



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

BOLETÍN MENSUAL
MARZO

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

09 | 2008

10 | 2008

11 | 2008

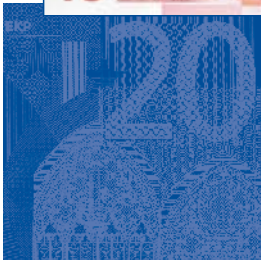
12 | 2008





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL MARZO 2008

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

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

© Banco Central Europeo, 2008

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

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

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

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

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

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

*La recepción de información estadística
para elaborar este Boletín se ha cerrado
el 5 de marzo 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 las finanzas públicas
- Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos

Recuadros

- 1 Agregación del PIB mundial – el papel de los tipos de cambio **10**
- 2 La política de cohesión de la UE en los países de Europa central y oriental **15**
- 3 La importancia de las normas contables para interpretar las estadísticas de préstamos de las IFM **26**
- 4 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 14 de noviembre de 2007 y el 12 de febrero de 2008 **35**
- 5 Volatilidad de los mercados de renta variable a la luz de las turbulencias financieras **45**
- 6 Factores determinantes de las tenencias de efectivo de las sociedades no financieras: un análisis microeconómico **55**
- 7 Evolución reciente de determinadas medidas de la inflación subyacente en la zona del euro **66**
- 8 Encuesta de inversión de la comisión europea para el sector manufacturero **73**
- 9 Evolución del empleo en el sector de la construcción de la zona del euro **80**
- 10 Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro **84**

5 ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO **SI**

9 ANEXOS

- 9
- 21 Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema **I**
- 64
- 72 El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real) **III**
- 87
- 93 Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2007 **VII**
- Glosario **XIII**

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 6 de marzo 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. La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno, el 7 de febrero, ha confirmado la existencia de fuertes presiones alcistas a corto plazo sobre la inflación. Esta información también ha corroborado 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. Los fundamentos económicos de la zona del euro son sólidos. Los últimos datos macroeconómicos apuntan a un crecimiento sostenido, aunque más moderado, del PIB real. No obstante, el nivel de incertidumbre derivado de las perturbaciones de los mercados financieros sigue siendo elevado. En este contexto, el Consejo de Gobierno subraya que su objetivo principal es el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo de acuerdo con el mandato que tiene encomendado. El firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y a más largo plazo es absolutamente prioritario. El Consejo de Gobierno considera que la actual orientación de la política monetaria favorecerá la consecución de este objetivo y mantiene su firme compromiso de impedir la aparición de efectos de segunda vuelta y la materialización de riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio plazo. 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 confirman la moderación del crecimiento a finales del 2007 y principios del 2008. De acuerdo con la primera estimación de Eurostat, el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se situó en el 0,4% en el cuarto trimestre del 2007, tras registrar una tasa del 0,8% en el trimestre anterior. Las encuestas de confianza empresarial y de los consumidores, que han seguido una tendencia a la baja desde el verano del 2007, siguen siendo en general compatibles con una continuación del crecimiento.

De cara al futuro, en el 2008 se espera que tanto la demanda interna como externa respalden la conti-

nuación del crecimiento del PIB real de la zona del euro, aunque a tasas inferiores a las del 2007. Los fundamentos económicos de la zona del euro siguen siendo sólidos y la economía de la zona del euro no presenta desequilibrios importantes. Pese al efecto moderador de la desaceleración mundial, el crecimiento de la inversión debería continuar sirviendo de apoyo, por cuanto la utilización de la capacidad productiva es elevada y la rentabilidad empresarial se ha mantenido. Paralelamente, como resultado de la mejora de la situación económica y de la moderación salarial, el empleo y la tasa de actividad han aumentado considerablemente y las tasas de desempleo han disminuido hasta niveles no registrados en los últimos veinticinco años. Pese al efecto moderador del alza de los precios de las materias primas, el crecimiento del consumo debería seguir contribuyendo a la expansión económica, en consonancia con el aumento del empleo.

Estos factores también se reflejan en las proyecciones macroeconómicas de marzo del 2008 de los expertos del BCE. Se proyecta que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el 1,3% y el 2,1% en el 2008, y entre el 1,3% y el 2,3% en el 2009. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de diciembre del 2007 de los expertos del Eurosistema, los intervalos de crecimiento del PIB real estimados para el 2008 y el 2009 se han revisado a la baja, debido al debilitamiento de la demanda mundial, a la intensificación de las presiones procedentes de los precios de las materias primas y a unas condiciones de financiación menos favorables de lo previsto en diciembre. En general, las previsiones disponibles elaboradas por organismos internacionales confirman esta perspectiva.

En opinión del Consejo de Gobierno, la incertidumbre respecto a las perspectivas de crecimiento económico sigue siendo excepcionalmente elevada. Continúan existiendo riesgos a la baja para el escenario de la actividad económica relacionados principalmente con la posibilidad de que la evolución de los mercados financieros tenga un impacto más generalizado de lo actualmente previsto. Otros riesgos a la baja se derivan de la posibilidad de nuevas subidas de los precios de las materias primas, de presiones proteccionistas y de una evo-

lución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

Respecto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 3,2% en febrero del 2008, sin variación respecto a enero. Esto confirma la fortaleza de las presiones al alza sobre la inflación a corto plazo, con origen, principalmente, en los incrementos de los precios de la energía y de los alimentos durante los últimos meses. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera un período de tasas de inflación relativamente elevadas más prolongado de lo previsto hace unos meses. 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 resto del año.

Según las proyecciones macroeconómicas de marzo del 2008 de los expertos del BCE, la tasa de inflación anual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 2,6% y el 3,2% en el 2008 y entre el 1,5% y el 2,7% en el 2009. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de diciembre del 2007 de los expertos del Eurosistema, los intervalos proyectados para la inflación medida por el IAPC se han revisado al alza como reflejo, principalmente, de los considerables aumentos adicionales de los precios de los alimentos y de la energía.

Es importante recordar que las proyecciones elaboradas por los expertos se apoyan en una serie de supuestos de carácter puramente técnico sin relación con las intenciones de la política. Particularmente, los supuestos técnicos referidos a los tipos de interés a corto plazo se basan en las expectativas de los mercados a mediados de febrero.

Asimismo, cabe señalar que las proyecciones se apoyan en los supuestos de que el reciente dinamismo de los precios de las materias primas disminuirá durante el horizonte de las proyecciones, en línea con los precios de los contratos de futuros, y de que la presión de los costes laborales y de los márgenes será limitada.

En opinión del Consejo de Gobierno, las perspectivas de inflación a medio plazo están sujetas a riesgos al alza. Estos riesgos incluyen nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, que afiancen la fuerte tendencia alcista de los últimos meses, y 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. Asimismo, 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 esperado. Incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a lo previsto hasta ahora, representan riesgos al alza para las perspectivas de inflación.

En la situación actual, 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. En este contexto, el Consejo de Gobierno advierte con preocupación la existencia de esquemas de indexación de los salarios nominales a los precios de consumo. Estos esquemas comportan un riesgo de perturbaciones alcistas sobre la inflación, que darían lugar a una espiral de precios y salarios perjudicial para el empleo y la competitividad de los países. En consecuencia, el Consejo de Gobierno insta a que se eviten estos esquemas.

El análisis monetario confirma que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a más largo plazo. El crecimiento interanual de M3 mantuvo su vigor situándose en el 11,5% en enero, respaldado por el continuado vigor del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado. Diversos factores de naturaleza temporal sugieren que actualmente el crecimiento de M3 da lugar a una sobreestimación del ritmo de crecimiento monetario subyacente.

En particular, el relativo aplanamiento de la curva de rendimientos ha hecho más atractiva la tenencia de activos monetarios. No obstante, aun teniendo en cuenta estos factores específicos, el análisis general de los datos más recientes confirma que la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia sigue siendo elevada.

Aunque el aumento del endeudamiento de los hogares se ha moderado durante los últimos meses, 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. El endeudamiento bancario de las sociedades no financieras de la zona del euro ha crecido a una tasa interanual del 14,6% en el período de doce meses que finalizó en enero del 2008. En general, los préstamos al sector privado interno se han incrementado a un ritmo anual de entorno al 11% durante los últimos dos años.

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 general del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios hasta enero del 2008. Asimismo, de acuerdo con la información disponible, las turbulencias no han dado lugar a importantes desplazamientos de cartera 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, el crecimiento intenso y continuado de los préstamos a sociedades no financieras sugiere que, hasta ahora, las perturbaciones no han afectado significativamente a la oferta de crédito a empresas 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 plenamente 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. Los fundamentos económicos de la zona del euro son sólidos. Los últimos datos macroeconómicos apuntan a un crecimiento sostenido, aunque más moderado, del PIB real. No obstante, el nivel de incertidumbre derivado de las perturbaciones de los mercados financieros sigue siendo elevado. El Consejo de Gobierno subraya que el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y a más largo plazo es absolutamente prioritario. El Consejo de Gobierno considera que la actual orientación de la política monetaria favorecerá la consecución de este objetivo y mantiene su firme compromiso de impedir la aparición de efectos de segunda vuelta y la materialización de riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio plazo. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

Por lo que respecta a las políticas fiscales, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción la confirmación por el Consejo ECOFIN, en sus dictámenes relativos a las últimas actualizaciones de los programas de estabilidad, del acuerdo del Eurogrupo de Berlín de abril del 2007, incluidos los objetivos de saneamiento. No existe justificación para retrasar el saneamiento presupuestario estructural en países que aún presentan desequilibrios presupuestarios. Al contrario, los retos futuros requieren políticas presupuestarias particularmente prudentes orientadas a la estabilidad a fin de fortalecer la confianza del sector privado. Además, alcanzar y mantener situaciones presupuestarias saneadas permitirá que los estabilizadores automáticos actúen libremente y contribuirá al correcto funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria.

Las reformas estructurales serían beneficiosas para el empleo y el crecimiento potencial y contribuirían a la reducción de las presiones inflacionistas. En este contexto, fomentar la competencia, especialmente en los sectores de servicios y de industrias de red, es esencial para favorecer la estabilidad de precios y el crecimiento de la productividad. Paralelamente, los precios administrados, los impuestos indirectos, las normas relativas al salario mínimo y la fijación de salarios en el sector público no deben intensificar las presiones inflacionistas en la economía.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

En un contexto de alta volatilidad en los mercados financieros y de nuevos datos que sugieren una debilidad más pronunciada de la actividad económica en Estados Unidos, el entorno exterior de la zona del euro se ha deteriorado en el último trimestre. Si bien la solidez de la situación económica en los mercados emergentes continúa respaldando la actividad económica mundial, algunos factores específicos de cada país, así como las repercusiones de la desaceleración en Estados Unidos están teniendo un mayor efecto moderador en el ritmo de expansión económica de otras economías industrializadas. Al mismo tiempo, la persistente tendencia alcista de los precios de las materias primas sigue ejerciendo presión al alza sobre la inflación general medida por los precios de consumo en los países de la OCDE. En conjunto, se estima que los riesgos para las perspectivas de crecimiento se sitúan a la baja.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

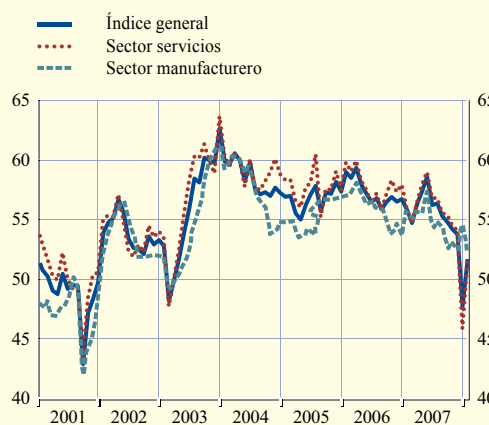
En un contexto de persistente y elevada volatilidad de los mercados financieros y de nuevos datos que sugieren una debilidad de la actividad económica en Estados Unidos más pronunciada de lo previsto anteriormente, el entorno exterior de la zona del euro se ha deteriorado en el último trimestre. Esta evolución se refleja coherentemente en la evidencia de las encuestas sobre la situación económica mundial, que ha sido más bien volátil en los últimos meses. Tras una acusada contracción del producto mundial medido por el Índice de directores de compras, que abarca a todos los sectores, desde un valor de 53,8 en diciembre hasta 47,7 en enero, dicho índice registró un fuerte repunte en febrero hasta 51,7. Si bien este nivel del índice es superior al umbral de 50 puntos que separa la expansión económica de la contracción, todavía se sitúa por debajo de la media a largo plazo y es coherente con una moderada expansión de la economía mundial (véase gráfico 1). La volatilidad de este índice es atribuible, principalmente, a la evolución del sector servicios a comienzos del año, mientras que el sector manufacturero mostró, en general, una mayor capacidad de resistencia. Desde una perspectiva regional, la solidez de la situación económica de los mercados emergentes, especialmente de Asia, sigue respaldando la actividad económica mundial, mientras que algunos factores específicos de cada país, así como las repercusiones de la desaceleración en Estados Unidos están teniendo un efecto más moderador en el ritmo de expansión económica de otras economías industrializadas.

En el contexto de las recientes revisiones de los tipos de cambio basados en la paridad del poder adquisitivo (PPA) por el Programa de Comparación Internacional, en el recuadro 1, que se presenta a continuación, se analiza el impacto de los tipos de cambio basados en la PPA revisados sobre la contribución de cada país al crecimiento del producto mundial.

Dada la persistencia de las presiones alcistas sobre los precios de las materias primas, especialmente de la energía y los alimentos, la inflación general medida por los precios de consumo en los países de la OCDE se mantuvo en niveles elevados hacia finales del 2007 y a principios del 2008. En estos países, los precios de consumo aumentaron un 3,5% en el año transcurrido hasta enero del 2008. Sin embargo,

Gráfico 1 Producto mundial medido por el Índice de directores de compras

(índice de difusión: desestacionalizado)



Fuente: NTC Economics.

excluidos los alimentos y la energía, la inflación interanual medida por los precios de consumo se situó en el 2% en enero, lo que indica que la contribución de los precios de los alimentos y la energía a la inflación mundial es sustancial. En muchos mercados emergentes, la inflación se ha incrementado hasta niveles incluso más elevados que en los países de la OCDE por la mayor ponderación de los alimentos en sus índices de precios. En China, por ejemplo, la inflación interanual medida por los precios de consumo volvió a aumentar para situarse en el 7,1% en enero. La evidencia de las encuestas sobre los precios mundiales de los consumos intermedios sugiere que la inflación medida por los costes se mantiene en niveles elevados, en particular en el sector manufacturero.

Recuadro I

AGREGACIÓN DEL PIB MUNDIAL – EL PAPEL DE LOS TIPOS DE CAMBIO

El BCE, de conformidad con el enfoque adoptado por el FMI y otras instituciones, utiliza los tipos de cambio basados en la paridad del poder adquisitivo (PPA) para calcular tanto el tamaño individual de cada economía como el PIB mundial agregado. A finales del año pasado, el Programa de Comparación Internacional, un proyecto coordinado por el Banco Mundial, que abarca a 146 países, publicó un conjunto revisado de tipos de cambio basados en la PPA en el que se toma como referencia el año 2005. A continuación, se analiza el impacto de estos nuevos tipos de cambio sobre la contribución de cada país al producto mundial y se examina, de forma más general, el papel de la agregación de las ponderaciones comparando los tipos de cambio basados en la PPA con los de mercado.

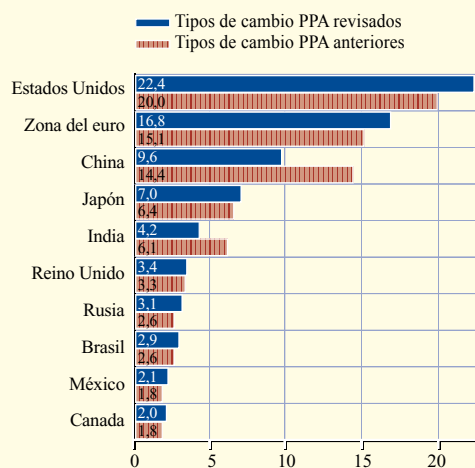
Revisiones de las estimaciones de los tipos de cambio basados en la PPA

Las nuevas estimaciones de los tipos de cambio basados en la PPA entrañaron cambios sustanciales en la proporción en que cada país contribuye al producto mundial, especialmente en el caso de las economías emergentes (véase gráfico A). Es de destacar que las contribuciones de China e India se redujeron aproximadamente en cinco y dos puntos porcentuales, respectivamente. Estas reducciones se compensaron principalmente con incrementos de alrededor de dos puntos porcentuales en el peso estimado de economías industrializadas como Estados Unidos y la zona del euro (que aumentaron hasta casi un 22% y un 17%, respectivamente).

