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		6,59	6,08	5,94	5,31	5,37	5,62	5,47

Fuente: BCE.

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

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

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

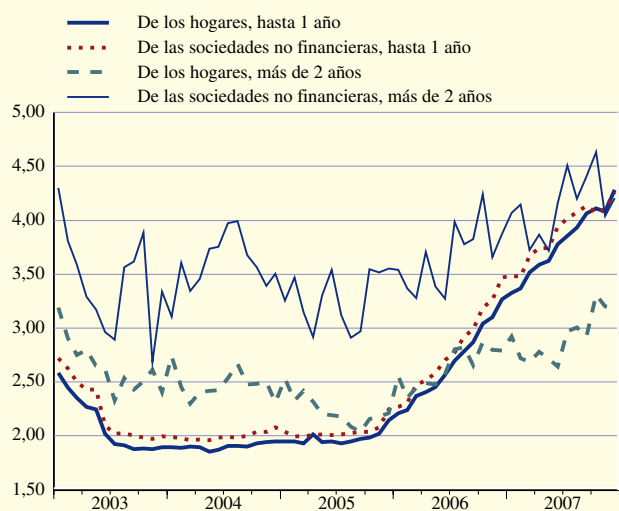
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 Ene	0,98	2,99	3,06	2,35	2,98	1,61	3,45	3,91	3,36
Feb	1,00	3,07	3,12	2,35	3,07	1,64	3,49	3,92	3,41
Mar	1,02	3,16	3,05	2,39	3,14	1,71	3,61	3,93	3,54
Abr	1,04	3,23	3,06	2,42	3,20	1,75	3,67	3,93	3,59
May	1,06	3,30	3,03	2,43	3,25	1,78	3,72	3,96	3,66
Jun	1,08	3,39	3,04	2,42	3,32	1,77	3,87	3,99	3,79
Jul	1,10	3,49	3,02	2,45	3,40	1,81	3,92	4,00	3,85
Ago	1,14	3,58	3,03	2,53	3,46	1,89	4,03	4,07	3,89
Sep	1,16	3,68	3,06	2,58	3,50	1,91	4,13	4,09	3,93
Oct	1,17	3,79	3,04	2,53	3,57	1,97	4,18	4,11	3,93
Nov	1,18	3,85	3,06	2,54	3,64	2,01	4,21	4,18	3,97
Dic	1,18	3,94	3,03	2,57	3,68	1,97	4,34	4,17	4,01

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 Ene	5,05	4,38	4,72	8,53	6,83	5,95	5,30	4,76	4,77
Feb	5,11	4,46	4,79	8,66	6,95	5,96	5,37	4,83	4,83
Mar	5,14	4,45	4,79	8,62	6,88	5,95	5,44	4,90	4,84
Abr	5,14	4,48	4,80	8,67	6,96	5,97	5,50	4,94	4,87
May	5,16	4,48	4,82	8,71	6,95	5,97	5,50	4,98	4,90
Jun	5,20	4,53	4,86	8,68	6,94	6,01	5,62	5,09	4,96
Jul	5,28	4,57	4,89	8,80	6,95	6,06	5,70	5,15	5,00
Ago	5,35	4,58	4,90	8,85	6,97	6,08	5,76	5,24	5,05
Sep	5,44	4,64	4,94	8,99	7,00	6,13	5,91	5,34	5,14
Oct	5,49	4,68	4,98	9,02	7,10	6,16	5,96	5,44	5,22
Nov	5,48	4,72	4,99	8,86	7,12	6,21	5,96	5,49	5,22
Dic	5,53	4,73	5,00	9,03	7,14	6,24	6,07	5,60	5,28

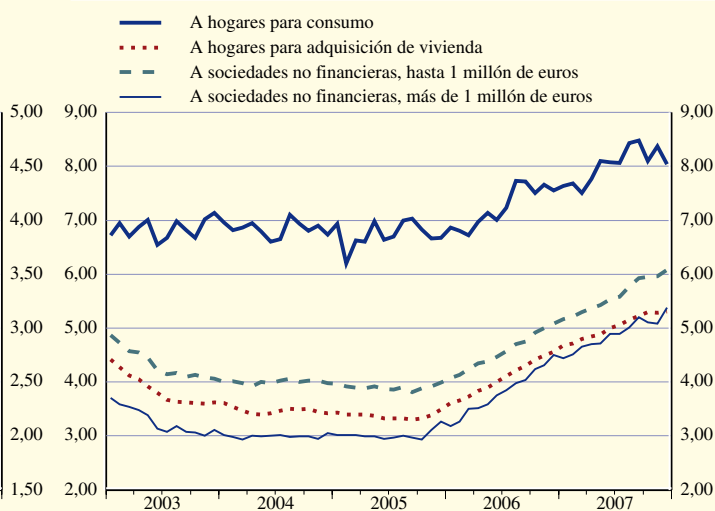
C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

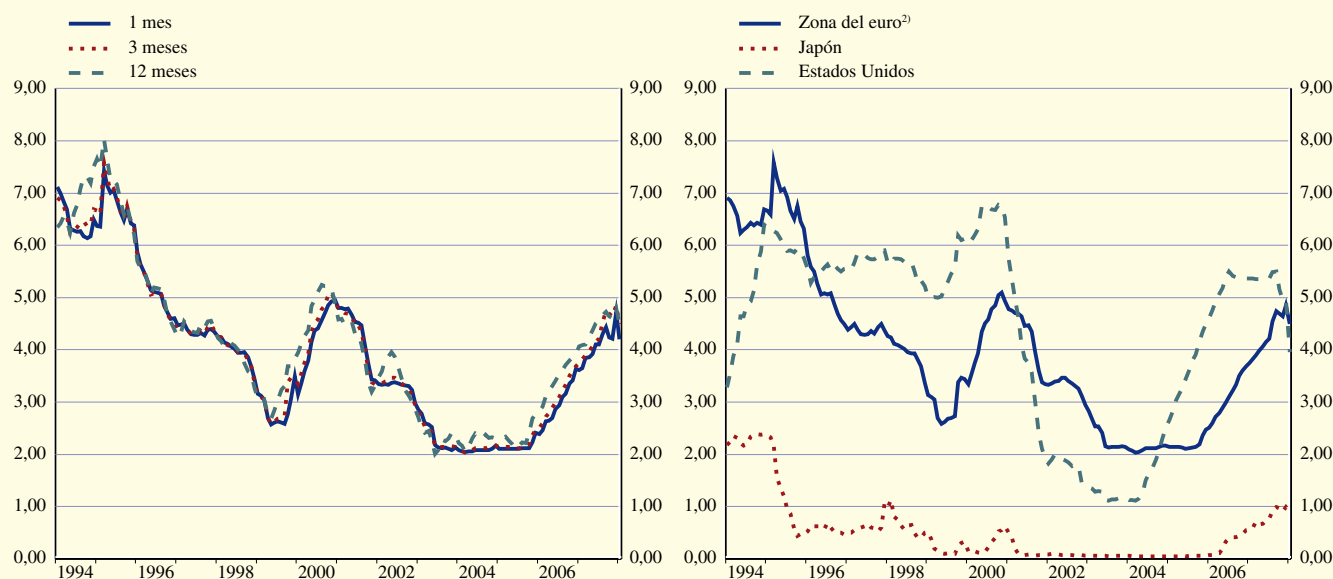
	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2006 IV	3,36	3,46	3,59	3,72	3,86	5,37	0,49
2007 I	3,61	3,71	3,82	3,94	4,09	5,36	0,62
II	3,86	3,96	4,07	4,20	4,38	5,36	0,69
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
2007 Ene	3,56	3,62	3,75	3,89	4,06	5,36	0,56
Feb	3,57	3,65	3,82	3,94	4,09	5,36	0,59
Mar	3,69	3,84	3,89	4,00	4,11	5,35	0,71
Abr	3,82	3,86	3,98	4,10	4,25	5,35	0,66
May	3,79	3,92	4,07	4,20	4,37	5,36	0,67
Jun	3,96	4,10	4,15	4,28	4,51	5,36	0,73
Jul	4,06	4,11	4,22	4,36	4,56	5,36	0,77
Ago	4,05	4,31	4,54	4,59	4,67	5,48	0,92
Sep	4,03	4,43	4,74	4,75	4,72	5,49	0,99
Oct	3,94	4,24	4,69	4,66	4,65	5,15	0,97
Nov	4,02	4,22	4,64	4,63	4,61	4,96	0,91
Dic	3,88	4,71	4,85	4,82	4,79	4,97	0,99
2008 Ene	4,02	4,20	4,49	4,51	4,51	3,95	0,89

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

(mensuales; en porcentaje)

C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

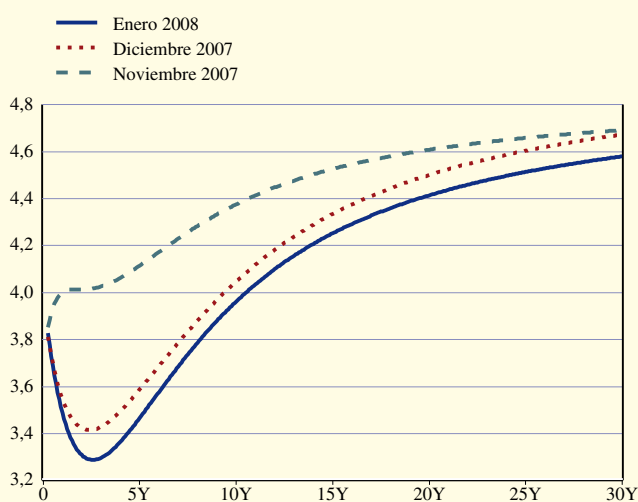
2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro¹⁾

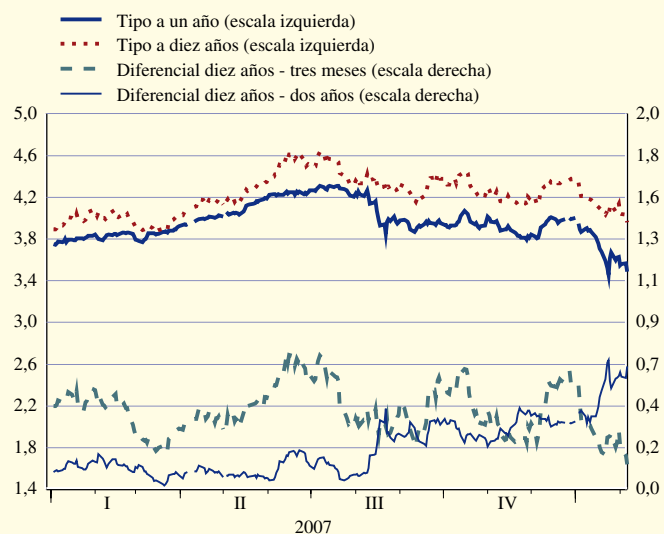
(deuda de las administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años - tres meses (diferencial)	Diez años - dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
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

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



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



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

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

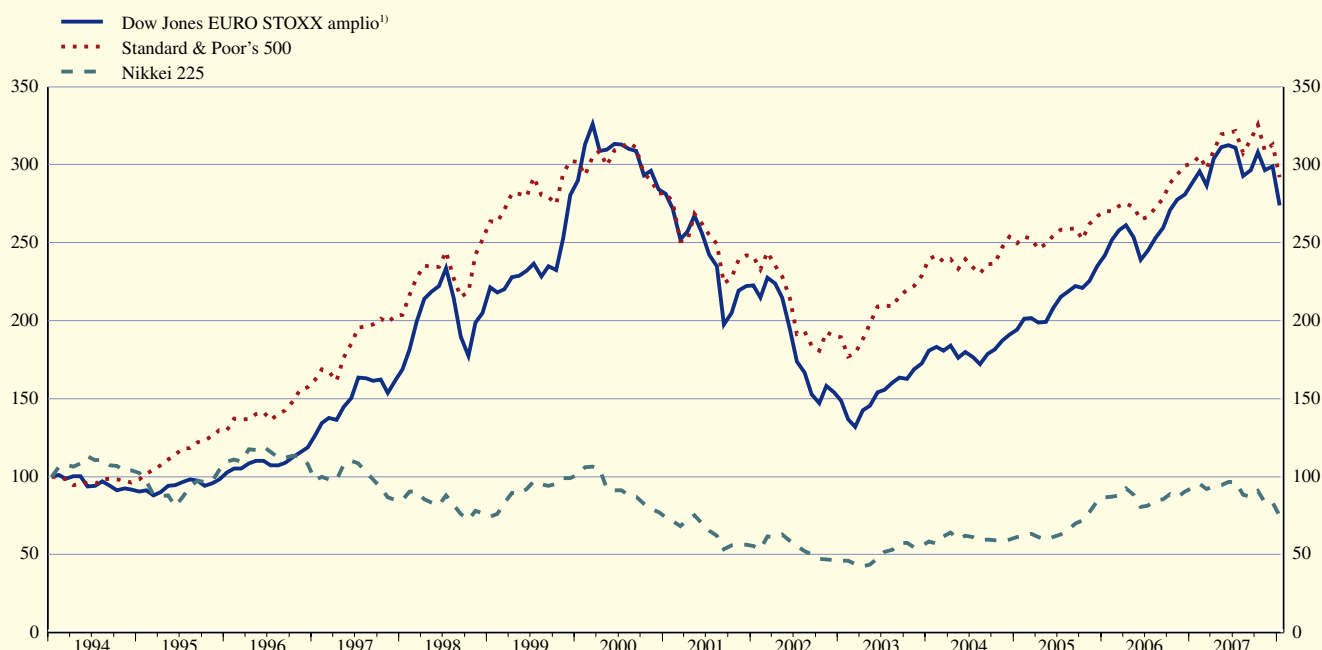
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
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
2006 IV	383,3	4.032,4	450,4	219,3	315,1	432,7	400,7	419,5	343,1	490,8	450,1	526,3	1.389,2	16.465,0
2007 I	402,5	4.150,5	489,9	233,3	335,7	422,8	418,6	462,7	349,4	512,3	472,8	527,2	1.424,8	17.363,9
II	429,0	4.416,2	549,6	246,8	373,0	454,1	434,2	512,5	376,6	556,0	475,8	536,7	1.496,6	17.678,7
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
2007 Ene	400,4	4.157,8	476,4	229,1	328,2	426,5	419,8	452,2	350,4	505,0	485,0	538,1	1.423,9	17.270,0
Feb	410,3	4.230,2	496,6	235,9	339,4	428,2	428,3	476,2	355,3	524,7	481,0	530,4	1.445,3	17.729,4
Mar	397,5	4.070,5	497,9	235,1	340,2	413,9	408,6	461,2	343,0	508,5	452,6	512,9	1.407,0	17.130,0
Abr	421,7	4.330,7	531,7	247,6	363,9	437,2	432,7	493,8	362,4	540,4	477,4	531,5	1.462,7	17.466,5
May	431,7	4.444,8	545,5	248,5	374,4	454,1	439,8	514,4	374,5	559,2	476,2	547,7	1.511,3	17.577,7
Jun	433,4	4.470,2	571,9	244,2	380,4	471,1	429,4	529,0	393,1	568,2	473,8	529,9	1.514,5	18.001,4
Jul	431,3	4.449,0	585,9	242,6	384,7	491,4	418,7	529,3	399,8	563,1	467,1	513,1	1.520,9	17.986,8
Ago	406,4	4.220,6	550,8	227,8	362,5	444,5	393,5	479,0	390,0	544,4	469,2	495,4	1.454,6	16.461,0
Sep	411,3	4.284,4	569,1	230,1	373,2	461,5	386,3	473,8	414,7	562,7	495,9	503,2	1.496,0	16.233,9
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

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo¹⁾

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
% del total ³⁾	100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8	86,2	13,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	2,0	3,2
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,8
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	3,0
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,4
2006 IV	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,0	0,7	0,6	0,3	-4,2	0,6	1,6	2,9
2007 I	102,9	1,9	1,9	1,6	2,4	0,5	0,3	0,1	0,3	1,0	0,7	1,7	2,8
II	104,4	1,9	1,9	1,5	2,6	0,8	0,5	0,9	0,2	3,3	0,7	1,8	2,4
III	104,4	1,9	2,0	1,5	2,5	0,6	1,1	0,9	0,2	0,7	0,6	1,8	2,1
IV	105,7	2,9	2,3	3,2	2,5	1,0	2,5	1,2	0,3	2,9	0,6	3,0	2,2
2007 Ago	104,3	1,7	2,0	1,2	2,6	0,1	0,7	0,3	0,1	-0,9	0,1	1,7	2,1
Sep	104,7	2,1	2,0	1,9	2,5	0,2	0,7	0,3	0,1	0,6	0,1	2,1	2,1
Oct	105,2	2,6	2,1	2,6	2,5	0,4	1,1	0,6	0,1	0,6	0,2	2,6	2,2
Nov	105,8	3,1	2,3	3,4	2,5	0,6	0,8	0,3	0,1	3,4	0,2	3,2	2,2
Dic	106,2	3,1	2,3	3,4	2,5	0,2	0,6	0,1	0,0	-0,3	0,3	3,2	2,2
2008 Ene ⁴⁾		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						
% del total ³⁾	19,6	11,9	7,6	39,6	30,0	9,6	10,2	6,2	6,4	3,1	14,4	6,7
	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
2006 IV	2,9	2,2	4,1	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,3	-2,5	2,4	2,4
2007 I	2,5	2,1	3,1	1,1	1,1	1,1	2,6	2,0	2,9	-2,1	2,8	2,5
II	2,5	2,0	3,3	1,0	1,0	0,5	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,6
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
2007 Jul	2,3	1,9	2,8	0,7	0,9	0,0	2,7	1,9	2,5	-1,7	3,0	3,5
Ago	2,5	2,5	2,4	0,6	1,0	-0,9	2,7	2,0	2,4	-1,1	3,0	3,4
Sep	2,7	3,1	2,1	1,5	1,0	3,0	2,7	2,0	2,4	-1,6	2,9	3,2
Oct	3,5	3,8	3,1	2,1	1,1	5,5	2,7	2,0	2,5	-2,1	2,9	3,2
Nov	4,0	4,6	3,0	3,2	1,1	9,7	2,7	2,0	2,6	-1,9	3,0	3,2
Dic	4,3	5,1	3,1	3,0	1,0	9,2	2,6	2,0	2,8	-2,3	3,0	3,2

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 2007.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales que abarcan normalmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre el precio de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales, de la construcción, de los inmuebles residenciales y de las materias primas

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía					
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
% del total ⁵⁾	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	4,0	4,1	7,5	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,4	1,1	1,3	1,1	13,6	3,1	7,9	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,3	4,1	6,5	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	.	.	3,9	9,2	52,8
2006 IV	116,6	4,1	2,8	3,5	6,2	1,8	1,6	1,7	1,6	6,0	4,6	6,1 ⁶⁾	3,9	23,0	47,3
2007 I	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,5	1,9	1,5	1,2	4,4	-	-5,5	15,7	44,8
II	118,5	2,4	2,6	3,2	5,4	2,0	1,7	1,8	1,6	-0,4	4,4	5,0 ⁶⁾	-3,1	13,8	51,0
III	119,3	2,1	2,7	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,7	3,5	-	2,0	6,7	54,2
IV	121,2	3,9	4,5	3,2	3,7	1,5	3,7	1,9	3,9	6,9	.	.	23,5	1,6	61,0
2007 Ago	119,2	1,8	2,3	3,0	4,2	1,7	2,4	1,8	2,4	-1,9	-	-	-3,4	5,4	52,4
Sep	119,6	2,7	3,4	3,1	4,1	1,6	2,9	1,9	3,0	1,7	-	-	12,1	6,9	55,2
Oct	120,4	3,3	3,9	3,2	3,9	1,5	3,3	1,8	3,6	4,2	-	-	19,5	3,5	57,7
Nov	121,5	4,2	4,8	3,1	3,6	1,5	3,7	1,9	4,0	8,0	-	-	26,9	-0,1	62,8
Dic	121,6	4,3	4,7	3,1	3,4	1,5	3,9	1,9	4,2	8,3	-	-	24,1	1,4	62,8
2008 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	35,0	3,0	62,4

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁸⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	110,9	3,2	2,9	4,2	3,2	3,8	3,1	2,4
2004	113,7	2,5	2,3	3,0	2,9	2,6	2,2	2,1
2005	116,7	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,8	2,1
2006	119,7	2,6	2,7	2,3	2,3	3,4	2,2	2,3
2006 III	120,1	2,6	2,7	2,5	3,7	1,9	2,0	2,1
IV	120,8	2,3	2,4	2,0	2,7	2,2	2,2	2,5
2007 I	121,5	2,3	2,4	1,9	2,4	2,0	2,3	2,0
II	122,2	2,4	2,5	1,8	2,6	3,0	2,2	2,3
III	123,0	2,5	2,5	2,2	2,5	3,0	2,4	2,1

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. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			7
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios ¹⁾									
2003	106,7	1,9	6,5	0,4	3,3	2,0	1,8	3,2	
2004	107,9	1,2	-9,5	-0,2	3,6	0,4	2,6	2,2	
2005	109,1	1,0	7,0	-0,7	3,5	0,6	1,7	1,8	
2006	110,0	0,9	1,3	-1,0	1,5	0,2	2,1	2,5	
2006 III	110,0	1,1	3,2	-0,7	1,6	-0,2	2,6	2,7	
IV	110,0	0,2	-0,4	-1,4	2,2	-0,4	2,0	0,9	
2007 I	110,8	0,9	0,2	-1,2	1,6	-0,4	3,5	2,0	
II	111,5	1,2	1,3	0,1	5,6	0,2	3,3	0,7	
III	111,4	1,2	1,2	-1,0	5,6	0,6	2,6	1,7	
Remuneración por asalariado									
2003	107,7	2,3	2,5	2,3	3,1	1,9	2,5	2,5	
2004	110,0	2,1	1,3	2,8	2,9	1,4	1,9	2,3	
2005	112,0	1,8	1,5	1,5	2,5	1,7	2,0	1,9	
2006	114,5	2,2	1,2	3,3	3,4	1,7	1,6	2,0	
2006 III	114,7	2,4	2,4	3,6	3,4	1,3	1,8	2,6	
IV	115,1	1,8	2,8	3,1	3,4	1,8	1,6	0,5	
2007 I	116,2	2,2	3,3	2,6	3,4	1,3	2,5	2,2	
II	116,6	1,9	4,8	3,4	3,0	1,3	1,7	0,9	
III	116,9	2,0	4,5	2,9	3,1	1,2	1,7	1,7	
Productividad del trabajo ²⁾									
2003	101,0	0,4	-3,8	1,8	-0,2	-0,2	0,7	-0,7	
2004	101,9	1,0	12,0	3,1	-0,6	0,9	-0,7	0,1	
2005	102,7	0,7	-5,2	2,3	-1,1	1,0	0,3	0,0	
2006	104,1	1,3	-0,1	4,3	1,8	1,5	-0,5	-0,4	
2006 III	104,2	1,3	-0,8	4,3	1,7	1,5	-0,8	-0,1	
IV	104,7	1,6	3,2	4,5	1,2	2,2	-0,4	-0,4	
2007 I	104,9	1,3	3,0	3,8	1,8	1,7	-0,9	0,2	
II	104,6	0,7	3,4	3,3	-2,4	1,1	-1,5	0,2	
III	105,0	0,7	3,3	3,9	-2,3	0,5	-0,9	0,0	

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	107,4	2,1	2,0	2,1	2,4	1,2	-1,2	-1,7
2004	109,5	2,0	2,2	2,1	2,3	2,5	1,1	1,6
2005	111,6	1,9	2,3	2,1	2,6	2,4	2,6	3,8
2006	113,7	1,9	2,4	2,2	2,1	2,7	2,7	4,0
2006 III	114,0	2,0	2,3	2,1	2,2	2,8	2,7	3,6
IV	114,5	1,8	1,8	1,8	0,6	2,7	2,0	2,1
2007 I	115,3	2,2	1,9	1,7	1,5	3,2	1,6	0,8
II	116,1	2,3	2,0	1,8	0,7	3,2	2,0	1,0
III	116,5	2,2	2,0	1,7	1,5	2,9	1,6	1,1

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2003	7.489,3	7.332,9	4.295,6	1.531,4	1.505,3	0,6	156,4	2.639,8	2.483,4
2004	7.773,9	7.613,4	4.449,5	1.587,0	1.572,5	4,4	160,5	2.844,3	2.683,8
2005	8.051,1	7.932,4	4.612,8	1.651,2	1.656,2	12,2	118,7	3.057,6	2.938,9
2006	8.438,4	8.336,7	4.801,0	1.719,2	1.790,2	26,4	101,7	3.390,6	3.288,9
2006 III	2.121,9	2.101,7	1.206,8	431,1	452,0	11,8	20,2	851,8	831,6
IV	2.148,7	2.110,1	1.215,2	433,0	462,4	-0,5	38,6	879,0	840,5
2007 I	2.180,8	2.146,4	1.220,7	439,9	475,9	9,9	34,4	889,8	855,4
II	2.202,1	2.161,6	1.235,6	441,8	479,1	5,1	40,6	904,8	864,2
III	2.228,1	2.190,7	1.248,0	446,7	486,8	9,3	37,4	927,3	889,9
	<i>en porcentaje del PIB</i>								
2006	100,0	98,8	56,9	20,4	21,2	0,3	1,2	-	-
	Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2006 III	0,6	0,8	0,5	0,5	0,8	-	-	1,1	1,7
IV	0,8	0,2	0,5	0,4	1,6	-	-	3,0	1,7
2007 I	0,8	1,0	0,0	0,9	1,9	-	-	0,8	1,2
II	0,3	0,1	0,6	0,1	-0,1	-	-	0,9	0,3
III	0,8	0,9	0,5	0,6	1,2	-	-	2,2	2,6
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,3	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,8	1,6	1,3	2,2	-	-	7,0	6,7
2005	1,5	1,7	1,5	1,4	2,7	-	-	4,5	5,2
2006	2,8	2,6	1,8	1,9	4,9	-	-	7,8	7,6
2006 III	2,9	3,0	1,7	1,8	5,0	-	-	6,6	7,1
IV	3,2	2,5	2,1	2,2	5,8	-	-	8,8	6,9
2007 I	3,2	2,9	1,4	2,0	7,1	-	-	6,6	5,9
II	2,5	2,1	1,6	2,0	4,3	-	-	5,9	4,9
III	2,7	2,2	1,6	2,1	4,7	-	-	7,1	5,9
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>								
2006 III	0,6	0,8	0,3	0,1	0,2	0,3	-0,2	-	-
IV	0,8	0,2	0,3	0,1	0,3	-0,5	0,6	-	-
2007 I	0,8	0,9	0,0	0,2	0,4	0,3	-0,1	-	-
II	0,3	0,1	0,3	0,0	0,0	-0,3	0,2	-	-
III	0,8	0,9	0,3	0,1	0,3	0,2	-0,1	-	-
	<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>								
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,3	0,1	-0,6	-	-
2004	2,0	1,8	0,9	0,3	0,4	0,2	0,2	-	-
2005	1,5	1,7	0,9	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2006	2,8	2,6	1,0	0,4	1,0	0,1	0,2	-	-
2006 III	2,9	3,0	1,0	0,4	1,0	0,6	-0,1	-	-
IV	3,2	2,4	1,2	0,4	1,2	-0,4	0,8	-	-
2007 I	3,2	2,8	0,8	0,4	1,5	0,1	0,3	-	-
II	2,5	2,1	0,9	0,4	0,9	-0,1	0,4	-	-
III	2,7	2,1	0,9	0,4	1,0	-0,2	0,6	-	-