La revisión de los tipos de cambio basados en la PPA también afecta al crecimiento agregado de la economía mundial, que registra una tasa de crecimiento más baja en los últimos años (una reducción de alrededor de medio punto porcentual anual, en promedio, desde el 2002, resultado que concuerda básicamente con las conclusiones del FMI). Aplicando los nuevos tipos de cambio basados en la PPA, se estima que la economía mundial ha crecido un 4,7% en el 2007, en com-

Gráfico A Participación en el PIB mundial utilizando los tipos de cambio basados en la PPA

(porcentajes: 2005)



Fuentes: FMI y cálculos de los expertos del BCE.

paración con el 5,2% que resultaría de aplicar los tipos de cambio anteriores. El fenómeno se explica claramente por la revisión a la baja de los pesos de economías emergentes de rápido crecimiento, como China e India que, no obstante, siguen siendo los principales motores del crecimiento mundial.

Comparación del PIB mundial utilizando los tipos de cambio basados en la PPA y los tipos de cambio de mercado

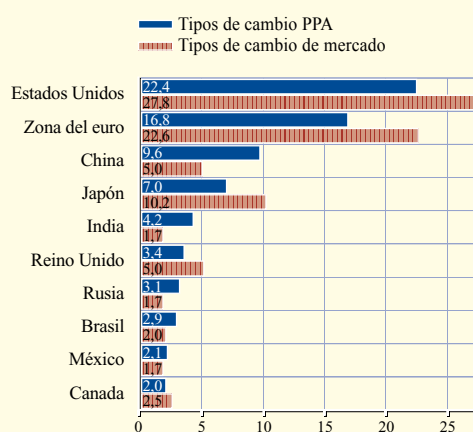
El uso de los tipos de cambio basados en la PPA presenta la ventaja conceptual de tomar en consideración las diferencias en los niveles de precios entre países cuando se calcula la participación de una región en el producto mundial. No sucede así cuando se aplican métodos de agregación basados en los tipos de cambio de mercado. Sin embargo, sigue siendo útil evaluar la sensibilidad del PIB mundial agregado a la modalidad de tipo de cambio que se emplee en su cálculo, comparando las tasas de crecimiento compiladas utilizando los tipos de cambio basados en la PPA o en los tipos de cambio de mercado.

En el gráfico B figuran las diez economías más grandes del mundo en el 2005 aplicando los nuevos tipos de cambio basados en la PPA, y la comparación con el peso que representarían aplicando los tipos de cambio de mercado. Los datos confirman que Estados Unidos y la zona del euro son las dos economías más grandes, con una participación conjunta en el producto mundial de alrededor del 50% cuando se utilizan los tipos de cambio de mercado, frente al 40%, aproximadamente, que resulta de aplicar los tipos de cambio basados en la PPA. China es la tercera economía mundial si se mide aplicando los tipos de cambio basados en la PPA (con una participación de casi el 10% del producto mundial), mientras que desciende al quinto puesto, tras Japón y el Reino Unido, cuando el cálculo se basa en los tipos de cambio de mercado. De forma más general, está claro que el peso de las economías industrializadas es, normalmente, mayor cuando se aplican los tipos de mercado que cuando se calcula basándose en la PPA, mientras que, en el caso de las economías emergentes, sucede lo contrario.

Lo anterior, sumado a los notables diferenciales de crecimiento entre unas regiones y otras, implica que el crecimiento agregado a nivel mundial probablemente variará de forma significativa dependiendo de los tipos de cambio que se utilicen para calcularlo. Desde el año 2000, las tasas de crecimiento del PIB real calculadas utilizando los tipos de cambio basados en la PPA han sido siempre superiores a las obtenidas utilizando los tipos de mercado, con una diferencia entre ambos grupos de unos 0,8 puntos porcentuales en promedio. No obstante, las sendas de crecimiento observadas utilizando las dos medidas han sido relativamente similares, lo que confirma las conclusiones publicadas en el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2006.

Gráfico B Participación en el PIB mundial utilizando los tipos de cambio basados en la PPA y los tipos de cambio de mercado

(porcentajes: 2005)



Fuentes: FMI y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: En el gráfico aparecen las diez economías más grandes en función de los tipos de cambio basados en la PPA.

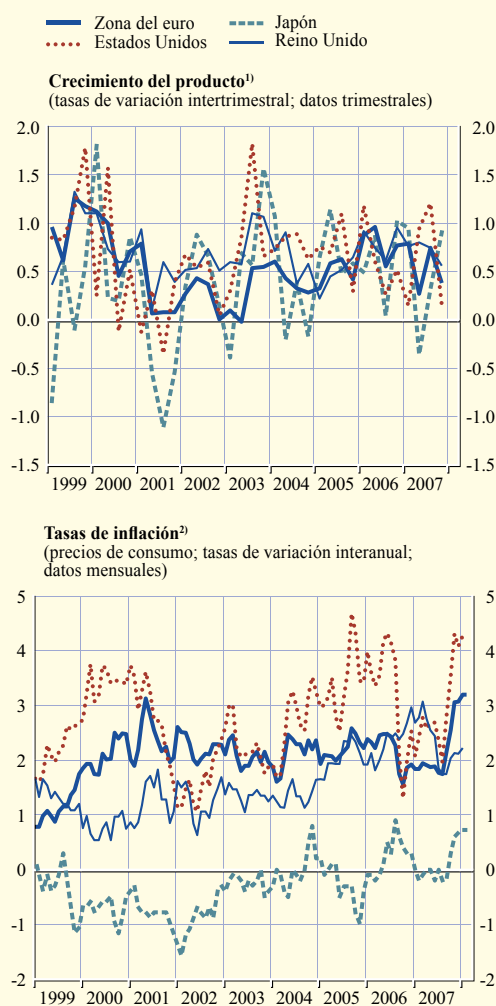
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, tras varios años de sólido crecimiento de la actividad económica, el crecimiento del PIB real experimentó una ligera desaceleración en el 2007, situándose en el 2,2%, frente al 2,9% registrado en el 2006. Esta desaceleración refleja, principalmente, la desfavorable evolución del mercado de la vivienda, que continuó las tendencias observadas en el 2006 y se tradujo en una acusada contracción de la inversión residencial. Además, la turbulencia que afectó a los mercados financieros en el segundo semestre del 2007 dio lugar a un endurecimiento más general de las condiciones de concesión de créditos, lo que contribuyó a la moderación del crecimiento hacia finales del año. Contrarrestando, en parte, el lastre del sector de la vivienda, el crecimiento económico en Estados Unidos se vio respaldado en el 2007 por el dinamismo de la actividad económica mundial, como se refleja en la positiva contribución de la demanda exterior neta, así como por la solidez del gasto de capital de las empresas y del gasto en consumo privado. No obstante, la mayoría de los determinantes del gasto en consumo, incluidos el crecimiento de la renta real y el empleo experimentaron un deterioro hacia finales del año.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación general medida por los precios de consumo se situó en el 2,8% en el 2007, frente al 3,2% registrado en el 2006. La tasa de variación interanual del IPC aumentó durante el 2007, con la excepción de un breve descenso en el verano. Este comportamiento tiene su origen principalmente en la evolución de los precios de la energía y de los alimentos, que se incrementaron a lo largo del año. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos se moderó durante casi todo el 2007, aunque ha vuelto a aumentar en los últimos meses. Para el conjunto del año se situó en el 2,3%, 0,2 puntos porcentuales menos que en el 2006.

De cara al futuro, las perspectivas de la economía estadounidense se han deteriorado en los últimos meses, lo que sugiere que el crecimiento de la actividad económica experimentará una nueva y sustancial desaceleración en comparación con las tasas observadas en el 2007. Esta evaluación se refleja en las proyecciones realizadas por los miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, publicadas junto con las actas de la reunión celebrada los días 29 y 30 de enero de 2008. Según la tendencia central de estas proyecciones, se prevé que el crecimiento del PIB real se sitúe entre el 1,3% y el 2% en el 2008, entre el 2,1% y el 2,7% en el 2009, y entre el 2,5% y el 3% en el 2010 (en términos de tasas de crecimiento interanual del cuarto trimestre). Para el 2008, esto representa una considerable revisión a la baja

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.

con respecto a las proyecciones de octubre (en las que se preveía un crecimiento del 1,8% al 2,5%). Se prevé que, en el 2008, la inflación interanual «subyacente» (medida por la tasa de variación interanual del deflactor del gasto en consumo personal, excluidos los alimentos y la energía) se situará entre el 2% y el 2,2% (es decir, ligeramente por encima de la proyectada en octubre) y que se mantendrá dentro de una gama del 1,7% al 2% y del 1,7% al 1,9% en el 2009 y en el 2010, respectivamente.

Tras reducir el tipo de interés oficial fijado como objetivo para los fondos federales en 25 puntos básicos el 11 de diciembre de 2007, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, lo rebajó de nuevo en dos ocasiones a comienzos del 2008. En primer lugar, decidió recortarlo en 75 puntos básicos, hasta el 3,5%, en una reunión no programada que se celebró el 22 de enero. Posteriormente, en la reunión ordinaria del 30 de enero, volvió a reducir el tipo de interés oficial en otros 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3%.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica se ha ralentizado en los últimos meses, tras la revisión de la Ley de Normas de Edificación en junio del 2007, que se tradujo en un significativo descenso de las viviendas iniciadas y de la construcción empresarial en el segundo semestre del año. No obstante, la actividad económica ha continuado su expansión y el producto se ha visto respaldado por la resistencia de la inversión empresarial y el sólido crecimiento de las exportaciones, mientras que la contribución del consumo privado al crecimiento del PIB ha seguido siendo moderada. Según los datos provisionales publicados por la Oficina Económica del Gobierno, en el cuarto trimestre del 2007, el PIB real creció un 0,9% en tasa intertrimestral (tras registrar un crecimiento del 0,3% en el tercer trimestre) como resultado del dinamismo de las exportaciones y de la inversión no residencial. En el conjunto del año, el PIB real creció un 2,1%, lo que representa un descenso con respecto al 2,4% del 2006.

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. Sin embargo, 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 en 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 15 de febrero 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.

De cara al futuro, las perspectivas de la economía japonesa se han tornado más inciertas. Han aumentado los riesgos a la baja tras las turbulencias que afectaron a los mercados financieros mundiales y la subida de los precios de las materias primas, lo que podría dar lugar a una evolución menos favorable del consumo privado y de las exportaciones en el 2008 en comparación con los años de expansión anteriores.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, se ha moderado el crecimiento del PIB y la inflación medida por el IAPC se ha mantenido estable en los últimos meses. La tasa de crecimiento intertrimestral del producto se ha reducido gradualmente en el 2007 y, en el cuarto trimestre del año, se situaba en el 0,6%, ligeramente por debajo de la media de largo plazo del 0,7% (véase gráfico 2).

La inflación medida por el IAPC se mantuvo más o menos estable en los cuatro meses transcurridos hasta enero del 2008, situándose en el 2,2% en ese mes. La menor contribución de las facturas de los

servicios de agua, gas y electricidad, unida al descenso de los precios de las prendas de vestir en enero, compensó la subida de los precios del combustible y los alimentos.

El 6 de diciembre de 2007 y el 7 de febrero de 2008, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió recortar su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos hasta situarlo en el 5,25%. El 6 de marzo de 2008, el Comité mantuvo sin variación el tipo de interés en ese nivel.

De cara al futuro, se prevé una nueva desaceleración de la tasa de crecimiento como consecuencia de las condiciones más restrictivas para la concesión de créditos, los efectos negativos sobre la riqueza derivados de la debilidad del mercado de la vivienda y del precio de las acciones, y de la caída de la demanda exterior. A corto plazo, se espera un significativo aumento de la inflación, debido a las subidas de los precios del gas, la electricidad, el combustible y las importaciones.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del producto ha sido, en general, sostenido o ha experimentado una ligera moderación en los últimos meses. Por el contrario, en los últimos meses, la inflación ha aumentado sustancialmente en todos los países, debido, en gran medida, a la subida de los precios de los alimentos y la energía.

En Suecia, el crecimiento intertrimestral del PIB ha sido bastante estable en los últimos trimestres, situándose ligeramente por debajo de la media de largo plazo del 0,8%, mientras que en Dinamarca, ha sido muy volátil y ha tendido a sobrepasar la media de largo plazo del 0,5%. El crecimiento económico ha venido determinado por la demanda interna, ya que la contribución de la demanda exterior neta ha sido negativa en ambos países. Se espera que el crecimiento del PIB sea, en general, sostenido en los próximos trimestres. En los últimos meses, la inflación, medida por el IAPC, ha aumentado sustancialmente en los dos países, alcanzando la cifra del 3% en ambos casos en enero, y se prevé que, en el corto plazo, se mantenga en este elevado nivel. El 13 de febrero de 2008, el Sveriges Riksbank elevó el tipo de interés de las operaciones dobles en 25 puntos básicos hasta el 4,25%. Desde junio del 2007, dicho tipo se ha incrementado en un total de 100 puntos básicos.

En las cuatro economías más grandes de Europa central y oriental —la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía— la trayectoria reciente de crecimiento del producto ha sido desigual. En la República Checa, el crecimiento del PIB se ha moderado ligeramente, pero se ha mantenido por encima de la media de largo plazo. El impulso del crecimiento se ha apoyado en la solidez de la demanda interna y se prevé que siga siendo, en general, sostenido a corto plazo. En Hungría, el crecimiento del PIB real ha sido de casi el 0% en el cuarto trimestre del 2007, debido, sobre todo, al programa de estabilización fiscal que se está aplicando y que se prevé acelerar en los próximos trimestres. En Polonia y Rumanía, el crecimiento económico ha sido, en general, sostenido y superior a las medias de más largo plazo, y se prevé que esta situación continúe en un futuro próximo. Desde el tercer trimestre del 2007, la inflación medida por el IAPC ha aumentado considerablemente en los cuatro países, como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y la energía. En enero, la inflación sobrepasó el nivel del 7% en la República Checa, Hungría y Rumanía, y se situó en el 4,4% en Polonia. Se espera que, en los próximos meses, la inflación se mantenga, prácticamente, en estos niveles tan elevados.

En la mayoría de los países más pequeños de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento intertrimestral del PIB real ha sido sólido y superior a las medias de largo plazo en los últimos trimestres. Se aprecian ya algunos indicios de que el ritmo de crecimiento económico probablemente se ralentizará en los próximos meses, al menos en algunos de estos países, como consecuencia del endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos, la evolución de los precios de la vivienda y el

debilitamiento de la demanda exterior. La inflación, medida por el IAPC, ha aumentado rápidamente en los últimos meses, con frecuencia como resultado de la subida de los precios de los alimentos y la energía. En enero, las tasas de inflación más altas las registraban Bulgaria y los Estados bálticos, con valores que oscilaban entre el 10% en Lituania y el 15,6% en Letonia. En el recuadro 2, que se presenta a continuación, se analizan las transferencias previstas, en relación con los fondos de cohesión, a los países de Europa central y oriental, prestando especial atención a los desafíos a corto plazo en materia de estabilidad macroeconómica.

En Rusia, el crecimiento del PIB siguió siendo sólido en el tercer trimestre del 2007, alcanzando un nivel del 7,6% en tasa interanual. La estimaciones provisionales sugieren que el aumento se produjo en el cuarto trimestre. La inflación ha mantenido una trayectoria ascendente, incrementándose hasta el 11,8% en tasa interanual en diciembre (desde el 11,5% registrado en noviembre).

Recuadro 2

LA POLÍTICA DE COHESIÓN DE LA UE EN LOS PAÍSES DE EUROPA CENTRAL Y ORIENTAL

Las regiones europeas con una renta per cápita inferior al 75% de la media de la UE recibirán previsiblemente considerables transferencias de fondos comunitarios en el marco de la política de cohesión de la UE¹. La financiación de esta política se realiza a través de tres fondos, el Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER), el Fondo Social Europeo (FSE) y el Fondo de Cohesión. El principal objetivo de la política de cohesión de la UE es reducir las diferencias en los niveles de desarrollo de las diversas regiones y Estados miembros, en particular mediante la mejora de las perspectivas de crecimiento a largo plazo y del empleo en las regiones receptoras de estos fondos y, con ello, promover la convergencia hacia niveles más elevados de renta per cápita². Esto se consigue, fundamentalmente, mediante la cofinanciación de inversiones en infraestructuras y en capital humano y a través de ayudas económicas para otras inversiones relevantes para el crecimiento y la convergencia. En este recuadro se analizan los planes de transferencias del Fondo de Cohesión a países de Europa central y oriental, centrandose especialmente la atención en los retos a corto plazo para la estabilidad macroeconómica.