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
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>								
2003	6.728,3	150,8	1.394,3	390,8	1.427,4	1.831,6	1.533,4	761,0
2004	6.978,0	153,7	1.430,1	412,5	1.478,8	1.908,8	1.594,1	795,9
2005	7.212,5	142,0	1.457,6	438,6	1.518,2	1.999,5	1.656,6	838,6
2006	7.535,2	138,2	1.520,7	481,1	1.571,4	2.105,2	1.718,4	903,2
2006 III	1.897,4	34,7	382,7	122,2	396,2	529,9	431,6	224,6
IV	1.916,4	35,3	387,3	124,8	400,1	535,5	433,3	232,3
2007 I	1.942,6	35,7	394,9	128,7	403,1	541,9	438,3	238,2
II	1.963,6	36,1	399,6	129,1	407,2	550,0	441,6	238,6
III	1.991,2	38,0	405,3	131,2	411,6	558,8	446,2	236,9
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2006	100,0	1,8	20,2	6,4	20,9	27,9	22,8	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ¹⁾</i>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2006 III	0,6	-0,4	0,8	0,9	0,8	0,5	0,3	0,4
IV	0,7	0,8	0,9	1,3	0,7	0,8	0,2	1,7
2007 I	0,9	1,6	1,3	2,1	0,6	0,8	0,5	0,0
II	0,4	-0,9	0,5	-1,3	0,7	0,7	0,3	-0,6
III	0,8	-0,5	1,4	0,2	0,9	0,8	0,3	0,7
<i>tasas de variación interanual</i>								
2003	0,7	-6,1	0,3	0,1	0,7	1,6	0,9	1,6
2004	2,1	10,5	2,4	0,8	2,5	1,6	1,4	1,6
2005	1,5	-6,2	0,7	1,4	1,6	2,7	1,4	1,6
2006	2,7	-1,6	3,8	4,4	2,8	3,0	1,2	3,4
2006 III	2,9	-2,5	4,1	4,8	3,1	3,1	1,3	2,5
IV	3,2	0,6	4,4	5,4	3,7	3,4	1,2	3,5
2007 I	3,2	2,1	4,0	7,5	3,4	3,3	1,3	2,7
II	2,6	1,0	3,5	3,0	2,9	2,9	1,3	1,5
III	2,8	1,0	4,1	2,3	3,0	3,2	1,3	1,8
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2006 III	0,6	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	-
IV	0,7	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2007 I	0,9	0,0	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	-
II	0,4	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	-
III	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	-
2004	2,1	0,2	0,5	0,0	0,5	0,4	0,3	-
2005	1,5	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,7	0,3	-
2006	2,7	0,0	0,8	0,3	0,6	0,8	0,3	-
2006 III	2,9	-0,1	0,8	0,3	0,7	0,8	0,3	-
IV	3,2	0,0	0,9	0,3	0,8	0,9	0,3	-
2007 I	3,2	0,0	0,8	0,5	0,7	0,9	0,3	-
II	2,6	0,0	0,7	0,2	0,6	0,8	0,3	-
III	2,8	0,0	0,8	0,1	0,6	0,9	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total ¹⁾	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	1,8	102,5	2,2	2,2	2,1	2,4	3,4	0,6	0,1	0,7	2,2	-0,5
2005	1,3	103,9	1,3	1,3	1,1	0,8	2,8	0,4	-1,0	0,7	1,4	0,4
2006	4,0	108,1	4,0	4,4	4,4	4,9	6,0	2,5	4,2	2,2	0,9	4,1
2006 IV	4,5	109,5	4,0	5,0	4,9	5,4	6,8	3,3	5,5	2,9	-3,3	7,0
2007 I	4,8	110,6	4,0	6,0	6,0	6,7	7,1	4,0	4,2	4,0	-7,5	11,0
II	3,0	111,1	2,8	3,3	3,2	3,2	4,8	2,1	1,3	2,3	-0,5	3,1
III	4,0	112,8	4,0	4,3	4,2	3,5	6,7	3,2	2,2	3,4	1,5	2,5
2007 Jun	2,7	111,5	2,7	3,0	2,7	2,9	5,1	1,6	2,1	1,5	-0,4	2,1
Jul	4,1	112,2	4,1	4,8	4,8	4,2	7,4	2,9	1,7	3,2	-1,0	3,3
Ago	4,6	113,5	4,7	5,0	4,9	3,5	7,6	5,2	4,6	5,2	1,7	3,3
Sep	3,3	112,6	3,5	3,3	3,1	2,9	5,4	1,9	1,2	2,0	4,0	1,1
Oct	4,3	113,3	4,4	4,0	3,9	3,2	7,1	2,1	0,6	2,3	6,7	3,1
Nov	2,5	112,7	3,0	2,2	2,1	1,8	4,7	1,0	-3,9	1,8	6,0	-0,9
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2007 Jun	-0,1	-	0,1	0,0	0,0	0,2	0,4	-0,3	0,0	-0,4	1,1	0,0
Jul	0,7	-	0,6	0,7	0,7	0,5	1,3	0,3	-0,3	0,4	0,0	0,5
Ago	1,0	-	1,2	1,2	1,2	1,2	1,5	1,8	3,8	1,5	0,8	0,0
Sep	-0,9	-	-0,9	-1,3	-1,3	-1,4	-1,3	-1,6	-3,7	-1,3	0,6	-0,2
Oct	0,8	-	0,6	0,6	0,5	0,6	1,0	0,2	-0,1	0,2	0,3	0,7
Nov	-0,6	-	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,4	-0,4	-2,2	-0,1	0,2	-0,9

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,2	106,7	1,3	0,6	1,7	2,3	1,2	941	1,6
2006	119,2	9,2	118,9	7,3	3,5	109,0	2,1	0,7	2,7	2,9	4,9	973	3,3
2007	.	.	.	.	2,2	109,8	0,7	-0,4	1,4	.	.	963	-1,1
2007 I	125,0	7,9	124,5	7,6	2,7	109,7	1,6	0,4	2,5	4,2	4,2	949	-1,8
II	129,3	10,4	126,0	6,4	2,1	109,8	0,9	-0,2	1,8	3,0	2,3	951	-1,9
III	129,6	6,6	127,5	6,3	2,4	110,4	1,3	-0,6	2,5	5,4	2,2	961	0,7
IV	.	.	.	.	1,7	109,3	-0,9	-1,1	-0,7	.	.	988	-1,1
2007 Jul	130,1	12,0	127,5	10,3	2,4	110,3	1,4	-1,9	3,6	5,6	4,0	950	0,9
Ago	129,8	5,4	128,4	6,4	2,0	110,3	0,9	0,2	1,3	0,9	1,9	961	0,7
Sep	128,8	2,5	126,6	2,5	2,9	110,5	1,6	-0,1	2,5	9,4	0,5	973	0,3
Oct	132,2	11,0	127,5	9,4	2,9	109,8	0,8	0,6	1,1	1,7	-0,5	965	-0,3
Nov	135,5	11,7	128,0	4,6	1,4	109,1	-1,2	-1,7	-1,0	-1,0	-2,6	960	-3,8
Dic	.	.	.	.	1,0	109,0	-2,0	-2,0	-1,9	.	.	1.040	1,0
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2007 Jul	-	-2,4	-	-0,2	0,5	-	0,4	0,1	0,4	0,9	0,3	-	-2,1
Ago	-	-0,3	-	0,6	0,1	-	0,0	0,1	-0,1	-0,3	0,4	-	1,1
Sep	-	-0,7	-	-1,4	0,5	-	0,2	0,3	0,1	2,0	-1,3	-	1,3
Oct	-	2,6	-	0,8	-0,3	-	-0,6	-0,4	-0,8	-3,1	-0,5	-	-0,8
Nov	-	2,5	-	0,4	-0,3	-	-0,7	-1,0	-0,5	-0,5	-0,7	-	-0,5
Dic	-	.	-	.	0,3	-	-0,1	0,0	-0,1	.	.	-	8,2

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 del cuadro 4 de la sección 5.2 (cálculos del BCE basados en datos de AEFA, Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

1) En el año 2000.

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ³⁾	Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial					Total ⁴⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004	98,7	-5	-15	8	10	81,5	-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
2006 IV	109,3	6	6	4	15	84,0	-7	-3	-7	10	-9
2007 I	109,4	6	7	4	14	84,4	-5	-2	-5	6	-8
II	111,0	6	8	4	15	84,3	-3	-1	0	2	-7
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
2007 Ago	109,4	5	6	5	13	-	-4	-2	-3	3	-8
Sep	106,3	3	3	7	11	-	-6	-3	-7	6	-7
Oct	105,4	2	1	7	11	84,0	-6	-4	-6	5	-10
Nov	104,1	3	2	6	12	-	-8	-4	-11	7	-11
Dic	103,4	2	0	7	11	-	-9	-5	-12	8	-10
2008 Ene	101,7	1	-1	7	12	83,9	-12	-7	-17	11	-11

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
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
2006 IV	3	-2	8	2	8	13	11	20	13	21	26
2007 I	1	-8	9	-1	2	16	12	21	16	21	25
II	0	-6	6	2	4	13	14	22	19	22	25
III	0	-8	7	1	7	14	11	20	16	20	24
IV	-3	-11	4	0	4	16	13	15	11	14	20
2007 Ago	-1	-9	6	4	10	14	14	21	17	21	24
Sep	0	-8	8	-3	2	15	5	18	13	18	22
Oct	-2	-9	6	-2	3	16	9	18	15	17	22
Nov	-4	-12	4	2	7	16	15	13	10	12	18
Dic	-5	-11	2	1	4	17	15	14	9	13	19
2008 Ene	-6	-12	1	-3	-3	18	10	12	6	12	19

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

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

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,8	15,2	4,2	17,5	7,6	25,2	15,5	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	136,298	0,4	0,4	0,8	-2,3	-1,5	0,3	0,8	0,9	1,6
2004	137,398	0,8	0,7	1,2	-1,4	-1,3	1,3	1,3	2,2	1,3
2005	138,596	0,9	1,0	0,1	-1,0	-1,3	2,5	0,7	2,4	1,4
2006	140,681	1,5	1,6	0,8	-1,2	-0,3	2,7	1,5	3,6	1,7
2006 III	140,890	1,5	1,7	0,6	-1,7	-0,1	3,0	1,6	3,9	1,4
IV	141,440	1,5	1,7	0,8	-2,6	-0,4	4,2	1,3	3,8	1,6
2007 I	142,334	1,8	2,1	0,1	-0,9	0,3	5,9	1,4	4,2	1,1
II	143,161	1,8	2,1	0,0	-2,1	0,4	5,6	1,5	4,4	1,1
III	143,630	1,9	2,0	1,3	-2,3	0,2	4,7	2,4	4,0	1,3
	<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>									
2006 III	0,288	0,2	0,3	-0,5	-1,3	0,0	0,9	0,0	1,0	0,1
IV	0,550	0,4	0,4	0,1	-0,8	0,0	1,5	0,2	1,0	0,4
2007 I	0,894	0,6	0,7	0,4	0,8	0,1	1,8	0,7	1,4	0,2
II	0,827	0,6	0,6	0,5	-1,0	0,1	1,2	0,9	1,0	0,5
III	0,469	0,3	0,3	0,3	-1,3	0,1	0,1	0,7	0,7	0,3

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		78,2		21,8		49,6		50,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	13,063	8,8	10,132	7,7	2,931	17,0	6,534	7,9	6,529	10,0
2005	13,285	8,9	10,342	7,8	2,943	17,2	6,696	8,0	6,590	9,9
2006	12,487	8,2	9,761	7,3	2,726	16,1	6,199	7,4	6,288	9,3
2007	11,336	7,4	8,874	6,5	2,462	14,8	5,594	6,6	5,742	8,4
2006 III	12,278	8,1	9,629	7,2	2,649	15,8	6,060	7,2	6,218	9,2
IV	11,960	7,9	9,302	6,9	2,658	15,8	5,907	7,0	6,053	8,9
2007 I	11,583	7,6	9,075	6,7	2,508	15,0	5,657	6,7	5,926	8,7
II	11,397	7,5	8,949	6,6	2,447	14,7	5,587	6,6	5,810	8,5
III	11,250	7,3	8,815	6,5	2,436	14,6	5,583	6,6	5,668	8,3
2007 Jul	11,297	7,4	8,849	6,5	2,447	14,7	5,592	6,6	5,705	8,3
Ago	11,267	7,4	8,827	6,5	2,441	14,6	5,590	6,6	5,677	8,3
Sep	11,187	7,3	8,768	6,4	2,419	14,5	5,567	6,6	5,620	8,2
Oct	11,127	7,3	8,729	6,4	2,398	14,4	5,568	6,6	5,559	8,1
Nov	11,060	7,2	8,679	6,3	2,382	14,4	5,549	6,5	5,511	8,0
Dic	10,990	7,2	8,623	6,3	2,366	14,3	5,524	6,5	5,465	8,0

Fuente: Eurostat.

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

2) En el año 2006.

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

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

FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Recursos corrientes														Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	Total	Impuest. directos					Impuest. indirectos		Cotizaciones sociales	Empleados		Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
		Hogares	Empresas	Recibidos por inst. de la UE	Empleadores	Impuest. sobre el capital											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
1998	46,6	46,3	12,2	9,2	2,7	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5			
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,2	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0			
2000	46,6	46,4	12,7	9,5	2,9	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,7			
2001	45,8	45,6	12,3	9,3	2,7	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8			
2002	45,3	45,0	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3			
2003	45,0	44,4	11,4	8,9	2,3	13,5	0,4	15,8	8,2	4,7	2,1	0,6	0,5	41,2			
2004	44,6	44,1	11,3	8,6	2,5	13,5	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8			
2005	45,0	44,5	11,6	8,6	2,6	13,7	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,1			
2006	45,6	45,3	12,2	8,8	3,0	13,9	0,3	15,5	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,8			

2. Zona del euro - empleos

	Empleos corrientes														Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales		Subvenciones	Pagadas por inst. de la UE	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE						
						Pagos sociales	Subvenciones											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14				
1998	48,9	45,1	10,6	4,7	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,3				
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	44,4				
2000	47,7	43,9	10,4	4,8	3,9	24,8	21,7	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,7				
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,8	21,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9				
2002	47,9	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	22,3	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,4				
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	47,4	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,7	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3				
2005	47,5	43,6	10,4	5,1	3,0	25,2	22,4	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,5				
2006	47,2	43,1	10,2	5,0	2,9	25,0	22,2	1,7	0,5	4,1	2,5	1,6	0,0	44,3				

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	-2,3	-2,3	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,8	10,6	4,7	4,8	1,8	2,3	8,2	11,6
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,8	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	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	1,9	19,9	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	20,3	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	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-2,8	-2,4	-0,4	-0,3	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,6	-1,6	-0,1	-0,2	0,3	1,3	20,4	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3

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

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2003	0,0	-4,0	0,4	-5,6	-0,2	-4,1	-3,5	-6,5	0,5	-9,8	-3,1	-1,6	-2,9	-2,7	2,5
2004	0,0	-3,8	1,3	-7,3	-0,3	-3,6	-3,5	-4,1	-1,2	-4,9	-1,7	-1,2	-3,4	-2,3	2,3
2005	-2,3	-3,4	1,2	-5,1	1,0	-2,9	-4,2	-2,4	-0,1	-3,1	-0,3	-1,6	-6,1	-1,5	2,7
2006	0,4	-1,6	2,9	-2,5	1,8	-2,5	-4,4	-1,2	0,7	-2,5	0,6	-1,4	-3,9	-1,2	3,8

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-13. Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen estos ingresos es igual a 0,0% del PIB). Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de *swaps* y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1997	74,1	2,8	16,2	6,4	48,8	55,6	28,4	13,6	13,7	18,4
1998	72,8	2,7	15,2	5,3	49,6	52,4	26,5	14,5	11,4	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,2	50,5	48,8	25,3	13,8	9,6	23,2
2000	69,4	2,7	13,2	3,7	49,8	44,3	22,0	12,5	9,8	25,1
2001	68,3	2,8	12,4	4,0	49,2	42,1	20,6	11,2	10,3	26,3
2002	68,1	2,7	11,8	4,5	49,1	40,2	19,3	10,7	10,1	28,0
2003	69,1	2,0	12,3	5,0	49,7	39,4	19,4	11,2	8,8	29,8
2004	69,5	2,2	11,9	5,0	50,5	37,5	18,4	10,8	8,4	32,0
2005	70,3	2,4	11,8	4,7	51,4	35,5	17,3	10,9	7,2	34,8
2006	68,6	2,5	11,4	4,1	50,7	32,9	17,6	8,4	6,9	35,7

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
1997	74,1	62,1	6,0	5,4	0,6	9,4	64,7	8,4	18,1	25,3	30,7	72,1	2,0
1998	72,8	61,1	6,1	5,3	0,4	8,1	64,6	7,5	15,4	26,4	30,9	70,9	1,8
1999	72,0	60,4	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	6,6	13,6	27,9	30,5	69,8	2,1
2000	69,4	58,2	5,9	4,9	0,4	6,5	62,9	5,8	13,4	27,9	28,1	67,5	1,9
2001	68,3	57,1	6,1	4,8	0,4	7,0	61,4	4,9	13,7	26,6	28,0	66,7	1,7
2002	68,1	56,7	6,3	4,8	0,4	7,6	60,5	4,9	15,3	25,0	27,8	66,7	1,5
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,4	4,8	14,7	25,8	28,6	68,0	1,1
2004	69,5	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,6	14,7	26,2	28,7	68,5	1,1
2005	70,3	57,8	6,7	5,3	0,5	7,9	62,4	4,6	14,9	25,7	29,7	69,1	1,2
2006	68,6	56,1	6,6	5,4	0,6	7,5	61,2	4,5	14,4	24,8	29,5	67,7	0,9

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
2003	98,6	63,8	31,1	97,9	48,7	62,9	104,3	68,9	6,3	69,3	52,0	64,6	56,9	27,9	44,3
2004	94,2	65,6	29,5	98,6	46,2	64,9	103,8	70,2	6,4	72,7	52,4	63,8	58,3	27,6	44,1
2005	92,2	67,8	27,4	98,0	43,0	66,7	106,2	69,1	6,2	70,8	52,3	63,4	63,7	27,4	41,4
2006	88,2	67,5	25,1	95,3	39,7	64,2	106,8	65,2	6,6	64,7	47,9	61,7	64,8	27,1	39,2

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-13. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreeedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	1,8	2,2	-0,3	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,8	2,8	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,6	-0,2	-0,2	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,6	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	0,1	-0,1	0,0	0,3	0,2	-0,1	2,6	-0,7	-0,4	0,5	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,6	-1,0	1,0	-2,1	2,5

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ¹⁰⁾
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,1	-0,4	-0,7	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,2
2006	1,5	-1,6	-0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,5

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-13 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 2001.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2001 III	43,4	43,1	11,6	12,4	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,7
IV	49,2	48,7	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 I	41,9	41,5	10,1	12,7	15,4	1,7	0,8	0,4	0,2	38,5
II	45,6	45,1	12,6	12,7	15,5	2,0	1,6	0,5	0,3	41,1
III	43,5	43,1	11,2	12,8	15,5	1,9	0,8	0,4	0,3	39,6
IV	49,2	48,6	13,4	14,1	16,3	3,0	0,9	0,6	0,3	44,1
2003 I	41,9	41,4	9,7	12,8	15,6	1,7	0,7	0,5	0,2	38,3
II	45,9	44,4	12,0	12,7	15,7	2,0	1,3	1,5	1,2	41,6
III	42,8	42,3	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,2
IV	49,2	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 I	41,4	40,9	9,5	12,8	15,3	1,7	0,7	0,4	0,3	38,0
II	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	0,9	0,8	0,6	41,0
III	42,6	42,1	10,6	12,6	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
IV	49,2	48,3	13,0	14,4	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	43,9
2005 I	42,0	41,5	9,9	12,9	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
II	44,7	44,1	11,9	13,3	15,2	2,0	1,0	0,6	0,3	40,7
III	43,3	42,6	11,0	12,9	15,2	1,9	0,8	0,7	0,3	39,4
IV	49,4	48,6	13,4	14,3	16,1	3,0	0,9	0,8	0,3	44,2
2006 I	42,6	42,1	10,2	13,3	15,2	1,7	0,8	0,5	0,3	39,0
II	45,9	45,4	12,6	13,6	15,3	2,0	1,2	0,5	0,3	41,8
III	43,6	43,1	11,4	12,9	15,3	1,9	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	49,9	49,3	14,2	14,4	16,0	2,9	0,9	0,7	0,3	44,9
2007 I	42,4	42,0	10,4	13,4	14,9	1,7	0,9	0,4	0,3	39,0
II	46,3	45,9	13,1	13,7	15,2	1,9	1,2	0,5	0,3	42,2
III	43,8	43,4	12,1	12,8	15,0	1,9	0,8	0,5	0,3	40,2

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital				
2001 III	46,1	42,4	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,2
IV	51,2	46,3	11,0	5,7	3,6	26,0	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-2,1	1,5
2002 I	46,2	42,8	10,3	4,3	3,7	24,5	21,2	1,3	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,7
II	46,7	43,2	10,3	4,9	3,6	24,4	21,2	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,0	2,5
III	46,8	43,2	10,0	4,7	3,5	24,9	21,5	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
IV	50,9	46,5	11,1	5,7	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
2003 I	46,8	43,3	10,3	4,5	3,5	25,0	21,5	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,0	-1,5
II	47,3	43,7	10,4	4,8	3,4	25,2	21,7	1,3	3,6	2,3	1,2	-1,4	2,0
III	47,0	43,3	10,2	4,8	3,3	25,0	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,2	-0,9
IV	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,4	43,1	10,3	4,6	3,2	25,0	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,1	-1,9
II	46,5	43,2	10,4	4,9	3,1	24,8	21,5	1,2	3,3	2,3	1,0	-1,5	1,6
III	46,0	42,6	9,9	4,7	3,2	24,9	21,5	1,3	3,4	2,5	1,0	-3,4	-0,3
IV	50,7	45,8	11,0	5,7	3,0	26,1	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,5	1,5
2005 I	46,9	43,2	10,3	4,7	3,1	25,2	21,4	1,2	3,7	1,9	1,9	-4,9	-1,8
II	46,4	43,0	10,2	5,0	3,2	24,6	21,4	1,1	3,4	2,4	1,1	-1,7	1,5
III	45,8	42,3	9,9	4,8	2,9	24,7	21,4	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,5	0,4
IV	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,2	22,7	1,4	4,8	3,1	1,7	-1,3	1,5
2006 I	45,6	42,4	10,1	4,5	3,0	24,9	21,3	1,2	3,1	1,9	1,3	-3,0	0,0
II	46,0	42,6	10,3	4,9	3,1	24,3	21,3	1,1	3,3	2,4	1,0	-0,1	3,0
III	46,2	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,2	1,2	4,2	2,5	1,8	-2,6	0,3
IV	50,7	45,3	10,7	5,9	2,7	26,0	22,4	1,4	5,4	3,2	2,2	-0,8	1,9
2007 I	44,6	41,4	9,9	4,5	2,9	24,1	20,6	1,1	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
II	45,0	41,7	10,0	4,9	3,1	23,8	20,8	1,0	3,3	2,4	0,9	1,3	4,4
III	44,6	41,2	9,6	4,6	2,9	24,0	20,8	1,2	3,5	2,5	0,9	-0,8	2,1

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

1) Los datos se refieren al Euro-13. 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

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero¹⁾

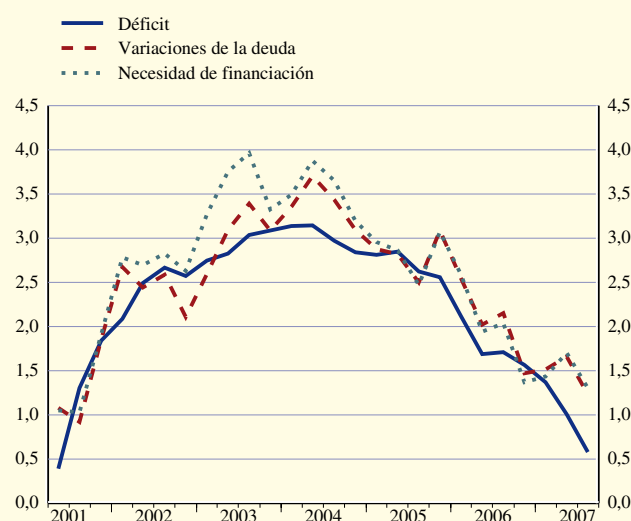
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2004 IV	69,5	2,2	11,9	5,0	50,5
2005 I	70,9	2,2	11,9	5,2	51,5
II	71,6	2,3	11,7	5,2	52,4
III	71,1	2,4	11,8	5,2	51,8
IV	70,3	2,4	11,8	4,7	51,4
2006 I	70,7	2,5	11,7	4,9	51,5
II	70,8	2,5	11,6	4,9	51,8
III	70,3	2,5	11,6	4,7	51,4
IV	68,6	2,5	11,4	4,1	50,7
2007 I	68,9	2,4	11,4	4,8	50,3
II	69,1	2,2	11,1	5,1	50,7
III	68,1	2,1	11,0	5,2	49,8

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Deficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7				Acciones y otras participaciones 8
2004 IV	-3,0	-1,5	-4,5	-3,3	-2,6	0,1	-0,2	-0,6	0,0	-1,2	-3,0
2005 I	7,3	-4,9	2,4	2,4	1,3	0,3	0,3	0,4	0,0	0,0	7,3
II	5,4	-1,7	3,7	3,3	2,5	0,0	0,3	0,5	0,1	0,3	5,3
III	0,6	-2,5	-2,0	-2,4	-2,3	0,0	0,3	-0,4	0,0	0,4	0,5
IV	-0,6	-1,3	-1,9	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-1,4	-0,5
2006 I	4,9	-3,0	1,9	1,3	1,0	0,1	0,6	-0,5	-0,3	0,9	5,1
II	3,3	-0,1	3,2	3,2	2,5	0,1	0,4	0,2	0,6	-0,6	2,7
III	1,2	-2,6	-1,4	-0,9	-0,7	-0,1	0,1	-0,1	0,2	-0,7	1,0
IV	-3,1	-0,8	-3,8	-2,1	-1,2	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-1,6	-2,9
2007 I	4,8	-2,1	2,7	1,8	1,0	0,2	0,6	0,0	-0,3	1,2	5,2
II	3,8	1,3	5,1	4,8	4,1	0,0	0,5	0,2	0,1	0,2	3,7
III	-0,5	-0,8	-1,3	-1,8	-2,2	0,1	0,3	0,0	0,0	0,5	-0,6

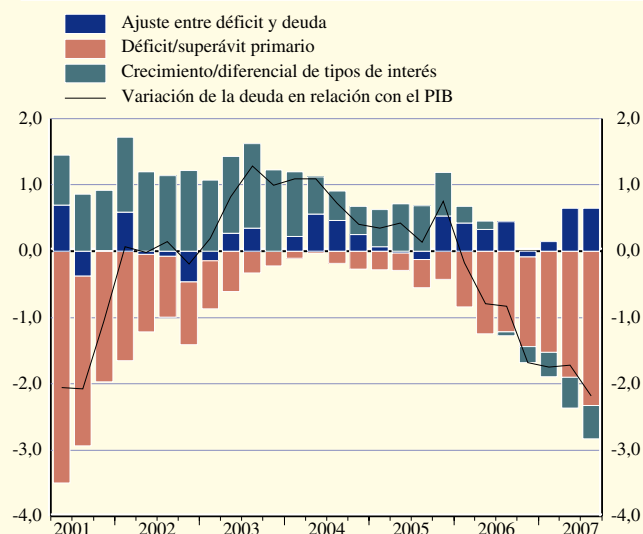
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

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



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

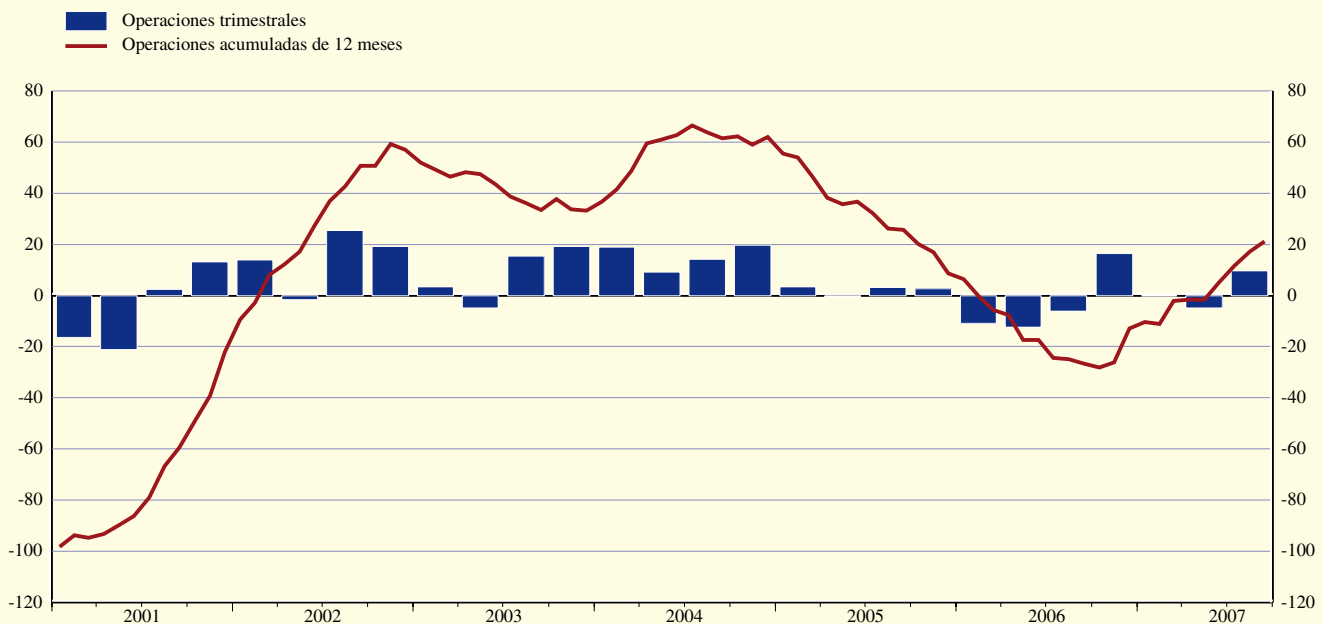
7.1 Resumen de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; operaciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera					Errores y omisiones	
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones		Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	62,0	102,9	28,7	-9,7	-59,9	16,4	78,4	-16,8	-66,8	72,1	-8,3	-26,2	12,5	-61,7
2005	8,5	47,9	31,6	1,9	-72,9	11,3	19,9	24,2	-208,8	141,3	-16,4	90,1	18,0	-44,1
2006	-12,9	23,0	35,1	6,1	-77,1	9,1	-3,7	118,0	-136,4	276,4	2,5	-23,2	-1,3	-114,3
2006 III	-6,1	6,7	10,2	1,3	-24,3	2,2	-3,9	41,3	-41,5	21,1	12,6	52,2	-3,2	-37,5
IV	16,4	16,9	7,6	7,3	-15,4	4,6	21,0	-42,2	-52,5	116,9	-2,7	-101,4	-2,4	21,2
2007 I	-0,2	8,6	7,8	4,7	-21,2	5,0	4,8	4,7	-14,6	129,8	-16,4	-92,5	-1,6	-9,5
II	-4,9	20,1	12,6	-21,1	-16,5	2,4	-2,4	23,6	-66,8	72,4	-23,2	45,4	-4,2	-21,2
III	9,8	18,5	14,4	2,1	-25,2	1,2	11,0	90,6	-37,8	76,2	-32,5	88,2	-3,6	-101,6
2006 Nov	1,4	6,9	1,6	0,3	-7,4	0,7	2,2	-10,6	-13,7	57,6	-2,9	-51,0	-0,6	8,4
Dic	14,5	4,8	3,5	5,9	0,2	3,3	17,8	-32,9	-24,6	24,3	-5,5	-25,3	-1,9	15,1
2007 Ene	-3,7	-4,2	1,1	1,1	-1,7	2,2	-1,4	42,7	-13,8	42,7	-4,2	20,9	-3,0	-41,2
Feb	-3,6	2,6	2,9	3,0	-12,1	1,1	-2,4	2,0	-3,2	22,9	-7,9	-9,3	-0,5	0,5
Mar	7,1	10,1	3,8	0,6	-7,4	1,6	8,7	-39,9	2,4	64,2	-4,3	-104,1	1,9	31,2
Abr	-4,6	4,5	3,2	-4,6	-7,7	0,6	-4,0	41,2	-8,4	1,1	-9,9	59,9	-1,5	-37,2
May	-12,7	4,3	3,4	-15,4	-5,1	1,8	-10,9	-3,7	-26,3	3,2	-2,9	23,0	-0,7	14,6
Jun	12,4	11,3	6,0	-1,1	-3,8	0,0	12,4	-13,9	-32,1	68,1	-10,4	-37,6	-1,9	1,5
Jul	4,8	7,9	4,8	-0,2	-7,7	0,8	5,6	45,9	-0,7	25,4	-12,9	37,0	-2,9	-51,4
Ago	0,4	4,0	3,6	1,1	-8,3	0,1	0,5	58,6	0,3	1,9	-8,4	63,9	1,0	-59,1
Sep	4,6	6,5	6,1	1,2	-9,2	0,3	4,9	-13,9	-37,4	48,9	-11,1	-12,6	-1,6	9,0
Oct	3,9	8,7	3,1	2,3	-10,3	1,2	5,1	-80,6	21,3	-56,1	-6,9	-38,3	-0,5	75,5
Nov	1,0	5,1	2,0	1,0	-7,0	1,1	2,2	-11,7	11,0	10,2	-33,2	0,1	0,2	9,5
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2007 Nov	24,0	65,8	43,4	-5,1	-80,0	14,4	38,4	-6,3	-111,5	256,8	-117,7	-22,4	-11,5	-32,1