Durante el período de vigencia de las «Perspectivas Financieras 2007-2013», los países de la UE-9 (que incluye Bulgaria, República Checa, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía y Eslovaquia) serán los mayores beneficiarios de la política de cohesión de la UE. Este grupo de países recibirá aproximadamente la mitad del total de los recursos del Fondo de Cohesión asignados a los 27 Estados miembros. Los fondos asignados a los países de la UE-9 durante el citado período corresponden, en promedio, a aproximadamente el 2,5% del PIB por año (véase cuadro). Se espera que las transferencias relacionadas con la política de cohesión se reduzcan ligeramente (en porcentaje del PIB) en el período 2007-2013 para todos los países excepto Bulgaria y Rumanía. En el caso de estos dos países, las transferencias alcanzarán un máximo en el 2009 y en el 2010, respectivamente, en porcentaje del PIB, como consecuencia de asignaciones graduales del Fondo de Cohesión tras su adhesión a la UE en el 2007.

Durante el 2007, los distintos países de la UE sometieron a la aprobación de la Comisión Europea sus «Marcos de Referencia Estratégica Nacionales» en los que proporcionaban información detallada

1 Para una panorámica general de la política de cohesión de la UE, véase el informe de la Comisión Europea titulado «Crecimiento de las regiones, desarrollo de Europa: cuarto informe sobre la cohesión económica y social» (2007).

2 Además del «objetivo de convergencia», la política de cohesión también se ocupa, aunque en menor medida, del «objetivo de competitividad regional y empleo», así como del «objetivo de cooperación territorial europea».

Apoyo financiero de la UE a la cohesión en países receptores de la UE-9 para el período 2007-2013

(asignaciones en porcentaje del PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media 2007-2013
Bulgaria	1,8	2,3	2,7	2,6	2,6	2,5	2,4	2,4
República Checa	2,7	2,5	2,5	2,4	2,4	2,3	2,2	2,4
Estonia	2,4	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3
Letonia	2,5	2,3	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3
Lituania	2,8	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5
Hungría	3,0	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,7	2,9
Polonia	2,7	2,6	2,5	2,4	2,4	2,3	2,3	2,4
Rumanía	1,1	1,5	1,8	1,9	1,9	1,8	1,8	1,7
Eslovaquia	2,4	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	2,3	2,4
Total UE-9	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,4

Fuentes: Cálculos del BCE, Comisión Europea (para las asignaciones de gasto relacionadas con la política de cohesión), base de datos AMECO de la Comisión Europea (para el PIB nominal para el período 2007-2009), y base de datos IMF World Economic Outlook (para las tasas de crecimiento del PIB nominal para el período 2010-2012).

Nota: Debido a la falta de proyecciones, se ha fijado la misma tasa de crecimiento del PIB nominal para el 2013 que para el 2012.

sobre el uso previsto de las transferencias relacionadas con la política de cohesión en el período 2007-2013. Entre el 2000 y el 2006, en consonancia con los objetivos establecidos, la mayor parte de estos fondos se utilizó para mejorar la productividad, en particular mediante proyectos de infraestructuras, inversiones en capital humano, e investigación y desarrollo. Es probable que estos proyectos e inversiones vuelvan a suponer una elevada proporción del gasto relacionado con la política de cohesión en los países de la UE-9 en el período 2007-2013. Dado que las necesidades de inversión en infraestructuras y en capital humano tienden a ser mayores en la UE-9 que en los países y regiones de la UE-15 (los países que se incorporaron a la UE antes del 2004) que se benefician de esta política, es posible que los efectos dinamizadores de la política de cohesión de la UE sean algo más pronunciados que en el pasado. No obstante, los fondos relacionados con la política de cohesión pueden dar lugar a desafíos para los países que crecen más rápidamente, ya que el impacto a corto plazo sobre la demanda puede acentuar los desequilibrios macroeconómicos³.

Para valorar los efectos sobre la demanda de la política de cohesión de la UE es necesario distinguir entre los fondos asignados en el marco de la política de cohesión de la UE y los pagos efectivos, ya que los respectivos perfiles temporales pueden divergir considerablemente. Entre el 2004 y septiembre del 2007, los países de la UE-9 sólo utilizaron, en promedio, el 56% de los fondos FEDER asignados. En cuanto al Fondo de Cohesión, la ratio de pagos efectivos en relación con los fondos asignados fue muy reducida, del 22%, para el mismo grupo de países. En consecuencia, es poco probable que durante el período 2007-2013 siga un perfil estable de pagos efectivos. Debido a «problemas de iniciación» al comienzo del período de planificación, los pagos efectivos tienden a acumularse al final del período. Dado que la mayor parte de los pagos se destinan a proyectos de infraestructuras, es probable que se produzcan efectos significativos sobre la demanda, en particular en el sector de la construcción, que ya está experimentando cuellos de botella en varios países de la UE-9.

Para minimizar el posible impacto cíclico derivado de los efectos sobre la demanda de las transferencias de la UE, los Gobiernos nacionales de los países de la UE-9 y las instituciones de la UE deberían

³ Véase la publicación FMI (2007), «Perspectivas de la economía mundial - octubre 2007», pp. 89-92, para un análisis de los desequilibrios macroeconómicos que han surgido en Bulgaria, Estonia, Letonia, Lituania y Rumanía, en los últimos años.

tener en cuenta el entorno macroeconómico al decidir sobre el calendario de aplicación de las medidas de cohesión durante el período programado. Por ejemplo, en países con signos claros de recalentamiento, el aplazamiento de la implementación de proyectos financiados por la UE con importantes efectos sobre la demanda hasta que la economía se haya enfriado puede incluso contribuir a evitar la intensificación de los desequilibrios macroeconómicos. El hecho de que, en el pasado reciente, los países de la UE-9 sólo hayan gastado aproximadamente la mitad de los fondos asignados en el marco de la política de cohesión de la UE parece alentador a este respecto. Sin embargo, la reducida tasa de utilización también es consecuencia de problemas de organización relacionados con la administración y la planificación, que podrían ir en detrimento de la política de cohesión en lo que respecta a promover el crecimiento económico a largo plazo y el empleo. Ciertamente, es imprescindible mejorar la administración y la planificación para asegurar un uso eficaz de los fondos de la UE.

En última instancia, el principio rector de los responsables de la política económica debería ser asegurar que los fondos de la UE mejoren la productividad a largo plazo, al tiempo que eviten, en épocas de recalentamiento, el mayor riesgo de una evolución insostenible como consecuencia de un estímulo adicional sobre la demanda derivado de estos fondos.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica continuó su expansión a un ritmo vigoroso en el cuarto trimestre del 2007, impulsada, cada vez más, por la demanda interna, al tiempo que se moderó el crecimiento de las exportaciones, especialmente en las pequeñas economías abiertas, debido al debilitamiento de la demanda exterior. Los precios de consumo volvieron a aumentar en la mayoría de los países de la región, estimulados por los precios de los alimentos y otras materias primas. Los datos más recientes sugieren que las presiones inflacionistas podrían seguir siendo intensas en los próximos meses.

En China, el crecimiento siguió siendo sólido a finales del 2007. El PIB real, impulsado cada vez más por la demanda interna, creció un 11,2% en tasa interanual en el último trimestre del 2007, lo que representa sólo una ligera reducción respecto al 11,5% observado en el trimestre anterior. A pesar de un repunte en enero del 2008 como consecuencia del adelanto de los envíos antes del inicio del año nuevo lunar chino, el crecimiento de las exportaciones ha venido perdiendo impulso desde el segundo trimestre del 2007. No obstante, el superávit comercial ha seguido incrementándose y, en el 2007, alcanzaba la cifra de 262,2 mm de dólares estadounidenses, un 48% más que en el año anterior. La inflación medida por los precios de consumo ha continuado aumentando en los últimos meses hasta situarse en el 7,1% en enero, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y las materias primas. El mal tiempo, en particular, afectó significativamente a los precios de los alimentos. Al mismo tiempo, la escalada de los precios industriales indica que las presiones inflacionistas probablemente seguirán siendo intensas en los próximos meses. En el 2007, el Banco Central de la República Popular China elevó progresivamente las reservas mínimas obligatorias de las entidades de crédito del 10% al 15%.

En Corea del Sur, el PIB real creció a una tasa interanual del 5,5% en el último trimestre del 2007, frente al 5,2% registrado en el trimestre anterior. La inflación interanual, medida por el IPC aumentó hasta el 3,9% en enero desde el 3,6% observado en el mes anterior, debido, principalmente, a una escalada de los precios de los alimentos y las materias primas. En India, la actividad económica siguió siendo sostenida, registrándose una tasa media de crecimiento interanual del PIB del 8,4% en el cuarto trimestre, tras el 8,9% observado en el trimestre anterior. La inflación medida por los precios al por mayor, el principal indicador de inflación del Banco de Reserva de India, se elevó hasta el 4,9% en febrero del 2008 desde el 4,1% registrado en enero.

En general, el debilitamiento de la demanda exterior, el deterioro de las condiciones de financiación y la aplicación de una política monetaria más restrictiva en varios países probablemente atenuará el crecimiento en los próximos meses. No obstante, las perspectivas de crecimiento continúan siendo relativamente favorables en las economías emergentes de Asia, debido, principalmente, a la solidez de la demanda interna, especialmente en las economías más grandes de la región.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica siguió siendo sólida en el cuarto trimestre del 2007, siendo todavía la demanda interna el principal factor determinante del crecimiento. En México, el crecimiento del PIB real continuó siendo sostenido, registrando una tasa interanual del 3,8% en el cuarto trimestre del 2007, frente al 3,7% del tercero. La inflación interanual medida por los precios de consumo se situó, en promedio, en un 3,8% en el cuarto trimestre, cifra inferior al 4% del trimestre anterior. En Argentina, la actividad económica repuntó en el último trimestre del 2007, creciendo la producción industrial a una tasa interanual del 9,8%, frente al 7,4% observado, en promedio, en el tercer trimestre. La inflación interanual medida por el IPC siguió siendo elevada, alcanzando en promedio un nivel del 8,5% en el último trimestre. En Brasil, el crecimiento del producto continuó consolidándose, y la producción industrial aumentó a una tasa interanual del 7,8% en el cuarto trimestre, desde el 6,8% registrado en el trimestre anterior. La inflación interanual medida por los precios de consumo se elevó ligeramente hasta el 4,2% en el cuarto trimestre, desde el 4% en el trimestre anterior.

En general, se prevé una cierta moderación del crecimiento del producto en la región como consecuencia de las políticas monetarias más restrictivas y del debilitamiento de la demanda exterior. No obstante, las perspectivas de América Latina continúan siendo favorables y la demanda interna seguirá siendo el principal factor determinante del crecimiento.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Tras registrar una escalada durante la mayor parte del 2007, los precios del petróleo entraron en un periodo de volatilidad muy elevada a finales del año y, desde entonces, se han mantenido en unos máximos de volatilidad históricos, situándose en 99,6 dólares estadounidenses el barril el 5 de marzo (véase gráfico 3). A comienzos del 2008, la preocupación en los mercados por una recesión económica mundial que se tradujese en una moderación de la demanda mundial de crudo presionó a la baja sobre los precios. En la evaluación correspondiente a febrero, la Agencia Internacional de la Energía revisó a la baja sus previsiones de crecimiento de la demanda mundial de petróleo para el 2008 desde el 2,3% hasta el 1,9%. Esta revisión refleja un menor crecimiento de la demanda en los países de la OCDE, especialmente en Estados Unidos, mientras que en los países no pertenecientes a esta organización, se prevé que la demanda seguirá siendo sólida.

Las temperaturas invernales relativamente suaves que se han registrado en el hemisferio norte durante la temporada de uso de la calefacción y la recuperación de las existencias desde unos niveles muy bajos han contribuido a aliviar, en cierta medida, las tensiones en el mercado del petróleo. Por el contrario, las restricciones por el lado de la oferta han presionado al alza sobre los precios del petróleo, ya que la OPEP, en lugar de reaccionar a los llamamientos internacionales para que aumentase sus niveles de producción, decidió en su última reunión celebrada el 5 de marzo, mantener la producción constante. Las fluctuaciones relativamente grandes de las posiciones netas de los operadores no comerciales en la Bolsa Mercantil de Nueva York (NYMEX) contribuyeron a la volatilidad de los precios del petróleo. En este contexto de relativas tensiones y de considerable incertidumbre en el mercado, las tensiones geopolíticas, un conflicto entre Venezuela y una compañía petrolera privada, y la explosión de una refinería

en Texas, han contribuido a una escalada de los precios del petróleo, que ha hecho que los principales precios de referencia cierren por encima del nivel de 100 dólares estadounidenses por primera vez en la historia del mercado hacia finales de febrero y principios de marzo.

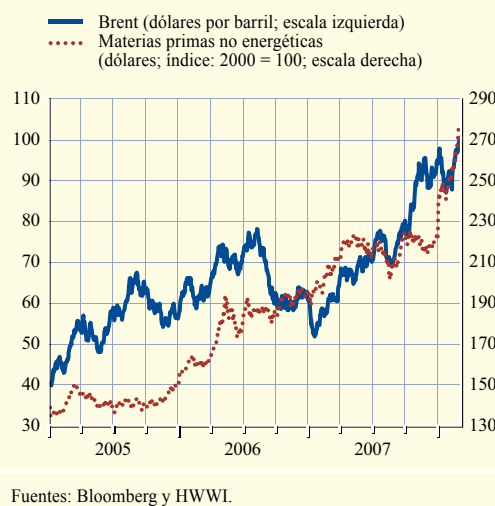
En adelante, los precios de los futuros indican que los precios del petróleo se mantendrán en niveles elevados en el medio plazo y, actualmente, los contratos con entrega en diciembre del 2009 se negocian a 99 dólares estadounidenses. Durante todo el período reciente de fuerte volatilidad de los precios al contado, los precios a medio plazo se han mantenido en niveles elevados, registrando los precios de los futuros máximos históricos. Esta situación refleja las expectativas de que, a medio plazo, se mantendrán las tensiones en los mercados del petróleo, como consecuencia del dinámico crecimiento de la demanda en los mercados emergentes y de las restricciones del crecimiento de la oferta de crudo en los países no pertenecientes a la OPEP, factores a los que hay que sumar el alto grado de utilización de capacidad en la producción de la OPEP.

Los precios de las materias primas no energéticas han continuado la empinada trayectoria ascendente que se inició a comienzos de diciembre (véase gráfico 3). Los precios de los metales no ferrosos descendieron ligeramente como consecuencia de la inquietud suscitada en los mercados respecto al crecimiento económico en algunos países de la OCDE, pero, posteriormente, repuntaron en respuesta a los déficit de producción resultantes de los cortes de electricidad en China y Sudáfrica. La evolución de los precios de las materias primas industriales estuvo determinada por una fuerte subida de más del 50% para los precios del mineral de hierro a comienzos del 2008. Los precios de los alimentos y las bebidas han seguido aumentando de forma acusada en un contexto de fuerte demanda (especialmente de los países no pertenecientes a la OCDE), de escalada de los fletes y de bajos niveles de existencias como consecuencia de las adversas condiciones climáticas. La demanda para biocombustibles ha intensificado las presiones al alza sobre los precios de los cereales, pero ha hecho también que los precios de otros cultivos, como la soja, alcancen máximos históricos, debido a la competencia cada vez más intensa por la superficie de cultivo. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de febrero, aproximadamente un 30% por encima del nivel observado un año antes.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

La moderación de la expansión económica mundial podría traducirse en un cierto debilitamiento del crecimiento de la demanda externa de bienes y servicios de la zona del euro. El indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a diciembre sugiere que, más adelante, podría producirse una desaceleración de la actividad económica en los países de la OCDE (véase gráfico 4). Por lo que respecta a los principales países no pertenecientes a esta organización, el indicador sintético adelantado también apunta a una cierta moderación de las perspectivas de crecimiento en el caso China, aunque éste seguirá siendo dinámico, mientras que en Brasil, India y Rusia, la expansión continuará siendo relativa-

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas

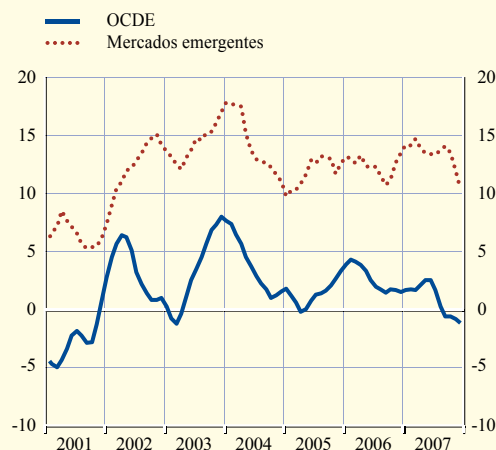


mente sostenida. Los datos de la encuesta del Ifo sobre el clima económico mundial, que sugieren que las perspectivas de la economía mundial en los próximos seis meses son menos favorables que hace tres meses confirman esta predicción. En marzo, las proyecciones de los expertos del BCE respecto al crecimiento interanual del PIB real fuera de la zona del euro prevén cifras cercanas, en promedio, al 4,6% en 2008, lo que supone una revisión a la baja de las proyecciones presentadas en diciembre del 2007 (véase el recuadro 10, titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro»).

En general, siguen existiendo riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento. Estos riesgos están relacionados, principalmente con la posibilidad de una incidencia más generalizada de lo actualmente esperado de los acontecimientos en los mercados financieros. Otros riesgos a la baja se asocian a la posibilidad de nuevas subidas de los precios de las materias primas, así como a las presiones proteccionistas y a una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

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.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

En el último trimestre del 2007 y el primer mes del 2008, la tasa subyacente de expansión monetaria de la zona del euro continuó siendo elevada, como quedó reflejado en el incesante e intenso crecimiento de M3 y del crédito. Hasta el momento, las turbulencias financieras actuales, que comenzaron en el verano del 2007, han tenido un impacto reducido sobre los agregados monetarios amplios, aunque pueden haber afectado a determinados componentes y contrapartidas de M3. Las sólidas tasas de crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero indican que la oferta de préstamos bancarios no se ha visto alterada significativamente por las turbulencias financieras. En la actualidad, parece que, teniendo en cuenta las normas de contabilidad pertinentes y los datos disponibles, la reintermediación de préstamos o productos crediticios previamente titulizados no ha producido una distorsión importante de los datos agregados sobre préstamos. El crecimiento interanual de M3 genera actualmente una sobreestimación de la tasa subyacente de expansión monetaria, como consecuencia del desplazamiento desde instrumentos a más largo plazo hacia activos monetarios, dado el relativo aplanamiento de la curva de rendimientos. Sin embargo, la pronunciada tasa de expansión monetaria y crediticia, en un contexto en el que la liquidez monetaria ya es abundante, apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

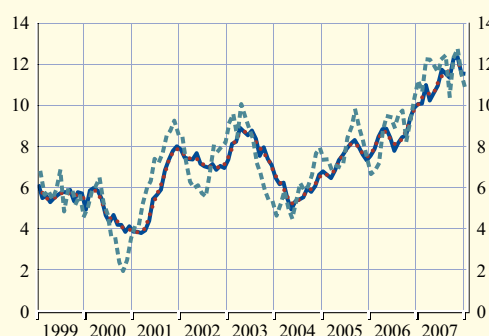
En el cuarto trimestre del 2007, la tasa de crecimiento interanual de M3 experimentó un nuevo aumento y se situó en el 12%, frente al 11,5% del tercer trimestre y el 10,6% del segundo trimestre (véase gráfico 5), la tasa de crecimiento interanual más alta registrada desde el comienzo de las series trimestrales de M3 a principios de la década de los ochenta. En enero del 2008, la tasa de crecimiento interanual de M3 fue del 11,5%, ligeramente inferior a la registrada en el último trimestre del 2007. A partir de enero del 2008, los datos monetarios de la zona del euro incluyen a Chipre y Malta, pero el efecto de su inclusión sobre el crecimiento de M3 de la zona del euro no es significativo¹.

El fuerte crecimiento de M3 genera en la actualidad una sobreestimación de la tasa subyacente de expansión monetaria. En concreto, como consecuencia del relativo aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro, la remuneración de los activos monetarios a más corto plazo resulta atractiva en comparación con activos no monetarios de mayor riesgo no incluidos en M3. El consiguiente desplazamiento hacia instrumentos monetarios aumenta el crecimiento total de M3, pero este efecto probablemente durará sólo hasta que la curva de rendimientos recupere su perfil normal, con una inclinación más acusada de la pendiente. Esta interpretación está respaldada por la tendencia a la baja observada en los últimos trimestres en la tasa de crecimiento interanual de M1, que demuestra que el incremento paulatino de los tipos de interés oficiales del

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.

¹ Véase el recuadro titulado «Regularidades empíricas sobre el sector de las IFM en Chipre y Malta y su impacto en los datos monetarios de la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2008.

BCE desde finales del 2005 ha producido una moderación de la dinámica monetaria (véase gráfico 6). Sin embargo, el crecimiento intenso y continuo de los préstamos al sector privado no financiero —especialmente a las sociedades no financieras— sustenta la tesis de que la expansión monetaria subyacente mantiene su vigor.

Independientemente de las actuales turbulencias financieras, el flujo de préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras y a los hogares mantuvo su intensidad, lo cual indica que las turbulencias no han afectado significativamente, al menos por el momento, a la oferta de préstamos bancarios al sector privado. De forma más general, los últimos datos monetarios respaldan la idea de que las turbulencias han tenido un impacto reducido sobre el agregado monetario amplio y los agregados crediticios, aunque han afectado en cierta medida a determinados componentes y contrapartidas de M3 que están estrechamente relacionados con la evolución de las turbulencias, como es el caso de las participaciones en fondos del mercado monetario, de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM y, hasta cierto punto, de los préstamos y los depósitos de otros intermediarios financieros (OIF)².

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

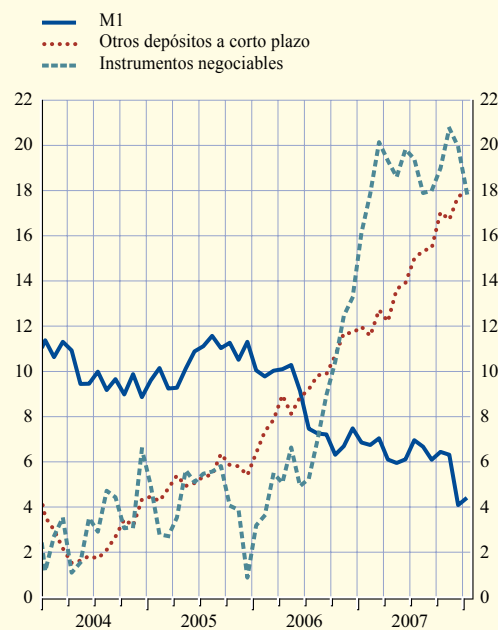
La tasa de crecimiento interanual de M1 continuó reduciéndose en el último trimestre del 2007, tras experimentar un ligero incremento en el tercer trimestre (véase gráfico 6). Esta tasa se situó en el 4,4% en enero del 2008, habiendo registrado niveles del 5,9% en el cuarto trimestre y del 6,6% en el tercer trimestre del 2007 (véase cuadro 1). El crecimiento de M1 sigue estando influido por dos fuerzas opuestas: por una parte, un efecto moderador que surge del mayor coste de oportunidad asociado a las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005, y, por otra, un efecto adyuvante derivado del aumento de la demanda por motivos de transacción, dada la fortaleza de la actividad económica en los últimos trimestres.

En relación con la evolución de los componentes de M1, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se redujo hasta el 7,8% en enero del 2008, desde el 8% del cuarto trimestre y el 8,8% del tercer trimestre del 2007. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista también disminuyó, situándose en el 3,8% en enero, frente al 5,6% del cuarto trimestre y el 6,2% del tercer trimestre del 2007.

Sin embargo, el crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se fortaleció en los últimos meses, situándose en el 17,9% en enero del 2008, tras haber alcanzado

Gráfico 6 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

2 Véase el recuadro titulado «Impacto de las turbulencias de los mercados financieros en la evolución monetaria y crediticia», en el Boletín Mensual de noviembre 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 Dic	2008 Ene
M1	43,9	7,0	6,2	6,6	5,9	4,1	4,4
Efectivo en circulación	7,2	10,5	10,0	8,8	8,0	8,2	7,8
Depósitos a la vista	36,7	6,3	5,5	6,2	5,6	3,3	3,8
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,7	11,9	13,1	15,0	16,8	17,8	17,9
Depósitos a plazo hasta dos años	23,2	29,5	33,0	37,6	40,7	41,4	41,3
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	17,5	-0,8	-2,1	-3,2	-4,0	-3,6	-3,7
M2	84,6	9,1	9,2	10,3	10,8	10,2	10,5
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	15,4	16,9	19,3	18,7	19,6	19,9	17,9
M3	100,0	10,2	10,6	11,5	12,0	11,6	11,5
Crédito a residentes en la zona del euro		8,0	8,1	8,8	9,3	10,1	10,0
Crédito a las Administraciones Públicas		-4,5	-4,4	-4,0	-3,8	-2,3	-2,2
Préstamos a las Administraciones Públicas		-1,3	-1,2	-0,9	-1,8	-1,4	-0,6
Crédito al sector privado		11,1	11,0	11,7	12,3	12,8	12,7
Préstamos al sector privado		10,6	10,5	11,0	11,1	11,2	11,1
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		10,0	10,3	10,3	8,5	7,8	7,9

Fuente: BCE.

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

niveles del 16,8% en el cuarto trimestre y del 15% en el tercer trimestre. Esta evolución fue atribuible, principalmente, a los acusados incrementos experimentados por los depósitos a plazo hasta dos años, que crecieron un 41,3% en enero, en términos interanuales, siendo ésta una de las tasas de crecimiento históricas más elevadas de este componente. Al mismo tiempo, continuó el descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses).

El continuo e intenso crecimiento de los depósitos a plazo hasta dos años refleja, en parte, el atractivo relativo de su remuneración, que ha seguido, en líneas generales, la subida de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. El diferencial con respecto a la remuneración de los depósitos de ahorro a corto plazo y de los depósitos a la vista se amplió en diciembre del 2007, favoreciendo el desplazamiento desde los depósitos de ahorro y a la vista (M1) hacia los depósitos a plazo. Además, el relativo aplanamiento de la curva de rendimientos también ha hecho que los depósitos a corto plazo resulten atractivos en comparación con los activos a más largo plazo no incluidos en M3, puesto que ofrecen mayor liquidez y un riesgo más bajo a un coste reducido en términos de rentabilidad.

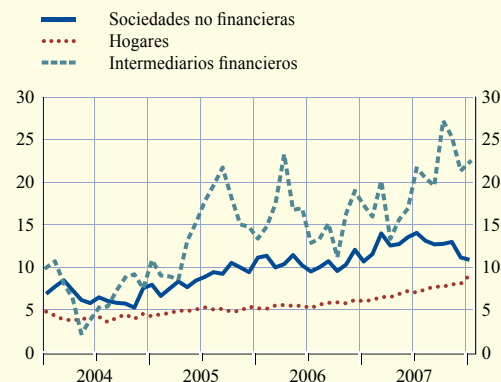
La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables descendió hasta el 17,9% en enero del 2008, tras haberse situado en el 19,6% en el cuarto trimestre y en el 18,7% en el tercer trimestre del 2007, ocultando la evolución heterogénea de sus distintos componentes. Las participaciones en fondos del mercado monetario registraron fuertes entradas por importe de 16 mm de euros en enero, contrarrestando con creces las salidas observadas el mes anterior. Esta trayectoria obedece, en parte, a la desaparición del efecto de fin de año observado en diciembre. La tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario fue del 10,6% en enero, frente al 10,7% del cuarto trimestre y el 13% del tercer trimestre. Esta moderación se debe a la reticencia general a mantener este tipo de participaciones, como consecuencia de la reevaluación de los riesgos del mercado monetario y de la preocupación ampliamente difundida sobre la calidad de los activos de algunos fondos del mercado monetario.

Al mismo tiempo, la demanda de valores distintos de acciones hasta dos años se atenuó significativamente, aunque en enero del 2008 siguió creciendo a una tasa interanual muy alta, del 38,2%, frente al 55,7% y el

48% en el cuarto trimestre y el tercer trimestre del 2007, respectivamente. Esta demanda, todavía firme, puede reflejar la preferencia de los inversores por activos líquidos a corto plazo, ante el relativo aplanamiento de la curva de rendimientos. Además, la emisión de valores distintos de acciones satisface la demanda de los inversores de opciones de inversión más sencillas, y podría decirse que más transparentes, en un momento en el que la preocupación por la transparencia de los instrumentos complejos es generalizada. Por último, la tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales aumentó hasta el 18,7% en enero, desde el 14% del cuarto trimestre y el 13,2% del tercer trimestre del 2007, siendo reflejo, en parte, del cambio a la plataforma de negociación Eurex ubicada en el sector de OIF para las contrataciones entre IFM, en respuesta a las perturbaciones de los mercados monetarios.

Gráfico 7 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

(tasas de variación interanual, sin ajustar de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.
Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

En cuanto al detalle del crecimiento monetario por sectores, que se basa en datos de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales («depósitos de M3»), la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 aumentó en enero del 2008. Esta evolución fue reflejo del continuo incremento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales de los hogares (hasta el 9,1%, desde el 7,9% del cuarto trimestre y el 7,3% del tercer trimestre del 2007) y de OIF (hasta el 23% en enero, frente al 27,1% del cuarto trimestre y el 23,7% del tercer trimestre del 2007), mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de las sociedades no financieras se redujo ligeramente en enero, hasta el 10,9%, frente al 12,3% y al 13,3% registrados en los dos trimestres anteriores (véase gráfico 7). En términos generales, aunque el sector de OIF siguió siendo el que contribuyó de forma más dinámica al crecimiento de los depósitos de M3 en el cuarto trimestre, el sector hogares fue nuevamente el que más contribuyó, con diferencia, al fuerte crecimiento de los agregados monetarios.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

Del lado de las contrapartidas de M3, el crecimiento interanual del crédito total de las IFM a residentes en la zona del euro aumentó hasta el 9,3% en el último trimestre del 2007, desde el 8,8% del tercer trimestre y el 8,1% del segundo trimestre (véase cuadro 1). Dentro del crédito total, las IFM siguieron vendiendo, en términos netos, valores de deuda pública de sus carteras, en consonancia con el patrón general observado desde marzo del 2006. La venta y compra de deuda pública forma parte de la gestión de liquidez de las IFM y, en el entorno de las turbulencias de los mercados financieros, puede que las IFM hayan vendido este tipo de valores para generar liquidez con el fin de satisfacer sus necesidades de financiación. Sin embargo, los volúmenes de las compras y las ventas del segundo semestre del 2007 no resultan extraordinarios y están a tono con la evolución registrada con anterioridad a las turbulencias de los mercados financieros.

El crédito de las IFM al sector privado mantuvo su intenso dinamismo y registró una tasa de crecimiento del 12,7% en enero, en comparación con el 12,3% del cuarto trimestre y el 11,7% del tercer trimestre del 2007. Este sólido crecimiento estuvo determinado por el fuerte crecimiento interanual de las tenencias de valores del sector privado por parte de IFM de la zona del euro, que se incrementó hasta el 43,5% en enero, frente al 36,4% del cuarto trimestre, y por el vigoroso crecimiento de los préstamos al sector

privado, que se mantuvo sin variación en enero, en el 11,1%, respecto al cuarto trimestre del 2007. El firme incremento de los valores de deuda pública del sector privado parece estar relacionado, en parte, con la financiación de los fondos de titulización, que han experimentado dificultades para vender bonos de titulización de activos a inversores no bancarios en el entorno actual de turbulencias financieras, en el que los mercados de bonos de titulización han perdido liquidez. Por tanto, en cierta medida, los préstamos previamente titulizados han vuelto a reflejarse en el balance de las IFM en forma de valores distintos de acciones³.

Dicha reintermediación también puede haber favorecido el sólido avance de los préstamos de las IFM a OIF, cuya tasa de crecimiento interanual aumentó hasta el 25,5% en enero, desde el 23,1% del cuarto trimestre. Este fuerte incremento estuvo impulsado, principalmente, por los préstamos hasta un año y, por tanto, podría sugerir que los fondos especiales (*conduits*) y los vehículos de inversión estructurada (SIV, en sus siglas en inglés) recurrieron abundantemente a las líneas de crédito. 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 importante 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.

Por lo que respecta al crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero (que incluye hogares y sociedades no financieras, pero excluye otras instituciones financieras, fondos de pensiones y empresas de seguros), existe escasa evidencia de que la reintermediación haya desempeñado un papel importante. Por el momento, la información disponible indica que las entidades de crédito han podido continuar con sus programas de titulización real (o fuera de balance), aunque los valores resultantes se suelen colocar de forma privada (a menudo reflejándose de nuevo en los balances de las IFM que originaron los préstamos subyacentes), más que venderse en el mercado. La suma acumulada de tres meses de los préstamos dados de baja del balance de las IFM ascendió a 29 mm de euros en el período comprendido entre noviembre y enero, sólo ligeramente por debajo de la suma de tres meses hasta diciembre, que se situó en 34 mm de euros. Esto implica que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero no se ha visto alterada por una parada repentina, o incluso una inversión, del proceso de eliminación (baja) de los préstamos de los balances de las entidades de crédito a través de la titulización. Además, como consecuencia de la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) por parte de las IFM en una serie de países de la zona del euro, el volumen de préstamos de las IFM dados de baja de los balances ha seguido siendo relativamente limitado en la zona. Debe señalarse que el flujo de préstamos de las IFM dados de baja de los balances se mantuvo en niveles positivos en el período de las turbulencias financieras y, por tanto, no puede desempeñar un papel importante a la hora de explicar el fuerte crecimiento actual de los préstamos al sector privado (véase también el recuadro 3 titulado «La importancia de las normas contables para interpretar las estadísticas de préstamos de las IFM»).