C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

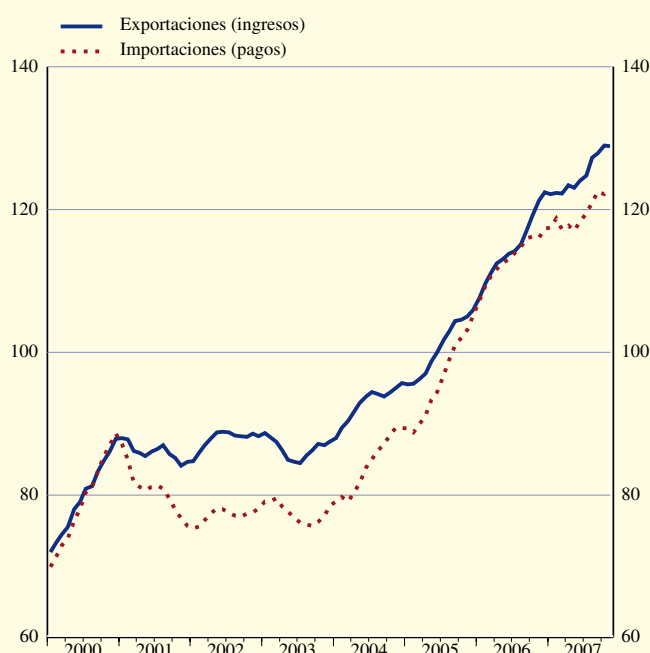
(mm de euros; operaciones)

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

	Cuenta corriente													Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes				Ingresos	Pagos
	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	
2004	1.864,7	1.802,7	62,0	1.127,6	1.024,7	363,9	335,2	291,3	301,0	81,9	5,3	141,7	11,7	24,4	8,0
2005	2.071,2	2.062,6	8,5	1.222,2	1.174,2	399,7	368,2	364,2	362,3	85,1	5,3	158,0	13,1	24,1	12,8
2006	2.368,9	2.381,7	-12,9	1.392,0	1.369,0	426,1	391,0	463,9	457,8	86,9	5,3	164,0	15,5	23,7	14,5
2006 III	586,2	592,3	-6,1	343,3	336,6	114,0	103,8	113,1	111,8	15,8	1,5	40,1	3,9	4,5	2,3
IV	639,7	623,3	16,4	374,8	357,9	109,3	101,6	127,6	120,3	28,1	1,4	43,5	4,4	8,8	4,2
2007 I	615,8	616,0	-0,2	361,3	352,8	105,3	97,5	122,4	117,7	26,7	1,4	48,0	4,6	7,8	2,8
II	646,6	651,5	-4,9	373,3	353,2	115,0	102,4	139,7	160,8	18,6	1,6	35,1	4,9	4,9	2,5
III	650,8	641,1	9,8	375,3	356,8	126,2	111,8	133,5	131,4	15,9	1,7	41,1	5,2	4,1	2,8
2007 Sep	217,6	213,0	4,6	126,4	119,9	40,5	34,5	45,9	44,7	4,7	.	13,9	.	1,2	0,9
Oct	230,7	226,8	3,9	140,5	131,8	41,0	37,8	44,9	42,6	4,3	.	14,6	.	2,0	0,8
Nov	223,3	222,2	1,0	136,4	131,3	37,1	35,1	44,6	43,7	5,1	.	12,2	.	2,2	1,1
	Datos desestacionalizados														
2006 III	598,1	607,4	-9,3	351,3	347,9	106,4	98,1	119,4	119,7	21,0	.	41,7	.	.	.
IV	621,9	619,6	2,3	367,3	351,8	108,8	100,1	123,5	123,9	22,2	.	43,8	.	.	.
2007 I	630,4	622,5	7,9	366,7	351,6	114,5	102,7	126,6	128,1	22,6	.	40,1	.	.	.
II	642,4	638,1	4,3	372,0	354,9	115,4	105,9	132,7	137,1	22,3	.	40,2	.	.	.
III	663,6	656,0	7,6	383,5	367,5	117,6	105,2	141,0	140,7	21,4	.	42,6	.	.	.
2007 Jun	219,5	214,0	5,5	126,7	119,4	39,0	35,7	46,3	46,7	7,5	.	12,2	.	.	.
Jul	219,2	215,4	3,8	125,9	121,7	38,4	35,0	47,2	44,8	7,7	.	13,9	.	.	.
Ago	222,0	218,9	3,2	129,1	121,9	39,6	35,4	46,3	47,1	7,0	.	14,5	.	.	.
Sep	222,3	221,7	0,6	128,6	123,9	39,6	34,9	47,5	48,7	6,7	.	14,1	.	.	.
Oct	221,6	218,4	3,1	129,2	120,7	38,8	36,0	47,7	45,5	5,9	.	16,3	.	.	.
Nov	220,6	219,9	0,7	128,8	124,0	38,9	35,7	47,4	47,2	5,5	.	12,9	.	.	.

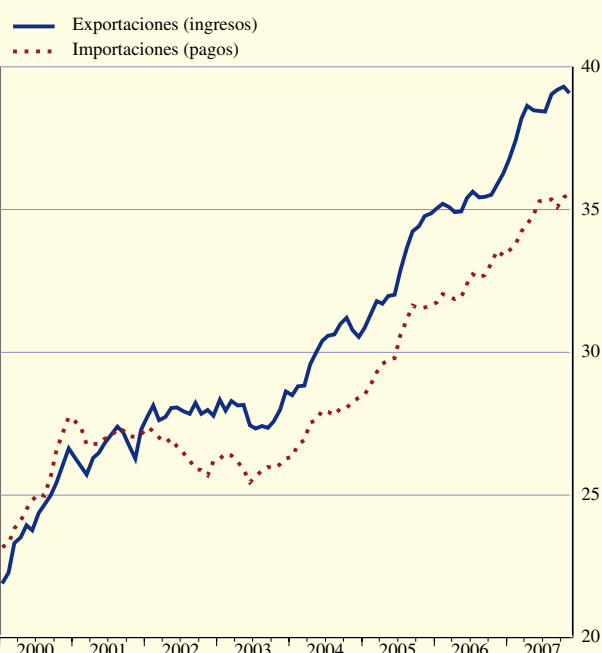
C31 Bienes

(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	
2004	15,3	7,6	275,9	293,4	99,6	37,1	78,4	31,4	12,8	12,6	23,8	54,2	72,6	75,6	67,2	72,6
2005	15,4	9,2	348,8	353,1	127,0	32,1	89,1	-10,2	14,2	13,6	31,7	69,6	82,1	80,4	93,9	100,4
2006	16,0	9,9	447,8	447,9	151,4	27,0	94,2	40,3	18,5	16,7	39,0	99,0	101,5	87,2	137,4	150,9
2006 III	4,0	3,0	109,2	108,8	34,9	13,3	23,4	13,0	4,6	4,2	8,7	21,5	26,3	21,2	34,8	38,6
IV	4,2	2,6	123,4	117,8	42,5	7,6	26,2	9,1	5,2	5,0	8,2	19,1	27,9	23,4	39,6	44,1
2007 I	4,0	1,9	118,5	115,8	34,4	15,6	22,5	6,5	5,1	4,9	9,6	18,2	27,8	25,4	41,6	44,8
II	4,0	2,5	135,6	158,3	38,8	4,1	23,0	2,1	5,7	4,8	16,0	52,9	28,7	28,3	46,4	49,4
III	4,2	3,1	129,3	128,3	36,2	14,7	22,1	12,0	5,5	5,1	11,0	23,9	30,8	26,8	45,8	50,4

3. Desagregación geográfica (operaciones acumuladas)

IV 2006 a III 2007	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dina-marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Ingresos																
Cuenta corriente	2.552,9	977,0	53,7	84,0	501,7	277,3	60,2	29,9	33,9	72,6	28,3	56,1	86,5	164,9	401,2	702,5
Bienes	1.484,7	541,5	33,8	54,5	232,9	220,2	0,0	17,1	18,2	59,2	21,8	34,5	65,1	84,5	198,3	444,5
Servicios	455,7	165,0	9,5	12,3	109,2	28,2	5,9	4,5	6,7	10,1	4,9	10,6	9,4	44,9	79,8	119,9
Renta	523,2	205,3	10,0	16,5	146,1	26,3	6,4	8,1	8,3	3,1	1,7	10,8	11,9	29,6	115,2	129,3
Rentas de la inversión	506,9	199,8	9,9	16,4	144,4	26,1	3,0	8,1	8,2	3,1	1,7	10,7	11,8	23,1	113,8	126,7
Transferencias corrientes	89,3	65,2	0,5	0,7	13,5	2,7	47,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,3	0,1	5,9	7,9	8,7
Cuenta de capital	25,6	21,0	0,0	0,0	0,9	0,1	19,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,1	0,4	0,9	2,7
Pagos																
Cuenta corriente	2.531,9	837,4	42,0	76,8	406,0	216,0	96,5	-	27,7	-	-	92,6	-	159,6	363,5	-
Bienes	1.420,7	420,2	28,2	49,5	171,3	171,2	0,0	23,1	12,6	159,3	17,9	55,0	85,4	73,5	135,3	438,4
Servicios	413,3	134,3	7,9	10,0	86,2	30,1	0,1	4,0	6,4	9,2	3,4	7,8	7,5	32,9	87,5	120,3
Renta	530,2	178,7	5,5	16,5	138,2	10,8	7,7	-	6,9	-	-	29,4	-	47,5	134,2	-
Rentas de la inversión	520,2	172,7	5,4	16,4	136,9	6,3	7,7	-	6,7	-	-	29,3	-	47,1	133,2	-
Transferencias corrientes	167,6	104,2	0,4	0,9	10,4	3,9	88,7	1,4	1,9	2,1	0,6	0,4	0,5	5,6	6,5	44,4
Cuenta de capital	12,3	1,8	0,0	0,1	0,9	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,7	1,7	7,5
Neto																
Cuenta corriente	21,0	139,6	11,7	7,2	95,7	61,3	-36,3	-	6,2	-	-	-36,5	-	5,3	37,7	-
Bienes	64,0	121,3	5,6	5,0	61,6	49,0	0,0	-6,0	5,6	11,0	3,9	-20,5	-20,3	11,0	63,0	6,1
Servicios	42,4	30,7	1,5	2,3	23,0	-2,0	5,8	0,5	0,3	0,9	1,4	2,7	1,9	12,0	-7,7	-0,4
Renta	-7,1	26,7	4,5	0,0	8,0	15,5	-1,3	-	1,5	-	-	-18,6	-	-18,0	-19,0	-
Rentas de la inversión	-13,3	27,0	4,5	0,0	7,5	19,8	-4,7	-	1,5	-	-	-18,6	-	-24,0	-19,5	-
Transferencias corrientes	-78,3	-39,1	0,1	-0,1	3,1	-1,2	-40,9	-1,2	-1,2	-1,9	-0,6	-0,1	-0,3	0,3	1,4	-35,6
Cuenta de capital	13,3	19,3	0,0	-0,1	0,0	-0,2	19,5	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,4	0,0	-0,3	-0,9	-4,8

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

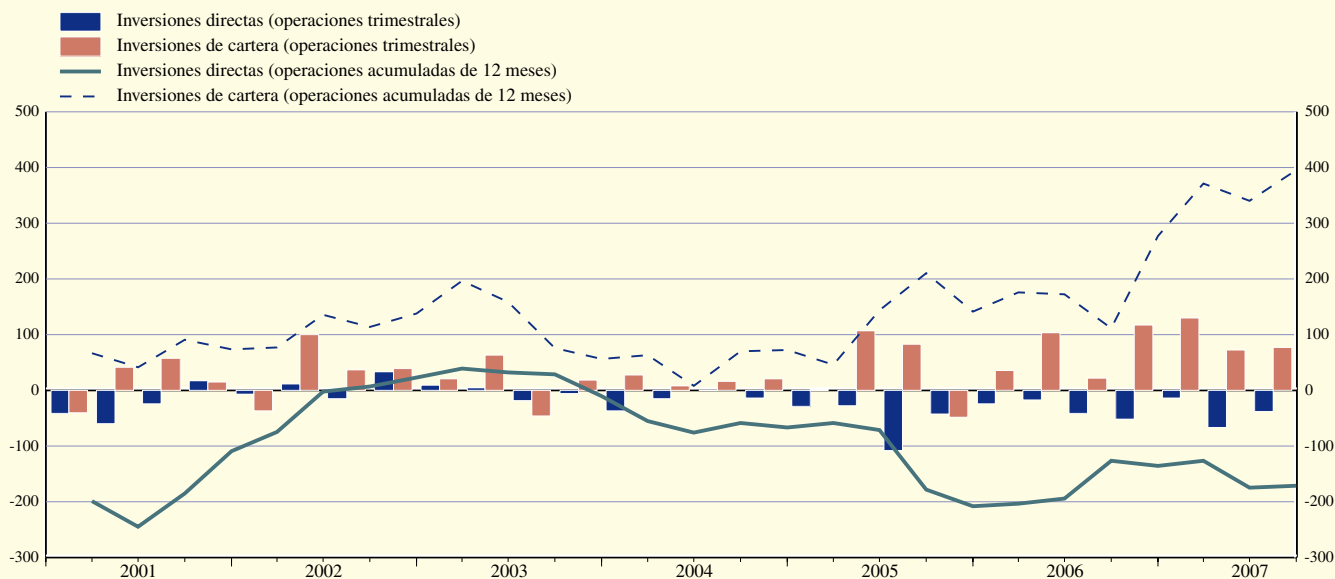
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual, saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones durante el período)

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro							
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2005	2.809,4	2.290,8	178,0	2.112,8	518,6	4,2	514,4	2.447,6	1.841,2	55,2	1.786,0	606,5	8,4	598,0
2006	3.075,9	2.510,5	211,2	2.299,3	565,4	3,6	561,7	2.658,8	2.039,8	59,8	1.980,1	619,0	7,8	611,1
2007 II	3.318,0	2.680,1	228,2	2.451,8	638,0	7,6	630,3	2.798,1	2.144,3	57,3	2.087,0	653,7	13,4	640,3
III	3.374,0	2.729,8	240,5	2.489,3	644,2	7,1	637,2	2.876,9	2.200,5	57,8	2.142,8	676,4	13,7	662,7
Operaciones														
2005	355,4	296,6	12,1	284,5	58,8	0,2	58,6	146,7	116,8	1,0	115,9	29,9	-0,3	30,2
2006	334,3	265,2	35,4	229,8	69,1	0,0	69,0	197,9	172,3	4,9	167,5	25,6	0,1	25,5
2006 IV	74,0	50,9	15,9	35,1	23,1	0,6	22,5	21,5	16,6	0,9	15,8	4,9	-0,1	4,9
2007 I	92,0	59,6	4,7	54,9	32,4	-2,1	34,5	77,4	48,3	0,9	47,4	29,1	-0,8	29,9
II	111,6	88,5	5,9	82,6	23,0	1,5	21,6	44,7	47,0	-1,0	47,9	-2,3	0,9	-3,2
III	109,4	75,5	15,5	60,1	33,9	-0,6	34,4	71,6	43,2	0,6	42,6	28,5	0,3	28,1
2007 Jul	24,7	18,1	1,2	16,9	6,6	-0,6	7,2	24,0	14,9	0,2	14,6	9,2	-0,3	9,5
Ago	27,9	18,6	3,2	15,4	9,3	-0,7	10,0	28,3	11,8	0,0	11,8	16,5	-0,3	16,8
Sep	56,8	38,8	11,1	27,7	18,0	0,8	17,2	19,3	16,5	0,4	16,1	2,8	1,0	1,8
Oct	24,0	24,2	-12,1	36,3	-0,2	-0,6	0,4	45,3	30,1	0,2	29,9	15,2	-0,2	15,4
Nov	18,2	9,8	2,3	7,4	8,4	-0,8	9,2	29,1	6,9	0,4	6,6	22,2	0,4	21,8
Tasas de crecimiento														
2005	14,9	15,3	8,0	15,9	13,4	-0,5	13,5	6,5	7,0	1,9	7,1	5,1	-4,5	5,2
2006	12,1	11,8	20,5	11,0	13,5	-2,2	13,6	8,1	9,4	8,9	9,4	4,3	-0,3	4,3
2007 I	12,7	11,6	21,8	10,7	17,7	-55,5	18,1	9,3	9,6	7,5	9,7	8,4	-9,4	8,6
II	12,2	11,2	20,5	10,5	16,4	-47,7	16,7	6,9	7,2	4,4	7,3	6,0	-11,7	6,2
III	12,9	11,2	21,4	10,3	20,6	-38,5	20,8	8,2	7,7	2,4	7,8	9,8	-1,4	9,9

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											
		Total		IFM		No IFM		Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
		1	2	3	4	5	6	7	IFM		No IFM		12	IFM		No IFM	
									Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema	AAPP		Euro-sistema	AAPP		
8	9	10	11	13	14	15	16										
Saldos vivos (operaciones de inversión internacional)																	
2005	3.876,6	1.725,0	102,5	3,0	1.622,5	27,2	1.835,6	701,1	8,6	1.134,5	11,6	316,0	262,8	0,8	53,2	0,4	
2006	4.441,3	2.012,0	122,2	2,8	1.889,8	37,0	2.051,5	829,5	10,8	1.222,0	13,4	377,8	310,6	8,7	67,2	0,3	
2007 II	4.812,7	2.176,9	152,1	3,0	2.024,8	41,4	2.207,1	921,4	11,2	1.285,7	14,7	428,6	339,6	8,1	89,0	10,4	
III	4.820,4	2.180,4	140,9	2,8	2.039,5	42,3	2.238,1	920,9	11,5	1.317,1	15,5	402,0	315,7	8,1	86,3	10,1	
Operaciones																	
2005	412,1	134,3	14,4	0,1	119,9	3,5	260,4	117,2	0,7	143,2	0,8	17,4	14,4	-0,1	2,9	-0,1	
2006	535,0	156,3	18,1	0,0	138,2	6,2	309,5	171,7	2,6	137,8	1,1	69,2	56,6	8,0	12,6	-0,1	
2007 I	147,4	17,6	19,0	0,0	-1,4	0,8	93,8	51,2	0,7	42,6	1,2	36,0	22,6	-0,7	13,4	5,5	
II	153,0	12,0	4,9	0,0	7,1	1,5	116,5	66,0	0,3	50,5	0,5	24,5	13,4	0,1	11,1	4,5	
III	34,0	7,8	-8,1	0,0	15,9	2,0	43,7	12,7	0,4	31,0	0,9	-17,4	-14,1	0,0	-3,4	-0,3	
2007 Jul	46,9	8,5	-1,5	0,0	9,9	.	25,1	19,6	0,5	5,6	.	13,3	9,7	0,0	3,6	.	
Ago	-5,8	1,2	-9,5	0,0	10,7	.	14,0	0,0	0,0	14,0	.	-21,0	-10,5	-0,1	-10,5	.	
Sep	-7,1	-1,9	2,8	0,0	-4,7	.	4,6	-6,8	-0,1	11,4	.	-9,7	-13,3	0,1	3,5	.	
Oct	68,2	9,6	9,3	0,0	0,3	.	32,5	12,9	0,3	19,6	.	26,1	27,6	0,0	-1,5	.	
Nov	33,3	12,1	6,4	0,0	5,7	.	25,9	22,3	0,5	3,6	.	-4,7	4,1	-0,4	-8,8	.	
Tasas de crecimiento																	
2005	13,0	9,8	18,1	6,1	9,3	19,7	17,0	20,8	9,1	14,7	8,0	6,0	6,1	-6,6	4,3	-8,3	
2006	13,9	9,1	18,1	0,9	8,5	21,8	17,2	25,1	31,1	12,4	10,1	22,1	22,5	1.022,8	22,9	-20,5	
2007 II	14,0	5,1	35,7	0,2	3,3	15,2	19,6	28,7	56,9	13,8	23,6	33,6	30,7	12,3	46,7	56,2	
III	11,2	3,6	29,4	0,1	2,1	17,3	17,5	21,9	53,4	14,6	28,6	18,8	14,4	11,3	39,5	162,0	

4. Inversiones de cartera: pasivos

	Total	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones									
		Total		IFM		Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario					
		1	2	3	4	5	6	7	No IFM		9	10	11	12
									AAPP	AAPP				
8	9	10	11	12										
Saldos vivos (operaciones de inversión internacional)														
2005	5.110,5	2.434,4	533,6	1.900,8	2.371,1	725,9	1.645,2	1.176,1	304,9	106,8	198,1	158,5		
2006	5.965,2	2.932,5	671,1	2.261,4	2.738,8	848,3	1.890,4	1.254,6	293,9	124,0	170,0	138,6		
2007 II	6.629,5	3.314,8	803,4	2.511,4	2.969,7	951,6	2.018,1	1.272,4	345,0	143,8	201,2	184,5		
III	6.684,7	3.319,9	808,6	2.511,2	3.004,0	979,6	2.024,4	1.273,0	360,8	142,6	218,2	193,3		
Operaciones														
2005	553,4	263,0	-	-	237,1	-	-	-	53,3	-	-	-		
2006	811,4	309,2	97,4	212,1	500,1	215,1	286,4	151,2	2,1	28,3	-26,8	-19,3		
2007 I	277,2	113,5	56,1	57,4	141,8	62,3	79,5	28,4	21,9	5,8	16,1	22,3		
II	225,4	71,2	16,6	54,6	117,4	44,7	72,7	48,4	36,8	15,0	21,8	19,9		
III	110,2	43,7	23,0	20,7	52,6	26,7	25,8	25,4	14,0	2,7	11,2	12,2		
2007 Jul	72,3	49,3	.	.	24,0	.	.	.	-0,9	.	.	.		
Ago	-3,9	-24,5	.	.	14,7	.	.	.	5,9	.	.	.		
Sep	41,8	18,9	.	.	13,9	.	.	.	9,0	.	.	.		
Oct	12,1	2,7	.	.	20,7	.	.	.	-11,3	.	.	.		
Nov	43,5	-3,0	.	.	54,0	.	.	.	-7,5	.	.	.		
Tasas de crecimiento														
2005	13,1	13,6	.	.	11,2	.	.	.	23,7	.	.	.		
2006	16,0	12,6	18,1	11,0	21,8	31,6	17,8	13,3	0,7	27,5	-13,2	-12,0		
2007 I	16,0	11,1	22,6	8,0	23,3	36,2	18,1	12,2	2,3	22,3	-8,5	-3,4		
II	16,7	12,1	22,5	9,2	21,5	34,5	16,2	11,5	18,5	41,7	6,1	13,7		
III	15,4	11,0	18,1	8,9	19,5	28,2	15,7	12,9	21,7	35,5	13,8	21,1		

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones 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)																
2003	306,7	130,0	393,543	4,4	23,3	149,0	10,0	30,4	107,9	1,0	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
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 II	325,3	172,8	358,768	4,7	4,3	143,5	5,7	27,7	110,1	0,2	85,4	24,5	0,0	0,0	26,6	-24,6
III	340,5	187,0	356,925	4,7	3,8	144,9	7,5	27,5	109,6	0,3	85,8	23,5	0,4	0,0	26,2	-26,8
2007 Oct	346,6	194,4	355,749	4,6	3,7	143,9	6,7	26,6	110,1	-	-	-	0,5	0,0	26,0	-26,4
Nov	339,2	188,6	355,291	4,6	3,5	142,4	8,5	23,1	110,4	-	-	-	0,5	0,0	26,8	-25,5
Dic	347,4	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	-	-	-	0,5	0,0	45,0	-38,6
Operaciones																
2004	-12,5	-1,2	-	-0,5	-4,0	-6,8	2,9	-3,3	-6,6	-0,5	-18,3	12,2	0,1	0,0	-	-
2005	-18,0	-3,9	-	0,2	-8,6	-5,7	-0,2	-7,2	1,6	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-
2006	1,3	-4,2	-	0,5	-5,2	10,2	-6,1	2,7	13,7	0,0	19,4	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007 I	1,6	-0,4	-	0,0	-0,8	2,9	-1,4	5,0	-0,7	-0,4	5,8	-6,1	0,0	0,0	-	-
II	4,2	-0,7	-	0,1	0,5	4,2	0,8	0,3	3,1	0,1	2,3	0,7	0,0	0,0	-	-
III	3,6	-1,2	-	0,1	-0,3	4,9	2,0	0,9	2,1	0,1	2,3	-0,2	0,0	0,0	-	-
Tasas de crecimiento																
2004	-4,1	-0,9	-	-10,4	-17,0	-4,6	30,2	-10,7	-6,1	-46,6	-22,4	45,1	-55,8	-	-	-
2005	-5,9	-2,8	-	4,4	-44,6	-4,1	-2,0	-25,3	1,5	2,2	7,1	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,3	-2,4	-	11,6	-49,0	7,7	-48,4	12,7	13,4	0,0	29,2	-15,4	-73,2	-	-	-
2007 I	2,7	-2,1	-	12,6	-37,2	11,2	-21,7	10,2	13,5	-75,1	30,9	-21,9	-81,3	-	-	-
II	3,5	-1,7	-	15,6	-34,3	12,5	5,8	26,1	9,9	-52,6	22,1	-17,8	-69,2	-	-	-
III	3,6	-1,9	-	10,7	-32,6	12,5	74,6	15,1	9,2	-29,8	18,8	-14,6	-86,9	-	-	-

Fuente: BCE.

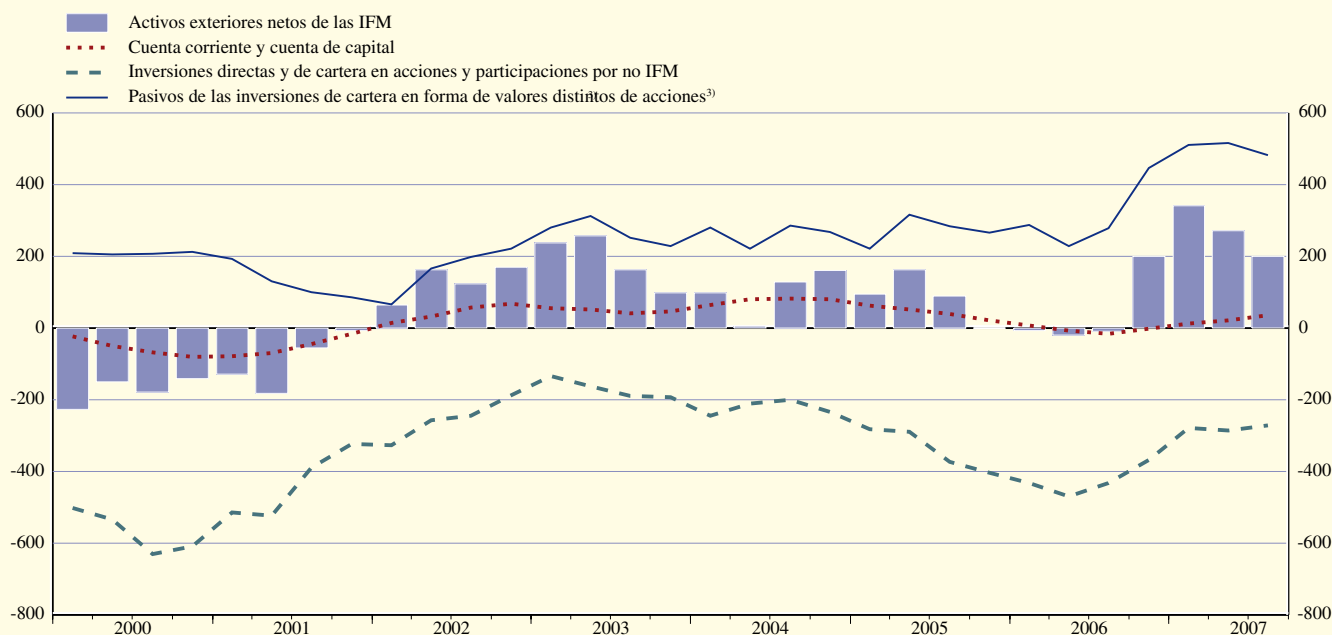
7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3										Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3	
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones		Total de las columnas 1 a 10
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y partici- paciones ²⁾	Valores distintos de acciones ³⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	80,3	-141,8	95,5	-197,3	119,9	267,5	-51,0	30,6	-8,3	-61,2	134,1	161,2
2005	21,5	-343,2	147,1	-265,6	220,0	266,7	-170,7	167,0	-16,4	-43,9	-17,7	0,0
2006	-1,6	-298,8	197,8	-288,1	248,3	446,4	-194,2	183,7	2,5	-115,0	181,1	200,1
2006 III	-3,2	-67,4	36,3	-52,9	26,8	81,4	-20,5	26,4	12,6	-37,4	2,1	2,1
IV	21,6	-57,4	21,6	-68,4	67,8	159,2	-56,8	63,5	-2,7	21,2	169,6	176,0
2007 I	4,8	-89,5	78,3	-54,6	94,8	150,8	-77,4	8,4	-16,4	-9,5	89,7	101,9
II	-2,4	-104,2	43,8	-68,7	60,4	123,9	-56,2	44,3	-23,2	-21,2	-3,5	-8,2
III	11,0	-94,5	71,3	-43,5	33,7	48,9	-148,6	185,6	-32,5	-101,6	-70,2	-69,6
2006 Nov	2,3	-11,0	1,3	-17,2	32,5	78,6	-36,8	17,0	-2,9	8,3	72,0	69,2
Dic	18,1	-28,9	12,8	-18,5	21,6	24,9	6,4	29,2	-5,5	15,7	75,7	81,0
2007 Ene	-1,4	-25,7	12,9	-16,3	39,9	45,7	-38,9	3,5	-4,2	-41,2	-25,8	-22,9
Feb	-2,4	-42,0	33,3	-22,0	41,1	44,3	-24,3	27,6	-7,9	0,5	48,0	40,5
Mar	8,7	-21,7	32,1	-16,3	13,7	60,7	-14,1	-22,6	-4,3	31,2	67,5	84,3
Abr	-4,0	-23,9	17,0	-21,3	-14,5	38,5	-10,6	24,1	-9,9	-37,2	-41,8	-40,1
May	-10,9	-43,0	19,7	-20,3	10,9	41,1	-23,1	3,4	-2,9	14,6	-10,5	-15,1
Jun	12,4	-37,2	7,1	-27,2	64,0	44,2	-22,5	16,7	-10,4	1,5	48,7	47,0
Jul	5,6	-24,1	24,4	-19,1	34,6	19,0	32,5	-0,8	-12,9	-51,4	7,7	5,8
Ago	0,5	-25,5	28,6	-14,2	-14,6	23,8	-14,0	33,4	-8,4	-59,1	-49,5	-51,1
Sep	4,9	-44,9	18,3	-10,2	13,7	6,1	-167,1	152,9	-11,1	9,0	-28,4	-24,2
Oct	5,1	-36,7	45,5	-18,4	-19,6	-10,0	-33,9	4,6	-6,9	75,5	5,1	13,8
Nov	2,2	-16,6	28,7	-0,6	0,4	55,9	-19,8	9,5	-33,2	9,5	36,0	32,2
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2007 Nov	38,7	-370,4	280,3	-204,4	191,4	394,3	-329,5	281,5	-117,7	-31,4	132,8	151,1