3 Para más información general sobre la actividad de titulización en la zona del euro, véase el artículo titulado «La titulización en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2008.

Recuadro 3

LA IMPORTANCIA DE LAS NORMAS CONTABLES PARA INTERPRETAR LAS ESTADÍSTICAS DE PRÉSTAMOS DE LAS IFM

El persistente y pronunciado crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero¹ durante el reciente período de turbulencias financieras ha planteado la cuestión de si este acusado endeudamiento podría deberse, en cierta medida, a la incapacidad de las entidades de crédito para «dar de baja» del balance préstamos (esto es, para eliminarlos de sus balances) en el contexto de los procesos de titulización fuera de balance o real². Se ha sugerido incluso que los numerosos préstamos concedidos al sector privado no financiero pueden ser resultado de la reintermediación forzosa de préstamos previamente titulizados (es decir, que las entidades de crédito hayan tenido que volver a incluir préstamos en sus balances porque la financiación de los fondos de titulización se ha vuelto insostenible en el contexto de las actuales perturbaciones). En este recuadro se consideran las implicaciones a estos efectos de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) aplicadas a los datos de contabilidad utilizados para elaborar las estadísticas del balance de las IFM en algunos países de la zona del euro desde el 2005. Una norma importante dentro de las NIIF es la Norma Internacional de Contabilidad n.º 39 (NIC 39) sobre reconocimiento y valoración de instrumentos financieros.

La importancia de las normas de contabilidad para la reintermediación de préstamos de las IFM

El tratamiento contable de las titulaciones fuera de balance de préstamos concedidos por las IFM con arreglo a la NIC39 puede ser diferente del aplicado con arreglo a las normas contables nacionales, ya que estas últimas a menudo permiten dar de baja total o parcialmente esos préstamos del balance de las IFM. Por tanto, la aplicación de dichas normas implicaría que la titulización fuera de balance conllevaría una reducción del saldo vivo de préstamos en el balance de las IFM.

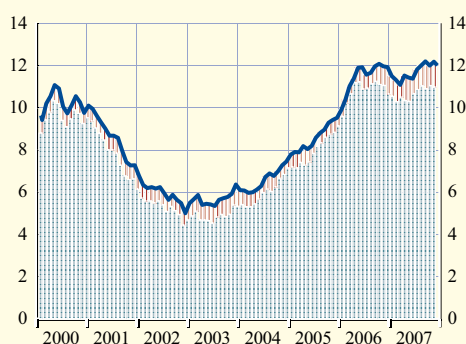
En cambio, la NIC39 sólo permite dar de baja en su totalidad préstamos que han sido objeto de titulización fuera de balance cuando la operación de titulización cumple determinados criterios rigurosos, tales como una transferencia sustancial de los riesgos y de beneficios, o la cesión del control que ostentan las IFM sobre los activos titulizados. En la mayor parte de las operaciones de titulización realizadas en la zona del euro (debido, en cierta medida, a las exigencias impuestas por los reguladores bancarios), parte del riesgo permanece en el balance de las IFM. Por ejemplo, las IFM pueden ofrecer una mejora crediticia o mantener el primer tramo de la pérdida de los préstamos titulizados (v.g., reteniendo parte del denominado tramo subordinado). Así, de conformidad con la NIC 39, la titulización fuera de balance de activos, incluso con un fondo de titulización libre del riesgo de quiebra de la entidad originadora y de sus acreedores, puede no ser suficiente para conseguir una transferencia sustancial de los riesgos económicos y, por tanto, la eliminación de los préstamos del balance de la IFM. Además, aunque, teóricamente, la NIC 39 permite dar de baja parcialmente del balance préstamos una vez transferidos a fondos de titulización exentos del riesgo de quiebra de la entidad originadora, al parecer, en la práctica, sólo algunas de las modalidades de titulización existentes cumplen los requisitos para aplicar ese criterio³.

- 1 El sector privado no financiero comprende los hogares y las sociedades no financieras, pero excluye el sector de otras instituciones financieras y las empresas de seguros y fondos de pensiones.
- 2 Para una explicación de la titulización fuera de balance, véase el artículo titulado «Titulización en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2008.
- 3 En ocasiones, la baja del balance de préstamos en países que aplican las NIIF está aún más restringida por normas reguladoras que exigen, por ejemplo, que la primera parte de una pérdida en el préstamo titulizado se mantenga en el balance de la IFM. Véase también Fitch (2006), «Bank Securitisation: IFRS Versus Basel II – Risk Transfer Revealed», Special Report.

Gráfico A Crecimiento de los préstamos de las IFM e impacto de la baja del balance de préstamos

(tasa de crecimiento interanual en porcentaje; contribuciones en puntos porcentuales)

- Préstamos de las IFM, y préstamos de las IFM al sector privado dados de baja
- Préstamos de las IFM al sector privado dados de baja
- Préstamos de las IFM al sector privado

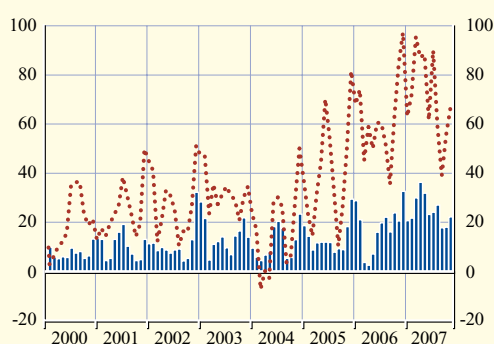


Fuente: BCE, estimaciones del BCE.

Gráfico B Préstamos de las IFM dados de baja del balance y emisión de bonos de titulización de activos por otros intermediarios financieros residentes en la zona del euro

(suma móvil de tres meses de los flujos; mm de euros)

- Préstamos de las IFM dados de baja
- Emisión de valores de titulización por otros intermediarios financieros



Fuente: BCE.

Notas: La emisión de valores también puede incluir titulizaciones sintéticas que no contribuyen a dar de baja del balance los préstamos de las IFM. Los datos de emisiones omiten la emisión por parte de otros intermediarios financieros no residentes.

Aunque con arreglo al Reglamento n° 1606/2002 de la UE, las NIIF deben aplicarse a las cuentas consolidadas de las entidades de crédito (en las distintas áreas geográficas y en las diferentes entidades del grupo o conglomerado), su aplicación a las cuentas nacionales no consolidadas de las IFM, que constituyen la base para la elaboración de las estadísticas monetarias del Eurosistema (estadísticas de balance), difiere entre los distintos países de la zona del euro.

Medición del impacto de los préstamos dados de baja sobre el balance total de las IFM

En algunos Estados miembros, en particular en los que la titulización fuera de balance había adquirido una creciente popularidad en los últimos años, las NIIF y la NIC 39 también se aplican a las cuentas nacionales no consolidadas de las IFM. El impacto de este tipo de titulización sobre el saldo vivo de los préstamos de las IFM en el agregado de la zona del euro ha continuado siendo, por tanto, relativamente limitado. Esto se desprende de la comparativamente pequeña diferencia entre la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM y la tasa de crecimiento interanual de estos préstamos teniendo en cuenta los préstamos dados de baja del balance (véase gráfico A), y también queda patente en la cantidad más bien reducida de préstamos de las IFM dados de baja del balance en relación con el volumen de emisión de activos de titulización por parte de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones en la zona del euro en los últimos años (véase gráfico B).

Es importante señalar que el flujo de préstamos de las IFM dados de baja del balance en el período de turbulencias de los mercados financieros ha continuado siendo positivo. Por consiguiente, en términos netos, la reintermediación no puede desempeñar un papel importante a la hora de explicar el acusado crecimiento actual de los préstamos al sector privado no financiero.

Conclusiones

Aunque el modelo bancario basado en «originar y distribuir» ha adquirido considerable importancia en los últimos años en algunos países de la zona del euro, esto no a llevado a dar de baja del balance préstamos a gran escala como consecuencia de la aplicación de las NIIF y la NIC 39 en algunos países de la zona. Al mismo tiempo, el continuo flujo positivo de préstamos que se han dado de baja confirma el argumento de que la evolución del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras se ha mantenido relativamente inalterada por los efectos de la reintermediación.

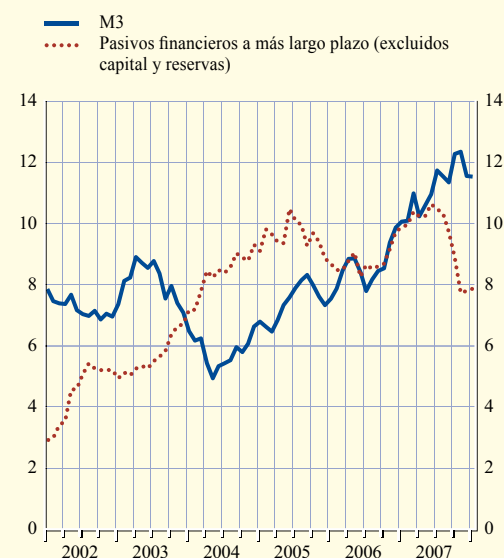
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se situó en el 14,6% en enero del 2008, tras registrar niveles del 14% en el cuarto trimestre y del 13,8% en el tercer trimestre del 2007. Este aumento se debe, en gran parte, al ascenso de las tasas de crecimiento de los préstamos a medio plazo. Más concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a más de un año y menos a cinco años se elevó hasta el 22,6%, desde el 21% del cuarto trimestre, mientras que la de los préstamos a más de cinco años fue del 12,8% en enero, sin variación con respecto a la tasa registrada el último trimestre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos hasta un año se incrementó hasta el 12,6%, frente al 11,9% del cuarto trimestre (véase también la sección 2.6 sobre los flujos de financiación y la posición financiera de las sociedades no financieras).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares volvió a registrar un descenso en enero, hasta el 6,1%, desde el 6,6% del cuarto trimestre y el 7% del tercer trimestre del 2007. Esta evolución obedeció, principalmente, a la nueva moderación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda, que se situó en el 6,9% en enero, frente al 7,7% del último trimestre del 2007, y fue consecuencia de la ralentización de la evolución del mercado de la vivienda en algunos países de la zona del euro, así como del impacto de las subidas de los tipos de interés hipotecarios en la zona. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo repuntó ligeramente, elevándose hasta el 5,8% en enero, desde el 5,3% observado en el cuarto trimestre del 2007 (véase también la sección 2.7 sobre los flujos de financiación y la posición financiera del sector hogares).

Entre las demás contrapartidas de M3, la evolución de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) que mantiene el sector tenedor de dinero se moderó ligeramente, con una tasa de crecimiento interanual que se situó en el 7,9% en enero, frente al 8,5% alcanzado en el último trimestre del 2007 (véase gráfico 8). Esta moderación refleja, en parte, el desplazamiento observado hacia vencimientos a más corto plazo en los valores distintos de acciones de las IFM que obran en poder

Gráfico 8 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM

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



Fuente: BCE.

del sector tenedor de dinero. En cuanto a las contrapartidas exteriores, en enero se registraron entradas netas interanuales de 28 mm de euros en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM, en comparación con entradas netas interanuales de 17 mm de euros el mes anterior (véase gráfico 9). Las fluctuaciones en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM no son extrañas en épocas en las que se intensifica la incertidumbre. Además, estas fluctuaciones pueden haberse acentuado en cierto modo por el efecto de fin de año.

En general, los datos más recientes (disponibles hasta enero del 2008) confirman que la dinámica monetaria de la zona del euro sigue siendo sólida. Teniendo en cuenta el relativo aplanamiento de la curva de rendimientos y la posible influencia de las turbulencias de los mercados financieros, la tasa subyacente de crecimiento monetario y crediticio también ha mantenido su vigor, en especial en el caso de las sociedades no financieras. Hasta el momento, el análisis monetario indica que las turbulencias de los mercados financieros no han tenido un impacto significativo en las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares.

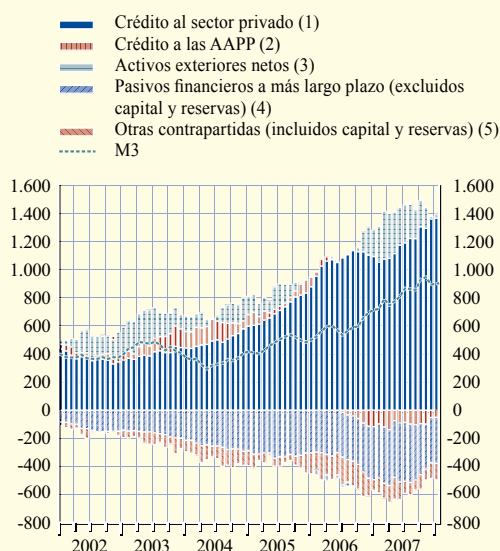
VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

La rápida acumulación de liquidez monetaria en la zona del euro continuó en el cuarto trimestre del 2007 y el primer mes del 2008, como quedó reflejado en la evolución de las brechas monetarias nominal y real (véanse gráficos 10 y 11). En relación con la brecha monetaria nominal, el fuerte crecimiento actual de M3 nominal ha generado aumentos adicionales tanto de la brecha monetaria basada en datos de M3 oficial como de la basada en la serie de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera. La brecha monetaria real tiene en cuenta que parte de la liquidez acumulada ha sido absorbida por el aumento de los precios, reflejando desviaciones positivas de la inflación con respecto a la definición de estabilidad de precios del BCE. Aunque ambas medidas de la brecha monetaria real son inferiores a las medidas de la brecha monetaria nominal correspondientes, sus tasas de aumento han sido comparables en los últimos trimestres.

Es necesaria cierta cautela a la hora de interpretar las cifras, dado que estas medidas se obtienen mecánicamente y únicamente proporcionan estimaciones imperfectas de la situación de liquidez. La amplia gama de estimaciones derivadas de las cuatro medidas citadas anteriormente ilustra este punto. No obstante, incluso después de tener en cuenta el aplanamiento relativo de la curva de rendimientos, el panorama general que presentan estas medidas, y, en particular, el derivado del análisis monetario amplio orientado hacia la identificación del crecimiento subyacente de M3, apunta a que se mantiene la situación de abundancia de liquidez en la zona del euro. Un intenso crecimiento monetario y crediticio en un contexto de liquidez monetaria ya holgada entraña riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

Gráfico 9 Contrapartidas de M3

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

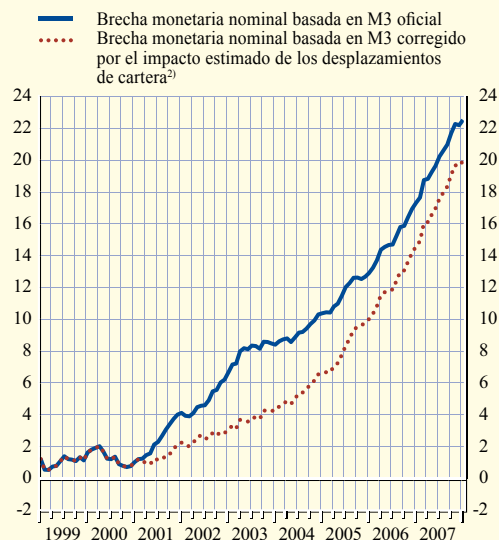


Fuente: BCE.

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.

Gráfico 10 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)



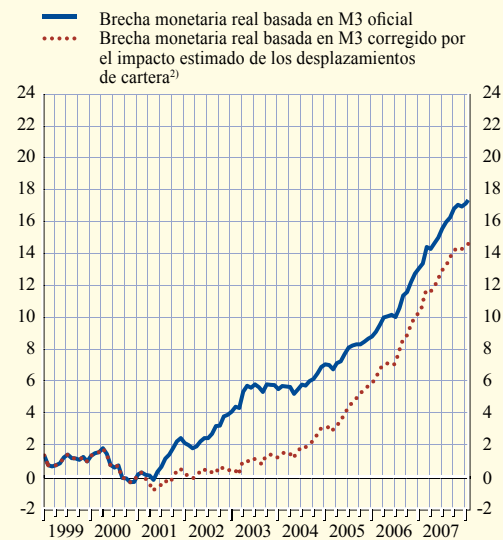
Fuente: BCE.

1) La medida de la brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3 real; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)



Fuente: BCE.

1) La medida de la brecha monetaria real se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5%), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

En el tercer trimestre del 2007, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros se redujo ligeramente. Esta evolución refleja principalmente una desaceleración de la tasa de crecimiento de la inversión financiera por parte de los hogares, mientras que la contribución de las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas casi no varió. Los flujos interanuales hacia los fondos de inversión volvieron a disminuir levemente en el tercer trimestre, al igual que la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el tercer trimestre del 2007 (el más reciente para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó hasta el 4,5%, desde el 4,8% registrado en el segundo trimestre (véase cuadro 2). El desglose por instrumento de inversión muestra que este descenso refleja, en especial, una desaceleración de la tasa de crecimiento de la inversión en efectivo y depósitos, participaciones en fondos de inversión y reservas técnicas de seguro. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros, se mantuvo prácticamente sin variación, mientras que la tasa de crecimiento de la inversión en acciones y otras participaciones experimentó un ligero aumento.