C34 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, veáanse las Notas Generales.
- Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.
- Excluidos valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona del euro.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-22						TCE-42	
	Nominal 1	Real, IPC 2	Real, IPRI 3	Real, deflactor del PIB 4	Real, CLUM 5	Real, CLUT 6	Nominal 7	Real, IPC 8
2005	103,3	104,2	102,5	102,3	99,2	102,0	109,7	103,7
2006	103,6	104,6	103,0	102,3	99,6	101,5	110,0	103,4
2007	107,7	108,3	106,9	.	.	.	114,2	106,6
2006 IV	104,6	105,5	104,1	103,1	99,6	101,0	111,3	104,4
2007 I	105,5	106,3	104,9	103,9	99,5	102,0	112,1	104,9
II	107,1	107,7	106,2	105,4	101,9	103,8	113,5	106,0
III	107,6	108,2	106,7	105,8	101,6	103,9	114,1	106,4
IV	110,5	111,2	109,6	.	.	.	117,0	109,0
2007 Ene	104,9	105,7	104,4	-	-	-	111,5	104,5
Feb	105,4	106,2	104,9	-	-	-	111,9	104,8
Mar	106,1	106,8	105,3	-	-	-	112,8	105,5
Abr	107,2	107,8	106,4	-	-	-	113,7	106,3
May	107,3	107,9	106,2	-	-	-	113,6	106,1
Jun	106,9	107,4	105,9	-	-	-	113,2	105,6
Jul	107,6	108,0	106,4	-	-	-	113,9	106,2
Ago	107,1	107,6	106,3	-	-	-	113,7	106,0
Sep	108,2	108,8	107,5	-	-	-	114,8	107,0
Oct	109,4	110,1	108,7	-	-	-	115,8	108,0
Nov	111,0	111,7	110,1	-	-	-	117,6	109,6
Dic	111,2	111,7	110,1	-	-	-	117,6	109,4
2008 Ene	112,0	112,4	110,6	-	-	-	118,3	110,0
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2008 Ene	0,6	0,6	0,5	-	-	-	0,6	0,5
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2008 Ene	6,7	6,3	5,9	-	-	-	6,1	5,3

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

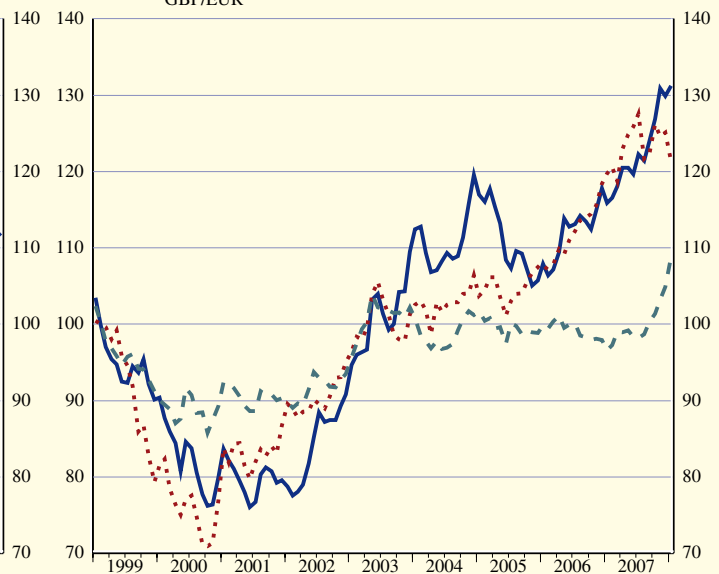
— TCE-22 nominal
 TCE-22 real deflactado por el IPC



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.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
IAPC												
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	6,6	3,8	4,0	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,9	1,7	2,3
2007 II	4,7	2,6	1,5	5,8	8,5	5,0	8,5	2,3	3,9	1,7	1,4	2,6
III	9,0	2,7	1,0	6,7	10,4	5,9	7,3	2,4	5,1	1,4	1,4	1,8
IV	11,2	4,9	2,2	9,2	13,7	7,9	7,1	3,7	6,8	2,4	2,3	2,1
2007 Ago	9,3	2,6	0,9	6,1	10,2	5,6	7,1	2,1	5,0	1,2	1,2	1,8
Sep	11,0	2,8	1,2	7,5	11,5	7,1	6,4	2,7	6,1	1,7	1,6	1,8
Oct	10,6	4,0	1,8	8,7	13,2	7,6	6,9	3,1	6,9	2,4	1,9	2,1
Nov	11,4	5,1	2,5	9,3	13,7	7,9	7,2	3,7	6,8	2,3	2,4	2,1
Dic	11,6	5,5	2,4	9,7	14,0	8,2	7,4	4,2	6,7	2,5	2,5	2,1
Déficit (-) superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB												
2004	2,3	-3,0	1,9	1,8	-1,0	-1,5	-6,5	-5,7	-1,5	-2,4	0,8	-3,4
2005	2,0	-3,5	4,6	1,9	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,4	-2,8	2,4	-3,3
2006	3,2	-2,9	4,6	3,6	-0,3	-0,6	-9,2	-3,8	-1,9	-3,7	2,5	-2,7
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB												
2004	37,9	30,4	44,0	5,1	14,5	19,4	59,4	45,7	18,8	41,4	52,4	40,4
2005	29,2	30,2	36,3	4,4	12,5	18,6	61,6	47,1	15,8	34,2	52,2	42,1
2006	22,8	30,1	30,3	4,0	10,6	18,2	65,6	47,6	12,4	30,4	47,0	43,2
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período												
2007 Jul	4,79	4,59	4,58	-	5,28	4,89	6,58	5,60	6,86	4,70	4,45	5,46
Ago	4,79	4,48	4,39	-	5,32	4,80	6,80	5,68	6,93	4,65	4,25	5,19
Sep	4,44	4,54	4,36	-	5,21	4,72	6,67	5,69	6,93	4,61	4,22	5,05
Oct	4,59	4,50	4,39	-	5,06	4,72	6,61	5,64	6,93	4,64	4,31	5,00
Nov	4,94	4,54	4,21	-	5,12	4,57	6,74	5,70	6,93	4,59	4,22	4,74
Dic	5,08	4,65	4,33	-	5,10	4,94	6,93	5,86	6,93	4,61	4,31	4,70
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período												
2007 Jul	4,69	3,07	4,42	4,73	6,66	4,97	7,87	4,78	6,92	4,34	3,78	6,02
Ago	4,80	3,28	4,66	4,94	7,99	5,25	7,83	4,91	6,69	4,33	3,96	6,42
Sep	5,25	3,46	4,85	5,21	11,06	5,59	7,72	5,09	6,82	4,32	4,22	6,65
Oct	5,59	3,55	4,84	5,22	12,75	5,93	7,60	5,13	7,25	4,33	4,37	6,27
Nov	6,32	3,73	4,82	5,36	11,69	6,50	7,51	5,36	7,71	4,35	4,61	6,41
Dic	6,56	4,05	4,92	7,23	10,78	7,07	7,63	5,67	7,93	4,31	4,74	6,36
PIB real												
2006	6,1	6,4	3,9	11,2	11,9	7,7	3,9	6,2	7,7	8,5	4,1	2,9
2007	6,1	.	.	.	.	8,7	.	.	.	.	.	3,1
2007 II	6,6	6,2	-0,1	7,6	11,0	7,6	1,6	6,6	5,6	9,3	2,9	3,2
III	4,5	6,1	1,6	6,4	10,9	11,6	1,1	5,8	5,7	9,4	2,6	3,3
IV	.	.	.	.	.	8,1	.	.	.	.	.	2,9
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB												
2005	-11,0	-1,5	4,5	-9,3	-11,2	-5,9	-6,0	-1,3	-7,9	-8,5	6,9	-2,4
2006	-15,0	-2,8	2,6	-13,2	-21,1	-9,6	-5,9	-2,6	-10,5	-7,1	6,3	-3,8
2007 I	-27,3	2,3	-2,0	-21,1	-24,4	-12,2	-4,6	-2,4	-16,9	1,0	9,4	-5,4
II	-18,9	-4,7	2,8	-11,7	-22,7	-14,6	-5,9	-4,2	-16,0	-6,9	4,8	-4,2
III	-11,3	-4,9	2,9	-13,4	-23,8	-10,2	-3,2	-1,9	-10,9	-6,6	5,5	-6,2
Costes laborales unitarios												
2005	2,4	-0,6	2,0	2,6	15,2	5,9	3,1	0,3	.	4,3	0,0	3,9
2006	4,5	1,7	1,6	8,0	14,0	8,5	.	.	.	1,7	0,4	2,6
2007 I	14,6	3,4	2,0	16,0	.	4,6	.	.	.	2,5	4,1	0,3
II	13,2	2,4	5,8	20,1	.	7,7	.	.	.	-0,4	3,7	2,4
III	16,6	3,0	4,3	20,7	.	5,9	.	.	.	0,3	2,8	2,3
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)												
2006	9,0	7,1	3,9	5,9	6,9	5,6	7,4	13,8	7,3	13,3	7,1	5,3
2007	6,9	5,3	3,7	4,9	5,9	4,3	7,2	9,6	6,7	11,2	6,1	.
2007 II	7,1	5,5	3,9	5,0	5,9	4,3	7,2	10,0	6,7	11,3	6,1	5,3
III	6,7	5,2	3,8	4,7	5,8	4,1	7,2	9,2	6,5	11,3	5,7	5,3
IV	5,9	4,8	3,2	5,2	5,4	4,0	7,3	8,4	7,0	11,0	5,7	.
2007 Ago	6,7	5,2	3,9	4,7	5,8	4,0	7,3	9,2	6,5	11,3	5,7	5,3
Sep	6,5	5,1	3,8	4,9	5,7	4,0	7,2	8,9	6,5	11,2	5,8	5,2
Oct	6,1	5,0	3,3	5,1	5,5	4,0	7,3	8,7	7,1	11,2	5,8	5,2
Nov	5,9	4,8	3,2	5,2	5,4	4,0	7,3	8,4	7,1	11,0	5,8	.
Dic	5,8	4,7	3,1	5,3	5,4	3,9	7,3	8,1	7,0	10,8	5,6	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

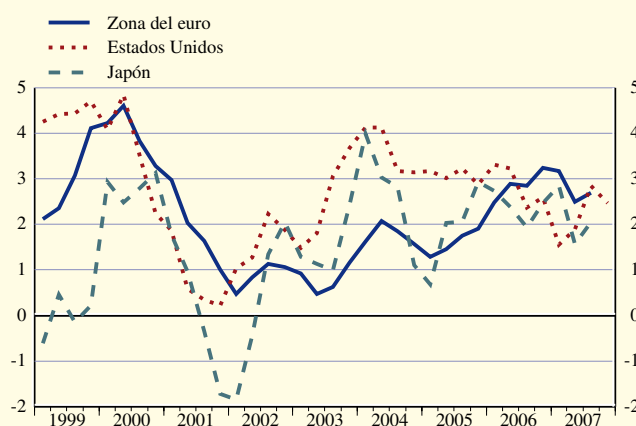
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ en %	Tipo de cambio en ⁴⁾ nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2004	2,7	-0,1	3,6	3,0	5,5	4,7	1,62	4,26	1,2439	-4,4	48,9
2005	3,4	-0,5	3,1	4,0	5,1	4,4	3,56	4,28	1,2441	-3,6	49,2
2006	3,2	-1,5	2,9	5,0	4,6	4,8	5,19	4,79	1,2556	-2,6	48,6
2007	2,9	.	2,2	2,0	4,6	5,9	5,30	4,63	1,3705	.	.
2006 IV	1,9	0,4	2,6	3,6	4,4	4,9	5,37	4,63	1,2887	-2,1	48,6
2007 I	2,4	0,9	1,5	2,3	4,5	5,4	5,36	4,68	1,3106	-3,0	49,5
II	2,7	2,4	1,9	2,0	4,5	6,1	5,36	4,84	1,3481	-2,7	48,3
III	2,4	2,8	2,8	1,8	4,7	6,3	5,45	4,74	1,3738	-3,2	48,7
IV	4,0	.	2,5	1,8	4,8	5,9	5,02	4,27	1,4486	.	.
2007 Sep	2,8	-	-	1,6	4,7	6,4	5,49	4,51	1,3896	-	-
Oct	3,5	-	-	1,9	4,8	6,0	5,15	4,52	1,4227	-	-
Nov	4,3	-	-	2,4	4,7	6,0	4,96	4,16	1,4684	-	-
Dic	4,1	-	-	1,2	5,0	5,9	4,97	4,10	1,4570	-	-
2008 Ene	.	-	-	.	4,9	.	3,95	3,73	1,4718	-	-
Japón											
2004	0,0	-4,9	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-6,2	157,6
2005	-0,3	-0,6	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	-6,4	164,2
2006	0,2	-2,6	2,4	4,8	4,1	1,1	0,30	1,74	146,02	.	.
2007	0,1	.	.	2,7	3,8	1,6	0,79	1,68	161,25	.	.
2006 IV	0,3	-3,6	2,5	5,9	4,1	0,6	0,49	1,70	151,72	.	.
2007 I	-0,1	-2,2	2,8	3,0	4,0	1,0	0,62	1,68	156,43	.	.
II	-0,1	.	1,6	2,4	3,8	1,5	0,69	1,74	162,89	.	.
III	-0,1	.	2,0	2,7	3,8	1,9	0,89	1,72	161,90	.	.
IV	0,5	.	.	2,8	3,8	2,0	0,96	1,57	163,83	.	.
2007 Sep	-0,2	.	-	0,8	4,0	1,8	0,99	1,61	159,82	-	-
Oct	0,3	.	-	4,8	4,0	1,9	0,97	1,66	164,95	-	-
Nov	0,6	.	-	3,0	3,8	2,0	0,91	1,51	162,89	-	-
Dic	0,7	.	-	0,7	3,8	2,0	0,99	1,53	163,55	-	-
2008 Ene	.	.	-	.	.	.	0,89	1,44	158,68	-	-

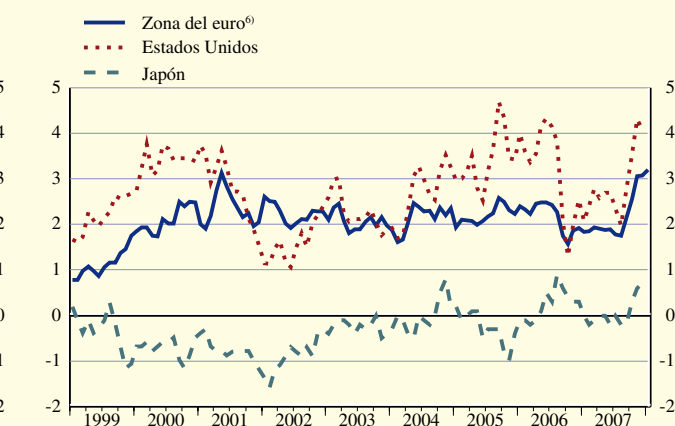
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(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) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C9	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C11	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C13	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C14	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C15	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C21	Nuevos depósitos a plazo	S43
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
C26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C30	Cuenta corriente	S60
C31	Bienes	S61
C32	Servicios	S61
C33	Inversiones netas directas y de cartera	S64
C34	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S69
C35	Tipos de cambio efectivos	S72
C36	Tipos de cambio bilaterales	S72
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C38	Índices de precios de consumo	S75



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

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

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajusta-

dos³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En el cuadro 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. Por lo que respecta a las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. De la misma manera, en la cuenta financiera también se refleja esta identidad contable, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de los cuadros 3.1 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo.

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

2 Para más detalles, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez, y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo n.º 9628, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

El excedente neto de explotación y la renta mixta sólo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta sólo se define para los sectores residentes y se calcula como suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define sólo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), y más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos (lo que se conoce también como variaciones del patri-

monio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones). Para los sectores de hogares y de sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre estos saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera, respectivamente.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital, las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente, se excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenido a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de sal-

dos nocionales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nocionales en el mes t queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nocionales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nocionales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

4 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se

realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de bienes también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

RELATIVAS A LA SECCIÓN 7.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre t se calcula a partir de las transacciones (F_t) y posiciones trimestrales (L_t), de la siguiente manera:

$$q) \quad a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services» se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintas bases de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 6 de febrero de 2008.

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

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Así, los datos anteriores al 2001 se refieren al

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

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

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

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

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

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno, donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes (BCN) quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de

cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Euro-sistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figu-

ran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Monetary Financial Institutions and Markets Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers. Third Edition» (BCE, marzo 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95).

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de renta de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional; (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la

cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas cuentas no financieras de la zona del euro [es decir, cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, y los saldos vivos de los balances financieros conforme a una presentación más analítica. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite la descripción de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras y los saldos vivos del balance financiero conforme a una presentación más analítica.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de

cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (cuadros 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-13 (es decir, el Euro-12 más Eslovenia) (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 3.2 (principales pasivos, columna 21).

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 vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación

de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en dicha zona. Los tipos de interés de las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados por los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso y período inicial de fijación de los tipos de interés. Las nuevas estadísticas de tipos de interés sustituyen a las diez series estadísticas relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que, desde enero de 1999, se venían publicando en el Boletín Mensual.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día hasta diciembre de 1998, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta

diciembre de 1998, se disponía de los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En el cuadro 4.7 se presentan los tipos de interés de fin de periodo estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson³. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de rendimientos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el

gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo⁴. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n° 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001⁵. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n° 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁶, y en el Reglamento de aplicación (CE) n° 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁷. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos abonados por el empleador, menos los sub-

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.

sidios recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 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.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su

mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁸, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento nº 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 3605/93 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas⁹. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con

⁸ DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

⁹ DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

los Reglamentos (CE) nº 501/2004 y nº 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)¹⁰, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹¹. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo del 2007), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo.

Además, a partir del Boletín Mensual de febrero del 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con fines de presentación conjunta de datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 8 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de donde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre la renta de la inversión pendiente de pago a Brasil, China continental, India y Rusia. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero del 2005.

¹⁰ DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

¹¹ DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la posición de inversión internacional (p.i.i.) de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una economía única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero del 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero del 2008). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que, en gran medida, se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otra inversión (como por ejemplo préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la p.i.i. es parcialmente estimada a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la p.i.i. y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. La desagregación de las variaciones de la p.i.i. se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones con información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que las transacciones de balanza de pagos reflejan las transacciones de la contrapartida exterior de M3. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las transacciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores hasta dos años distintos de acciones. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de valor unitario se presentan sin ajustes, mientras que los datos de comercio en términos nominales y en términos reales son desestacionalizados y ajustados por días laborables por Eurostat. El detalle por productos que fi-

gura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. 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). En las importaciones, la diferencia ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), debiéndose una parte significativa de este porcentaje a la inclusión de los seguros y fletes (c.i.f.) en 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 integra-

do por los 12 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-42 incluye, además de los del TCE-22, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 8, titulado «Los tipos de cambio efectivos del euro tras las recientes ampliaciones de la zona del euro y de la UE», en el Boletín Mensual de marzo del 2007, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

2 DE MARZO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

6 DE ABRIL Y 4 DE MAYO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

8 DE JUNIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de junio de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 15 de junio de 2006.

6 DE JULIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de

financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

3 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de agosto de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de agosto de 2006.

31 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

5 DE OCTUBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de octubre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de octubre de 2006.

2 DE NOVIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de fi-

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2005 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

nanciación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantienen en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

7 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de diciembre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,50% y el 2,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de diciembre de 2006.

21 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 40 mm de euros a 50 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2007. Al fijar este importe se han tomado en consideración los siguientes factores: las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro se han incrementado considerablemente en los últimos años, y se espera que vuelvan a aumentar en el año 2007. Por lo tanto, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2008.

11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantienen 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 Y 7 DE FEBRERO 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.



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 noviembre del 2007 y enero del 2008. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.europa.eu.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2006», abril 2007.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2007».

«Informe de Convergencia mayo 2007: Introducción, marco para el análisis y resúmenes de países».

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.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 4 «Privileges and immunities of the European Central Bank», por G. Gruber y M. Benisch, junio 2007.
- 5 «Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States», by K. Drėviņa, K. Laurinavičius y A. Tupits, julio 2007.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 55 «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», por U. Baumann y F. di Mauro, febrero 2007.
- 56 «Assessing fiscal soundness: theory and practice», por N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother y J.-P. Vidal, marzo 2007.
- 57 «Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe», por S. Herrmann y E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 «Long-term growth prospects for the Russian economy», por R. Beck, A. Kamps y E. Mileva, marzo 2007.
- 59 «The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years' experience», por C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen, abril 2007.
- 60 «Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa», por U. Böwer, A. Geis y A. Winkler, abril 2007.
- 61 «Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach», por O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini y T. Zumer, abril 2007.
- 62 «Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective», por J. A. Garcia y A. Van Rixtel, junio 2007.
- 63 «Corporate finance in the euro area – including background material», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2007.
- 64 «The use of portfolio credit risk models in central banks», por un Grupo de Trabajo del Comité de Operaciones de Mercado del SEBC, julio 2007.
- 65 «The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations», por F. Coppens, F. González and G. Winkler, julio 2007.
- 66 «Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature», por N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert and G. Vitale, julio 2007.

- 67 «Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers», por J.-M. Israël and C. Sánchez Muñoz, julio 2007.
- 68 «The securities custody industry», por D. Chan, F. Fontan, S. Rosati y D. Russo, agosto 2007.
- 69 «Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy», por M. Sturm y F. Gurtner, agosto 2007.
- 70 «The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF», por M. Skala, C. Thimann y R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 «The economic impact of the Single Euro Payments Area», por H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 «The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe», por P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou y M. Lo Duca, septiembre 2007.
- 73 «Reserve accumulation: objective or by-product?», por J. O. de Beaufort Wijnholds y L. Søndergaard, septiembre 2007.
- 74 «Analysis of revisions to general economic statistics», por H. C. Dieden y A. Kanutin, octubre 2007.
- 75 «The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area», editado por P. Moutot y coordinado por D. Gerdesmeier, A. Lojschová y J. von Landesberger, octubre 2007.
- 76 «Prudential and oversight requirements for securities settlement», por D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou y S. Rosati, diciembre 2007.
- 77 «Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing», por E. Mileva y N. Siegfried, diciembre 2007.
- 78 «A framework for assessing global imbalances», por T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora y R. Straub, enero 2008.
- 79 «The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues», por P. Moutot, A. Jung y F. P. Mongelli, enero 2008.
- 80 «China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?», por M. Bussière y A. Mehl, enero 2008.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

Research Bulletin, n.º 6, junio 2007.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 827 «How is real convergence driving nominal convergence in the new EU Member States?», por S. M. Lein-Rupprecht, M. A. León-Ledesma y C. Nerlich, noviembre 2007.
- 828 «Potential output growth in several industrialised countries: a comparison», por C. Cahn y A. Saint-Guilhem, noviembre 2007.
- 829 «Modelling inflation in China: a regional perspective», por A Mehrotra, T. Peltonen y A. Santos Rivera, noviembre 2007.
- 830 «The term structure of euro area break-even inflation rates: the impact of seasonality», por J. Ejsing, J. A. García y T. Werner, noviembre 2007.
- 831 «Hierarchical Markov normal mixture models with applications to financial asset returns», por J. Geweke y G. Amisano, noviembre 2007.
- 832 «The yield curve and macroeconomic dynamics», por P. Hördahl, O. Tristani y D. Vestin, noviembre 2007.
- 833 «Explaining and forecasting euro area exports: which competitiveness indicator performs best?», por M. Ca' Zorzi y B. Schnatz, noviembre 2007.
- 834 «International frictions and optimal monetary policy cooperation: analytical solutions», por M. Darracq Pariès, noviembre 2007.
- 835 «US shocks and global exchange rate configurations», por M. Fratzscher, noviembre 2007.

- 836 «Reporting biases and survey results: evidence from European professional forecasters», por J. A. García y A. Manzanares, diciembre 2007.
- 837 «Monetary policy and core inflation», por M. Lenza, diciembre 2007.
- 838 «Securitisation and the bank lending channel», por Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués, diciembre 2007.
- 839 «Are there oil currencies? The real exchange rate of oil exporting countries», por M. M. Habib y M. M. Kalamova, diciembre 2007.
- 840 «Downward wage rigidity for different workers and firms: an evaluation for Belgium using the IWFPP procedure», por P. Du Caju, C. Fuss y L. Wintr, diciembre 2007.
- 841 «Should we take inside money seriously?», por L. Stracca, diciembre 2007.
- 842 «Saving behaviour and global imbalances: the role of emerging market economies», por G. Ferrucci y C. Miralles, diciembre 2007.
- 843 «Fiscal forecasting: lessons from the literature and challenges», por T. Leal, J. J. Pérez, M. Tujula y J.-P. Vidal, diciembre 2007.
- 844 «Business cycle synchronisation and insurance mechanisms in the EU», por A. Afonso y D. Furceri, diciembre 2007.
- 845 «Run-prone banking and asset markets», por M. Hoerova, diciembre 2007.
- 846 «Information combination and forecast (st)ability: evidence from vintages of time-series data», por C. Altavilla y M. Ciccarelli, diciembre 2007.
- 847 «Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, eastern enlargement and competitiveness in the European Union», por G. Ottaviano, D. Taglioni y F. di Mauro, diciembre 2007.
- 848 «Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU», por A. Afonso y J. González Alegre, enero 2008.
- 849 «Government size, composition, volatility and economic growth», por A. Afonso y D. Furceri, enero 2008.
- 850 «Statistical tests and estimators of the rank of a matrix and their applications in econometric modelling», por G. Camba-Méndez y G. Kapetanios, enero 2008.
- 851 «Investigating inflation persistence across monetary regimes», por L. Benati, enero 2008.
- 852 «Determinants of economic growth: will data tell?», por A. Ciccone y M. Jarocinski, enero 2008.
- 853 «The cyclical behaviour of equilibrium unemployment and vacancies revisited», por M. Hagedorn e I. Manovskii, enero 2008.
- 854 «How do firms adjust their wage bill in Belgium? A decomposition along the intensive and extensive margins», por C. Fuss, enero 2008.
- 855 «Assessing the factors behind oil price changes», por S. Déés, A. Gasteuil, R. K. Kaufmann y M. Mann, enero 2008.
- 856 «Markups in the euro area and the United States over the period 1981-2004: a comparison of 50 sectors», por R. Christopoulou y P. Vermeulen, enero 2008.
- 857 «Housing and equity wealth effects of Italian households», por C. Grant y T. Peltonen, enero 2008.
- 858 «International transmission and monetary policy cooperation», por G. Coenen, G. Lombardo, F. Smets y R. Straub, enero 2008.
- 859 «Assessing the compensation for volatility risk implicit in interest rate derivatives», por F. Fornari, enero 2008.
- 860 «Oil shocks and endogenous markups: results from an estimated euro area DSGE model», por M. Sánchez, enero 2008.
- 861 «Income distribution determinants and public spending efficiency», por A. Afonso, L. Schuknecht y V. Tanzi, enero 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.
- «How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins», 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.
- «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 (solo en Internet).
- «Fifth SEPA progress report», julio 2007 (solo 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.
- «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).

«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.

«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).

FOLLETOS INFORMATIVOS

«A single currency: an integrated market infrastructure», septiembre 2007.



GLOSARIO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

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

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

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

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo,

precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

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

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

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

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

Producto interior bruto (PIB): el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

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

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal

establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

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

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

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

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

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

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida 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.