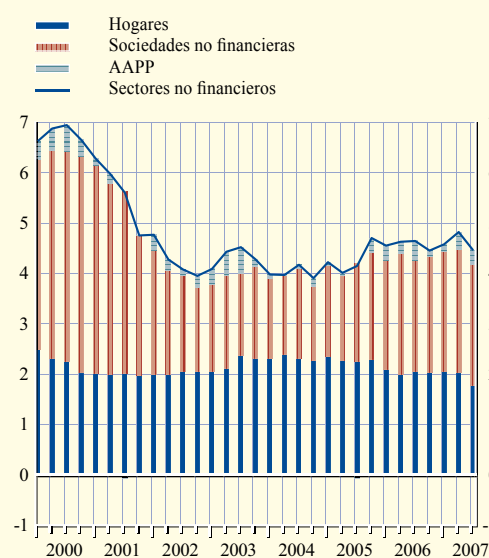
El detalle por sector no financiero muestra que el descenso de la inversión financiera total se debió principalmente a la menor contribución de los hogares (véase gráfico 12). La contribución de las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente sin cambios (para obtener información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera del sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7). Desde una perspectiva a más largo plazo, el crecimiento de la inversión financiera por parte de los sectores privados no financieros en el tercer trimestre se corresponde, en general, con el crecimiento medio observado en los cuatro años transcurridos desde que remitieron las incertidumbres económicas y financieras del período 2001-2003.

INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de los activos totales de los fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) de la zona del euro descendió a alrededor del 10% en el tercer trimestre del 2007, tras registrar una tasa del 17% en el segundo trimestre. Esta moderación tuvo su origen, principalmente, en el crecimiento más lento de las acciones y otras participaciones y de los valores distintos de acciones. Asimismo, es probable que refleje efectos de valoración, pero posiblemente también cierta incertidumbre inversora como conse-

Gráfico 12 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Cuadro 2 Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro

	Saldo vivo en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2005 II	2005 III	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III
Inversión financiera	100	4,0	4,2	4,7	4,6	4,6	4,6	4,5	4,6	4,8	4,5
Efectivo y depósitos	22	5,8	5,5	6,4	6,4	6,4	7,0	6,9	7,3	7,8	7,2
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	1,5	0,4	-0,3	1,4	2,7	4,4	6,2	5,0	3,9	3,8
De los cuales: A corto plazo	1	-9,5	-4,3	-12,4	8,5	10,6	19,0	34,5	26,8	24,0	34,8
De los cuales: A largo plazo	5	2,8	1,0	0,7	0,8	2,0	3,2	4,0	3,0	2,0	0,6
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	34	2,5	3,3	3,2	2,2	2,5	1,8	1,7	2,0	2,3	2,7
De las cuales: Acciones cotizadas	10	-0,5	-1,4	0,7	-0,9	0,4	1,2	0,1	0,9	1,4	1,3
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	24	3,7	5,1	4,1	3,4	3,3	2,0	2,3	2,5	2,6	3,3
Participaciones en fondos de inversión	6	2,2	3,7	4,5	3,1	1,8	-0,4	-1,3	-0,9	-0,5	-2,6
Reservas técnicas de seguro	15	7,2	7,4	7,7	7,6	7,1	6,8	6,2	5,6	5,5	4,9
Otros ²⁾	16	3,1	2,7	4,5	5,4	5,8	7,2	6,7	7,3	7,7	6,9
M3 ³⁾		7,6	8,3	7,3	8,5	8,4	8,5	9,9	11,0	11,0	11,3

Fuente: BCE.

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

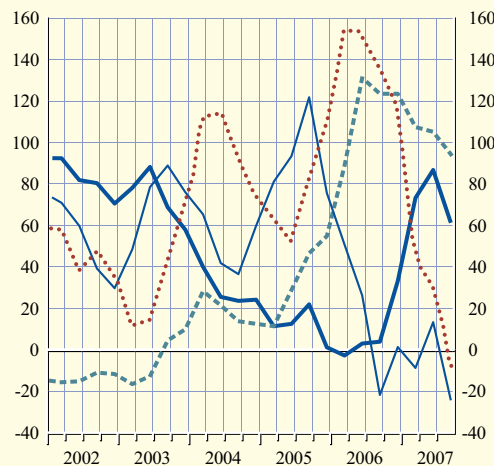
2) Otros activos financieros comprende préstamos, derivados financieros y otras cuentas pendientes de cobro, que a su vez incluye, entre otros, el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras.

3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y las instituciones financieras no monetarias) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

Gráfico 13 Flujos netos anuales de entrada en los fondos de inversión (por categorías)

(mm de euros)

- Fondos del mercado monetario
- Fondos de renta variable¹⁾
- - - - - Fondos mixtos¹⁾
- Fondos de renta fija¹⁾

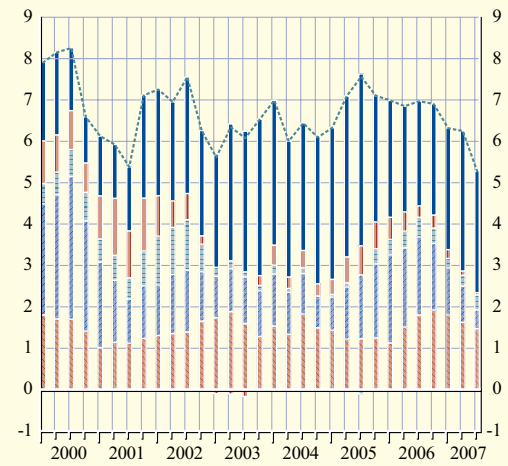


Fuentes: BCE y EFAMA.
1) Cálculos del BCE basados en datos nacionales proporcionados por EFAMA.

Gráfico 14 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros
- Acciones cotizadas
- Acciones no cotizadas y otras participaciones
- Participaciones en fondos de inversión
- Otros¹⁾
- - - - - Activos financieros totales



Fuente: BCE.
1) Incluye préstamos, depósitos, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros.

cuencia del comienzo de las turbulencias en los mercados financieros. Esta incertidumbre cuadraría con el hecho de que, simultáneamente, los depósitos de los fondos de inversión registraron un crecimiento interanual más pronunciado.

Los datos proporcionados por EFAMA⁴ correspondientes al tercer trimestre del 2007 indican que, de los distintos tipos de fondos de inversión, los fondos mixtos siguieron registrando las entradas netas interanuales más acusadas, aunque en una medida inferior a la de trimestres anteriores (véase gráfico 13). Tanto los fondos de renta variable como los de renta fija registraron salidas netas interanuales en el tercer trimestre del 2007, tras las entradas todavía positivas del trimestre anterior. En los fondos del mercado monetario continuaron observándose entradas netas interanuales en el tercer trimestre, aunque en un volumen menor que en el segundo trimestre, probablemente como consecuencia del impacto inicial de las turbulencias de los mercados financieros en el tercer trimestre del 2007, cuando los inversores retiraron indiscriminadamente sus inversiones de los fondos del mercado monetario (véase sección 2.1).

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro descendió hasta el 5,3% en el tercer trimestre del 2007, desde el 6,2% del segundo trimestre (véase gráfico 14). Esta evolución fue reflejo, en cierta medida, de la reducción de la tasa de crecimiento de la inversión del sector no financiero en productos de seguro. La tasa de

4 La Asociación Europea de Fondos y Gestión de Activos (EFAMA, en sus siglas en inglés) proporciona información sobre las ventas netas (o los flujos netos) de los fondos abiertos de renta variable y de renta fija en Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los flujos netos de entrada en fondos de renta variable y de renta fija de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2004.

crecimiento de la inversión por parte de las empresas de seguros y los fondos de pensiones disminuyó porque bajó la contribución de las participaciones en fondos de inversión y de los valores distintos de acciones (excluidos derivados financieros).

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

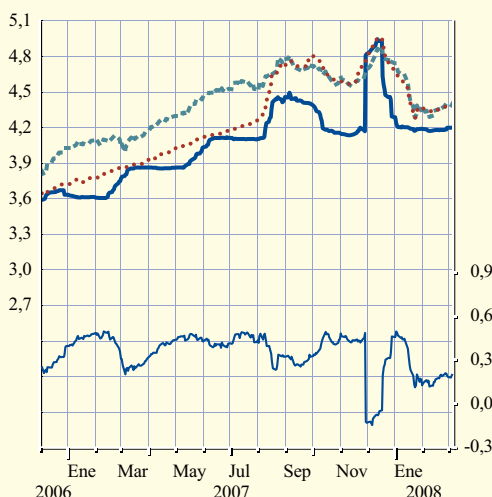
Los tipos de interés no colateralizados del mercado monetario disminuyeron de forma significativa en diciembre del 2007 y enero del 2008, antes de estabilizarse en febrero. En consecuencia, los diferenciales inusualmente amplios entre los tipos de interés no colateralizados y colateralizados se redujeron durante este periodo, aunque se mantenían, a comienzos de marzo, muy por encima de los niveles registrados antes de agosto del 2007. La pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se acentuó marcadamente en diciembre y al principio de enero, y el diferencial entre los tipos de interés no colateralizados a doce meses y a un mes se incrementó hasta alcanzar los 49 puntos básicos. A partir de entonces, este diferencial se fue estrechando, estabilizándose en torno a 20 puntos básicos al inicio de marzo.

Los tipos de interés no colateralizados del mercado monetario se redujeron sustancialmente en diciembre del 2007 y enero del 2008, antes de estabilizarse en febrero. El 5 de marzo, el EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situó en el 4,20%, el 4,40%, el 4,41% y 4,40%, respectivamente, es decir, 66, 47, 39 y 32 puntos básicos por debajo de los niveles observados a principios de diciembre del 2007 (véase gráfico 15).

Gráfico 15 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)

- EURIBOR a un mes (escala izquierda)
- ... EURIBOR a tres meses (escala izquierda)
- - - EURIBOR a doce meses (escala izquierda)
- Diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes (escala derecha)

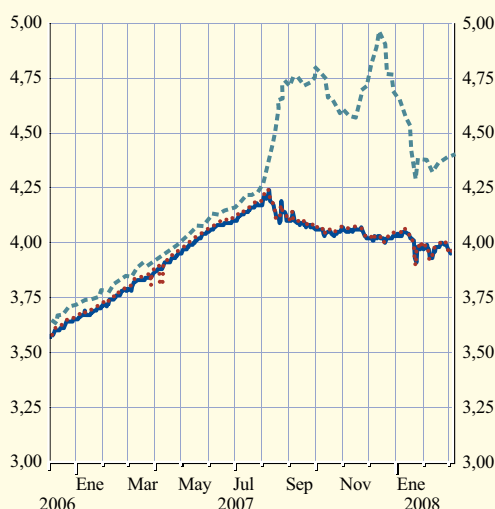


Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 16 EUREPO, EURIBOR y swap de tipos de interés a un día, a tres meses

(en porcentaje; datos diarios)

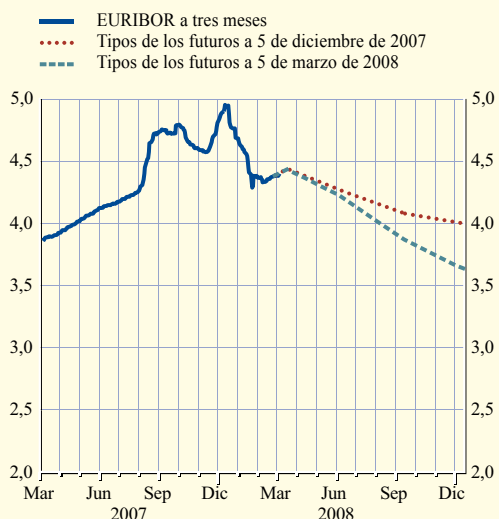
- EUREPO a tres meses
- ... Swap de tipos de interés a un día, a tres meses
- - - EURIBOR a tres meses



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 17 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

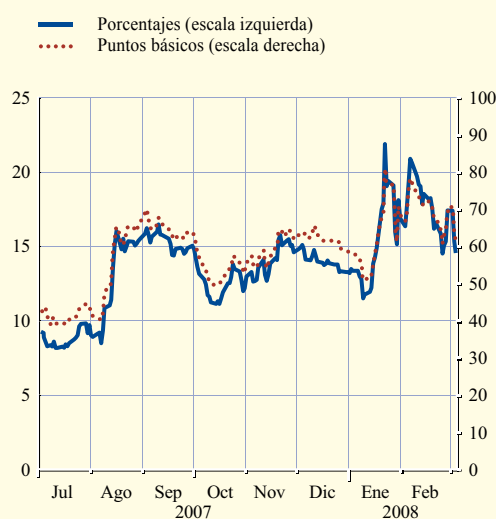
(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.
 Nota: Futuros a tres meses para entrega al final del trimestre en curso y de los tres siguientes, según cotizaciones de Liffe.

Gráfico 18 Volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio del 2008

(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg, Reuters y cálculos del BCE.
 Nota: La medida en puntos básicos se obtiene multiplicando la volatilidad implícita en porcentaje por el tipo de interés correspondiente (véase también el recuadro titulado «Medidas de la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros de tipos de interés a corto plazo», en el Boletín Mensual de mayo del 2002).

El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes era de 20 puntos básicos el 5 de marzo, en comparación con -13 puntos básicos a primeros de diciembre del 2007 (véase gráfico 15). A comienzos de enero, el diferencial aumentó considerablemente, hasta alcanzar los 49 puntos básicos. La acentuación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario reflejó la disipación del efecto de fin de año en los plazos más cortos. Además, los diferenciales entre los tipos EURIBOR no colateralizados y los tipos colateralizados (como los derivados del índice *swap* del EONIA o el EUREPO) siguen siendo elevados en términos históricos, en el contexto de las persistentes tensiones registradas en el mercado monetario. No obstante, estos diferenciales se redujeron notablemente entre principios de diciembre y mediados de enero, y se han estabilizado desde entonces. El diferencial entre los tipos EURIBOR no colateralizados y los tipos colateralizados a tres meses disminuyó, desde 86 puntos básicos el 5 de diciembre de 2007, hasta 43 puntos básicos el 5 de marzo (véase gráfico 16).

El 5 de marzo, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio, septiembre y diciembre del 2008 se situaban en el 4,44%, el 4,20%, el 3,87% y el 3,63%. Estos tipos representaron descensos de 5, 21 y 37 puntos básicos para los contratos con vencimiento en junio, septiembre y diciembre, en comparación con los niveles observados el 5 de diciembre de 2007, mientras que no supusieron variaciones para los contratos con vencimiento en marzo (véase gráfico 17).

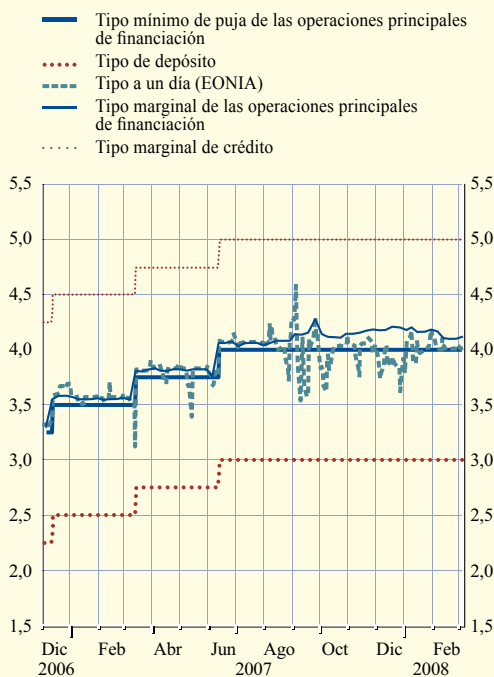
Las expectativas de los participantes en el mercado en lo que respecta a los tipos de interés a muy corto plazo en el 2008 se ajustaron ligeramente a la baja entre principios de diciembre del 2007 y comienzos de marzo del 2008, como muestra la evolución de los tipos *swap* del EONIA y como se refleja también en los futuros del EURIBOR a tres meses (véase gráfico 16).

Tras disminuir ligeramente en la segunda mitad de diciembre del 2007 y la primera mitad de enero del 2008, la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses experimentó un fuerte aumento a mediados de enero, y volvió a descender levemente en fechas posteriores (véase gráfico 18).

En diciembre del 2007, los tipos de interés a muy corto plazo se caracterizaron por la volatilidad, como consecuencia de las tensiones que se venían registrando en el mercado monetario, y se redujeron a niveles inferiores al 4% (véase gráfico 19). El BCE siguió destacando la importancia de mantener los tipos de interés interbancarios a un día en niveles estables y próximos al tipo mínimo de puja. Con el fin de responder a la necesidad 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. A finales de enero, el EONIA se elevó hasta situarse por encima del 4%, para descender luego ligeramente, y estabilizarse finalmente en torno al 4% a comienzos de marzo. Esta evolución y las operaciones de política monetaria llevadas a cabo por el BCE se describen con mayor detalle en el recuadro 4.

Gráfico 19 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Recuadro 4

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 14 DE NOVIEMBRE DE 2007 Y EL 12 DE FEBRERO DE 2008

En este recuadro se describe la gestión de la liquidez del BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 11 de diciembre de 2007, el 15 de enero y el 12 de febrero de 2008. Todo este período se vio afectado también por las tensiones que experimentó el mercado monetario de la zona del euro a partir de agosto del 2007. Como en los tres períodos de mantenimiento de reservas precedentes, el BCE hizo frente a estas tensiones tomando varias medidas para adaptar el calendario y el vencimiento de sus operaciones de liquidez en el transcurso de los períodos de mantenimiento de reservas. Antes de que comenzaran a manifestarse las tensiones en el mercado monetario, el BCE proporcionó liquidez de forma que permitió a las entidades de contrapartida mantener más o menos el mismo volumen de liquidez agregada durante cada día de un período de mantenimiento de reservas. Sin embargo, desde que se iniciaron las turbulencias, el BCE ha incrementado la oferta de liquidez al comienzo del período de mantenimiento y la ha reducido hacia el final. Este «adelanto» de la liquidez que proviene de asignar una cantidad superior a la adjudicación de referencia en las operaciones principales de financiación (OPF), ha permitido a las entidades de contrapartida

tida cumplir sus exigencias de reservas en una fecha algo más temprana del período de mantenimiento, pero no ha modificado la oferta media de liquidez durante todo el período de mantenimiento. El BCE, a través de los servicios electrónicos de información, explicó las medidas adoptadas¹.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

En los tres períodos de mantenimiento de reservas analizados, las necesidades de liquidez de las entidades de crédito aumentaron, en promedio, 1,2 mm de euros en comparación con los tres períodos precedentes. Este efecto puede explicarse principalmente por un incremento de las exigencias de reservas de 5,8 mm de euros y de 0,1 mm de euros en el caso del exceso de reservas, mientras que los factores autónomos se situaron en niveles notablemente inferiores, experimentando una caída de 4,7 mm de euros. Las necesidades de liquidez totales resultantes de las exigencias de reservas ascendieron a 199,1 mm de euros, y las correspondientes a los factores autónomos se situaron, en promedio, en 249,1 mm de euros (véase gráfico A).

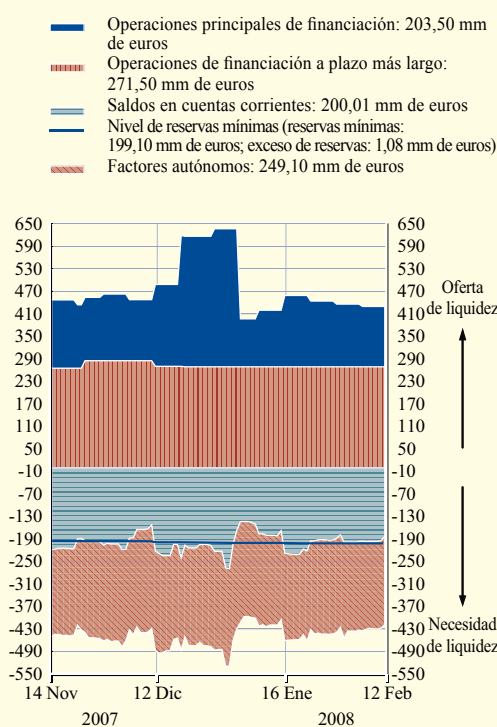
El exceso de reservas (es decir, la media diaria de los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas) aumentó ligeramente en los tres períodos analizados, hasta un promedio de 0,93 mm de euros (véase gráfico B), ligeramente por encima de la media (0,75 mm de euros) observada desde la introducción de los cambios en el marco de aplicación de la política monetaria en marzo del 2004. Este incremento tuvo su origen, principalmente, en el exceso de reservas registrado en el período de mantenimiento que abarca el final del año.

Oferta de liquidez y tipos de interés

El volumen total de operaciones vivas de mercado abierto (denominadas en euros) sólo se incrementó ligeramente como resultado del aumento de las exigencias de reservas. Las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) complementarias realizadas en agosto y septiembre por importes de 40 mm de euros y 75 mm de euros, respectivamente, se renovaron a su vencimiento en noviembre y diciembre con una ligera variación en el importe, que se estableció en 60 mm de euros en cada una de las nuevas operaciones. Así pues, la estructura de vencimientos de las operaciones vivas de mercado abierto se mantuvo prácticamente estable durante el período analizado, representando las OFPML y las OPF alrededor del 60% y del 40%, respectivamente, del volumen total de liquidez proporcionado.

Gráfico A Necesidades de liquidez del sistema bancario y oferta de liquidez

(mm de euros; al lado de cada rúbrica se muestran las medias diarias para todo el período)

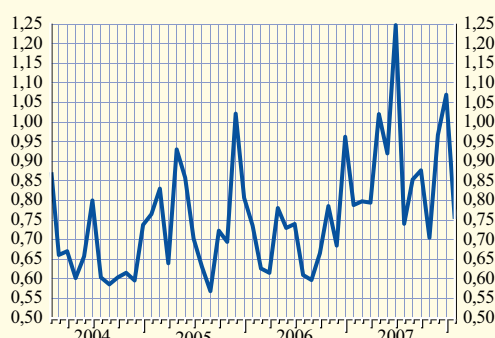


Fuente: BCE.

¹ La lista completa de declaraciones formuladas por el BCE puede consultarse, en inglés, en la siguiente dirección: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/communication.en.html>

Gráfico B Exceso de reservas¹⁾

(mm de euros; nivel medio en cada periodo de mantenimiento)



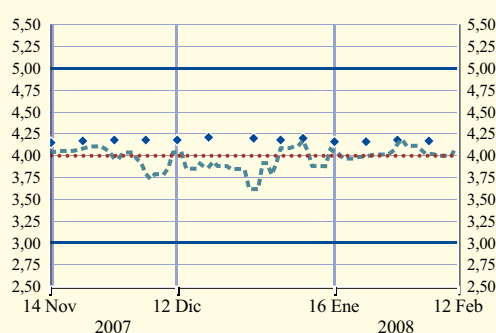
Fuente: BCE.

1) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)

- ◆ Tipo marginal OPF
- Tipo mínimo de puja OPF
- EONIA
- Corredor establecido por los tipos de interés aplicados a las facilidades marginal de crédito y de depósito



Fuente: BCE.

El 12 de diciembre de 2007, el BCE anunció que, en el contexto de la USD Term Auction Facility (Operación de financiación a plazo en dólares) ofrecido por la Reserva Federal, pondría en marcha dos operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses, con vencimientos de 28 y 35 días respectivamente, el 17 y el 20 de diciembre. Estas operaciones, que se repitieron en enero (y se interrumpieron después) no afectaron a la oferta de liquidez en euros.

Durante los períodos de mantenimiento que finalizaron en diciembre y enero, el EONIA mostró una volatilidad mayor que en los últimos años (véase gráfico C). En el período de mantenimiento siguiente, que finalizó el 12 de febrero, el EONIA se mantuvo notablemente estable, si se exceptúa un efecto algo más fuerte de fin de mes. Debido a que las pujas presentadas por las entidades de contrapartida en las OPF fueron muy competitivas, el diferencial entre los tipos marginales de estas operaciones (los tipos más bajos a los que estas entidades reciben liquidez) y el tipo mínimo de puja fue, en ocasiones, relativamente grande, pero comenzó a reducirse hacia el final del período analizado.

Período de mantenimiento de reservas que finalizó el 11 de diciembre

En este período de mantenimiento, el BCE siguió aplicando su política de adelantar la oferta de liquidez y adjudicó 20 mm de euros y 18,5 mm de euros por encima del importe de referencia en las dos primeras OPF. Durante las dos primeras semanas, el EONIA se mantuvo por encima del 4%, pero mostró una tendencia ascendente que, probablemente, también tuvo relación con la proximidad del final del año. En estas circunstancias, el BCE comunicó, el 23 de noviembre, que intensificaría su política de adelantar liquidez como mínimo hasta fin de año. Por consiguiente, adjudicó 30 mm de euros por encima del importe de referencia en la OPF siguiente y el EONIA se redujo hasta un nivel próximo al 4% en la tercera semana del período de mantenimiento.

Además, el 30 de noviembre, el Eurosistema anunció su decisión de prorrogar el vencimiento de la penúltima OPF del 2007 hasta dos semanas para que esta operación cubriera el final del año y, por consiguiente, las entidades de crédito dependieran menos de la OPF siguiente, del 28 de diciembre, para satisfacer sus necesidades de liquidez de fin de año.

Tras la adjudicación de 10 mm de euros por encima del importe de referencia en la última OPF del período de mantenimiento, el EONIA se redujo hasta un nivel notablemente más bajo que el tipo mínimo de puja y, el 7 de diciembre, el BCE realizó una operación de ajuste para absorber liquidez por un importe de hasta 8 mm de euros con un plazo de vencimiento de cinco días. Posteriormente, el EONIA se estabilizó en un nivel más próximo al tipo mínimo de puja, situándose en el 3,857% el penúltimo día del período de mantenimiento. El último día del período, el BCE restableció el equilibrio de la liquidez mediante una operación de ajuste que permitió drenar 21 mm de euros, a un tipo de interés del 4%. El período de mantenimiento finalizó con un recurso neto muy pequeño a la facilidad marginal de crédito de 23 millones de euros y con el EONIA en el 4,038%.

Período de mantenimiento de reservas que finalizó el 15 de enero

El 11 de diciembre, en la primera OPF de este período de mantenimiento, el BCE adjudicó 35 mm de euros por encima del importe de referencia. El EONIA se redujo hasta un nivel de alrededor del 3,8% a lo largo de la semana y, el 17 de diciembre, se absorbieron 36 mm de euros mediante una operación de ajuste con vencimiento a un día. El mismo día, el EONIA se situaba en el 3,912% y el BCE anunciaba su decisión de adjudicar, en la OPF extraordinaria de dos semanas del día siguiente, todas las pujas a tipos de interés iguales o superiores al tipo medio ponderado de adjudicación de la OPF anterior, es decir, 21 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja. El objetivo de esta medida excepcional era reducir las continuas tensiones en el mercado monetario antes del final del año. La importancia de dichas tensiones se reflejó en los tipos de interés de mercado y en el hecho de que las entidades de contrapartida pujasen por una cantidad de 348 mm de euros en la operación de dos semanas, es decir, 168 mm de euros por encima del importe de referencia. En los días siguientes, el BCE absorbió alrededor de 150 mm de euros diarios mediante una serie de operaciones de ajuste de drenaje de liquidez. El EONIA se mantuvo en torno al 3,85% hasta el viernes 28 de diciembre, bajando ese día hasta el 3,618% después de la adjudicación de 20 mm de euros en la última OPF del año. El 31 de diciembre, el EONIA se situó en el 3,916% y, por lo tanto, por primera vez desde 1999, por debajo del tipo mínimo de puja en el último día de negociación del año.

En las dos restantes OPF del período de mantenimiento, las adjudicaciones por encima del importe de referencia se redujeron a 35 mm de euros y 4 mm de euros, respectivamente, lo que se tradujo en una nueva disminución del exceso de liquidez que se había acumulado durante el período de Navidad. Por consiguiente, el EONIA aumentó gradualmente hasta situarse por encima del tipo mínimo de puja, alcanzando temporalmente un máximo del 4,174% el 9 de enero para retroceder de nuevo hasta el 3,881% el 14 de enero. Al día siguiente, último día del período de mantenimiento, se absorbió un exceso de liquidez de 20 mm de euros mediante una operación de ajuste. El período de mantenimiento finalizó con un pequeño recurso neto a la facilidad marginal de crédito de 200 mm de euros y el EONIA se fijó en el 4,078%.

Período de mantenimiento que finalizó el 12 de febrero

Poco antes de iniciarse el período que finalizó el 12 de febrero, el BCE anunció su intención de mantener su política de adelantar la provisión de liquidez a lo largo del período de mantenimiento mien-

tras fuera necesario. Por consiguiente, en la primera OPF se adjudicaron 25 mm de euros por encima del importe de referencia, reduciéndose gradualmente estas adjudicaciones extraordinarias hasta 4 mm de euros en la última OPF del período de mantenimiento. Durante todo el período, el EONIA se mantuvo dentro de una gama de unos pocos puntos básicos en torno al tipo mínimo de puja, con la excepción de los últimos días de enero, en los que alcanzó un máximo del 4,187%. El último día del período de mantenimiento de reservas, el BCE absorbió 16 mm de euros mediante una operación de ajuste. El período finalizó con un pequeño recurso neto a la facilidad de depósito de 1 mm de euros y con el EONIA en el 4,103%.

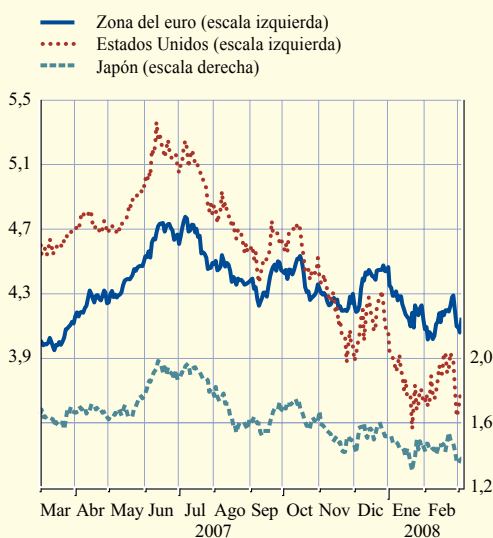
2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo experimentó fuertes fluctuaciones entre finales de noviembre del 2007 y comienzos de marzo del 2008, reflejo de los sobresaltos que se observaron en los mercados de renta variable, como resultado de la mayor inquietud de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de actividad económica. Los tipos de interés reales descendieron en el período considerado, especialmente en los plazos más cortos. Las pronunciadas fluctuaciones del rendimiento de la deuda pública a largo plazo estuvieron acompañadas de un acusado aumento de la volatilidad implícita de los mercados de renta fija.

La evolución de los mercados internacionales de renta fija entre finales de noviembre del 2007 y comienzos de marzo del 2008 estuvo dominada por la creciente inquietud ante posibles efectos de contagio de las turbulencias financieras que pudiesen afectar a la economía real. El temor de que la contracción de la actividad económica resultase ser más importante de lo previsto surgió primero en Estados Unidos y se extendió posteriormente a otros países. En consecuencia, los participantes en el mercado empezaron a tener dudas respecto a que la economía mundial pudiese mantener el vigoroso crecimiento observado en los últimos años. Las perspectivas menos optimistas acerca del crecimiento económico mundial acabaron por extenderse a la zona del euro. En general, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro se situó en el 4,2% el 5 de marzo, unos 15 puntos básicos por debajo de los niveles de finales de noviembre (véase gráfico 20). Al mismo tiempo, el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años disminuyó en torno a 30 puntos básicos, hasta situarse en el 3,7% al final del período analizado. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro se amplió ligeramente en términos absolutos en este período, situándose en -45 puntos básicos a comienzos de marzo. En Japón, el rendimiento

Gráfico 20 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.

de la deuda pública a diez años sólo descendió ligeramente, quedando en el 1,4% al final del período examinado.

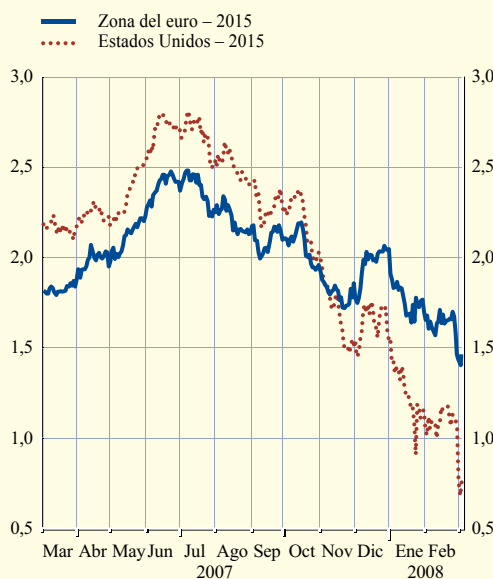
El rendimiento de la deuda pública ha experimentado fuertes fluctuaciones en Estados Unidos y en la zona del euro en los tres últimos meses. Tras los altos niveles de volatilidad registrados en los mercados financieros en noviembre del 2007, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo experimentó fluctuaciones relativamente reducidas en el transcurso del mes de diciembre, ante señales de estabilización de los mercados de renta variable y de crédito. El rendimiento de los bonos estadounidenses experimentó escasas variaciones en respuesta a la decisión de recortar el tipo de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos, adoptada el 11 de diciembre de 2007 por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal. En fechas posteriores de diciembre y en enero, el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo disminuyó de forma significativa, ante la publicación de datos menos favorables de lo previsto sobre la actividad económica. Los datos relativos a los mercados de

la vivienda y del trabajo y a la producción industrial (por ejemplo, el índice ISM manufacturero) fueron particularmente decepcionantes para los participantes en el mercado y contribuyeron al acusado descenso del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo observado durante este período. En línea con el debilitamiento de las expectativas de los participantes en el mercado respecto al crecimiento económico, la sensible reducción del rendimiento nominal de los bonos estuvo determinada por la evolución de los tipos de interés reales (véase gráfico 21). Tras el recorte de 75 puntos básicos del tipo de referencia de los fondos federales, llevado a cabo el 22 de enero por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, y la nueva rebaja de 50 puntos básicos realizada el 30 de enero, el rendimiento de los bonos estadounidenses repuntó ligeramente en el transcurso de febrero, aunque volvió a disminuir a finales de febrero y comienzos de marzo del 2008.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro fue reflejo, en general, de la evolución del mercado de bonos estadounidenses durante el período considerado. Sin embargo, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro fluctuó menos que el de los bonos estadounidenses. Por ejemplo, mientras que el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo disminuyó en torno a 90 puntos básicos entre el máximo alcanzado hacia finales de diciembre del 2007 y el 22 de enero de 2008, fecha en que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció el recorte del tipo de referencia, el correspondiente rendimiento de la deuda pública de la zona del euro sólo se redujo en 40 puntos básicos. En consecuencia, el diferencial de tipos de interés a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro se tornó claramente negativo, situándose en torno a -70 puntos básicos el 22 de enero de 2008, nivel no observado desde el 2002. Los niveles notablemente inferiores de volatilidad del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro sugieren que los inversores consideran que la zona del euro está menos expuesta que Estados Unidos a las consecuencias económicas de las turbulencias financieras mundiales. La evolución del rendimiento real de la deuda

Gráfico 21 Rendimiento real de los bonos

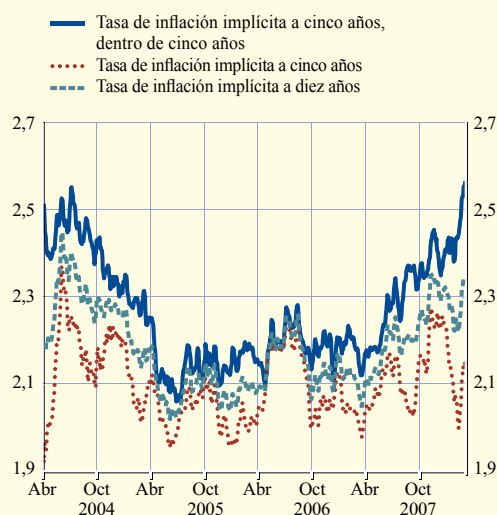
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 22 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

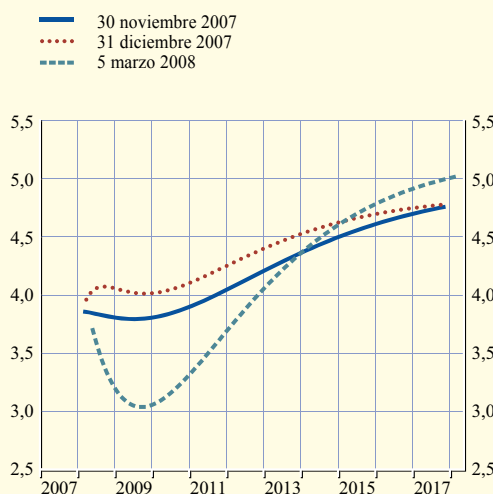
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 23 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Cálculos del BCE, EuroMT (datos) y Fitch Rating (calificaciones crediticias).

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

pública de la zona del euro respalda también la opinión de que los participantes en el mercado no han revisado marcadamente a la baja sus expectativas de crecimiento económico de la zona del euro a más largo plazo. De hecho, mientras que los tipos de interés reales a corto plazo de la zona del euro bajaron ligeramente en el período analizado, los tipos reales a cinco años, dentro de cinco años, se mantuvieron muy estables por encima del 2%.

En febrero del 2008, reflejo de las fluctuaciones de los rendimientos de los bonos durante el período examinado, la incertidumbre de los mercados de renta fija, medida por las volatilidades implícitas obtenidas de los precios de las opciones, alcanzó los niveles más altos registrados en los últimos cinco años en Estados Unidos y en la zona del euro posible, señal de que los inversores en renta fija albergaban una considerable incertidumbre en torno a las perspectivas económicas y a la orientación futura de la política monetaria.

La estructura temporal de las tasas de inflación implícitas de la zona del euro se acentuó ligeramente en el período considerado. En particular, las tasas de inflación implícitas a cinco años disminuyeron hasta situarse algo por debajo del 2,2% a comienzos de marzo del 2008, desde aproximadamente el 2,3% registrado a finales de noviembre del 2007 (véase gráfico 22). Las tasas de inflación implícitas a diez años se mantuvieron, en general, estables, en este período. 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, aumentó ligeramente en relación con los elevados niveles alcanzados a finales de noviembre, situándose por encima del 2,5% al final del período examinado. En general, la evolución

de las tasas de inflación implícitas entre finales de noviembre y principios de marzo sugiere que los acontecimientos más recientes, especialmente la aparición de indicios desfavorables respecto a las perspectivas económicas, no han reducido de forma significativa la inquietud de los participantes en el mercado respecto a la inflación a largo plazo de la zona del euro.

En el conjunto del período analizado, los tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro bajaron en los plazos cortos y medios, reflejo de un cambio en las expectativas de los inversores acerca de la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo (véase gráfico 23). Por otra parte, en contraste con la situación observada al final del año pasado, se produjo una importante inversión en los plazos más cortos de la curva de tipos *forward* implícitos de la zona del euro en los dos primeros meses del 2008. Ello parece ser también reflejo del deterioro de las expectativas de los participantes en el mercado respecto a la evolución económica de la zona del euro en el corto plazo. Al mismo tiempo, los tipos *forward* a largo plazo aumentaron ligeramente, lo que sugiere que los inversores no habían revisado sustancialmente sus expectativas de crecimiento a largo plazo, pese a las recientes turbulencias financieras.

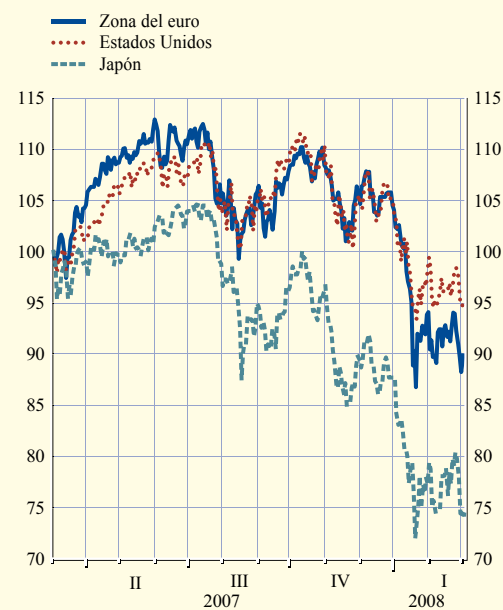
Los diferenciales de renta fija privada volvieron a ampliarse en el período considerado. El 5 de marzo, el diferencial de los bonos de calificación BBB, medido por el diferencial de rendimiento con respecto a la correspondiente deuda pública, había aumentado unos 90 puntos básicos, en relación con los niveles de finales de noviembre del 2007, situándose en torno a 270 puntos básicos, muy por encima de la media observada desde 1999. Al mismo tiempo, también aumentaron de forma significativa los diferenciales de crédito de la renta fija privada de calificación A o superior. Esta evolución refleja la actual preocupación de los inversores respecto a la solidez de los mercados mundiales de crédito. A la ampliación de los diferenciales de crédito pueden haber contribuido, de una forma más general, la reciente rebaja de la calificación crediticia de las aseguradoras de bonos (aseguradoras monolínea) y, en los sectores financieros y no financieros, la inquietud en torno a las perspectivas de crecimiento económico mundial que los participantes en el mercado han venido experimentando en los últimos meses.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de noviembre del 2007 y comienzos de marzo del 2008, los precios de las acciones de la zona del euro experimentaron fuertes fluctuaciones y acusados descensos generales, en línea con la evolución de los mercados internacionales, al crecer la inquietud respecto a las implicaciones financieras y económicas de la crisis hipotecaria estadounidense. Además de ser reflejo del debilitamiento de

Gráfico 24 Índices bursátiles

(índice: 1 marzo 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.

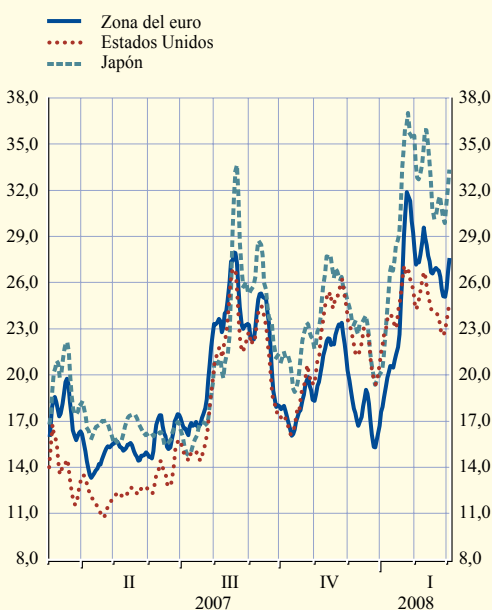
las perspectivas de actividad económica a corto plazo, estos pronunciados descensos generalizados parecieron reflejar también un crecimiento más moderado de los beneficios empresariales y el deterioro de la confianza de los inversores.

En diciembre del año pasado, los principales mercados de renta variable se estabilizaron ligeramente, tras la evolución más convulsa que habían experimentado en los meses anteriores, como consecuencia de las turbulencias financieras mundiales. A principios del 2008, volvió a aumentar la aversión al riesgo, al crecer los temores respecto a las implicaciones financieras y económicas de la crisis del mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo. En consecuencia, los precios de las acciones registraron una fuerte caída en la primera mitad de enero del 2008 (véase gráfico 24). Posteriormente, tras los recortes del tipo de referencia de los fondos federales realizados por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal los días 22 y 30 de enero, las cotizaciones bursátiles se recuperaron ligeramente a ambos lados del Atlántico. En general, entre finales de noviembre del 2007 y el 5 de marzo de 2008, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX 50, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, perdieron un 15% y un 17%, respectivamente, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, retrocedieron algo menos, en torno al 10%.

La evolución de la volatilidad de los mercados de renta variable entre finales de noviembre del 2007 y principios de marzo del 2008 fue reflejo de las fluctuaciones de los precios de las acciones. En diciembre del 2007, cuando las cotizaciones bursátiles se estabilizaron a escala mundial, la volatilidad implícita se redujo sensiblemente en los principales mercados. Posteriormente, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable de la zona del euro volvió a los niveles observados antes de la tormenta financiera del verano del 2007 (véase gráfico 25). Al inicio del 2008, ante la creciente inquietud de los mercados respecto a las perspectivas de crecimiento económico y ante la posibilidad de que efectos de contagio de las turbulencias financieras afectasen a la economía real, la incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, volvió a crecer de forma significativa. Los fuertes aumentos generales que la volatilidad implícita de los mercados de renta variable experimentó en el período examinado fueron reflejo de la creciente aversión al riesgo de los inversores y de su mayor percepción del riesgo que, a su vez, parecieron determinar una elevación de la prima de riesgo de las acciones. En los mercados de crédito se registró también una creciente demanda de compensación por el riesgo, que se reflejó, por ejemplo, en nuevos aumentos de los diferenciales de crédito al principio del año. A comienzos de marzo, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro la volatilidad implícita se situó en niveles que, desde una perspectiva histórica a largo plazo, podrían señalar un retorno al tipo de régimen de alta volatilidad observado durante la mayor parte del período 1998-2003 (véase recuadro 5).

Gráfico 25 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.

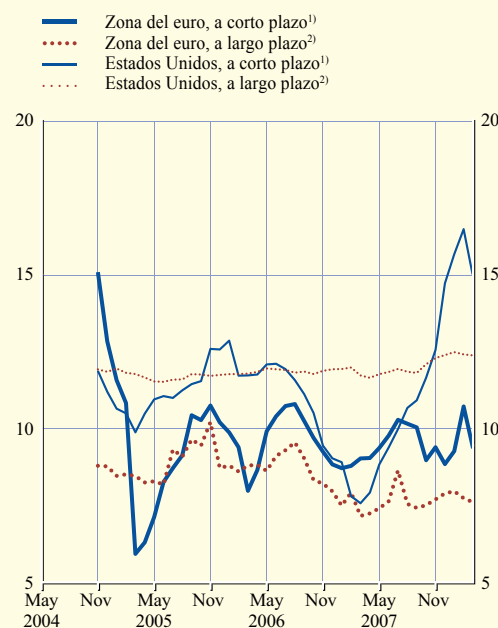
El fuerte y amplio descenso de los precios de las acciones estadounidenses fue consecuencia, en parte, de la publicación de datos generalmente peores de lo previsto sobre los fundamentos macroeconómicos (véase sección 2.4). En línea con estas señales de debilitamiento, el crecimiento interanual de los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 se redujo notablemente en el período considerado, tornándose negativo en enero del 2008, por primera vez desde el 2002. Sin embargo, los analistas parecían esperar que se trataría de un descenso de corta duración, dado que las previsiones de crecimiento interanual de los beneficios de estas mismas empresas se mantuvieron en cifras de dos dígitos tanto para los próximos doce meses como para los próximos tres a cinco años (véase gráfico 26). Tal y como se indicaba anteriormente, la mayor compensación exigida por el riesgo de los mercados de renta variable incrementó las presiones a la baja sobre los precios de las acciones en Estados Unidos y en el resto del mundo. Además, la encuesta realizada en enero por Merrill Lynch entre los gestores de fondos internacionales sugiere que la tolerancia al riesgo volvió a disminuir en el período analizado.

Aunque las cotizaciones bursátiles de la zona del euro siguieron, en general, las tendencias mundiales entre finales de noviembre y comienzos de marzo, el descenso del índice Dow Jones EURO STOXX 50 fue algo mayor que el registrado por el índice Standard & Poor's 500. La caída más acusada de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro pareció estar más relacionada con factores mundiales de riesgo que con factores determinantes de las perspectivas de beneficios empresariales de la zona del euro. En particular, dado que los precios de las acciones de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX 50 tienden a mostrar una mayor correlación que los de las compañías que figuran en el índice Standard & Poor's 500, el índice de la zona del euro tiende a responder con más intensidad a factores de mercado como cambios en la aversión mundial al riesgo, debido a que los efectos de diversificación entre distintas partes de ese índice son menos pronunciados que en el índice estadounidense.

En línea con la desaceleración de la actividad económica observada en la zona del euro, el crecimiento de los beneficios de las empresas de la zona mostró claras señales de moderación en el período examinado. No obstante, los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX 50 siguieron registrando una tasa interanual de crecimiento del 11% en febrero del 2008, frente al 15% de noviembre del 2007. Además, la tasa esperada de crecimiento de los beneficios por acción futuros se mantuvo en niveles elevados. En el período considerado, los analistas esperaban que la tasa de crecimiento interanual de los beneficios de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX 50 se situase, en promedio, en torno al 9% para los próximos doce meses y alrededor del 8% para los próximos tres a cinco años, en ambos casos prácticamente sin cambios con respecto a a los valores de noviembre del 2007.

Gráfico 26 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Notas: Crecimiento esperado de los beneficios del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.

1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios a doce meses vista (tasas de crecimiento interanual).

2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios de tres a cinco años vista (tasas de crecimiento interanual).

Cuadro 3 Variación de los precios de los índices Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

(variación de los precios en porcentaje de los precios a fin de período)

	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.	EURO STOXX
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	7,6	6,0	11,8	6,9	29,2	3,1	12,2	5,1	7,3	10,7	100,0
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2006 IV	12,4	4,7	7,3	7,8	6,1	-0,2	11,7	3,3	11,8	9,4	7,5
2007 I	10,1	7,5	9,5	-2,5	1,9	-3,1	7,7	-0,3	-2,4	2,1	3,4
2007 II	12,6	0,9	8,8	13,4	1,6	-1,5	12,1	13,7	2,4	9,4	6,3
2007 III	0,1	-5,0	-0,8	-4,1	-7,5	-2,7	-10,4	7,7	9,1	2,1	-3,4
2007 IV	-1,2	-3,3	-1,6	-1,8	-4,9	2,1	0,1	-7,8	7,1	8,5	-1,2
Enero	-12,2	-12,5	-14,0	-14,2	-14,8	-9,6	-15,1	-10,3	-7,9	-11,3	-13,1
Febrero	2,1	-2,4	-0,6	5,1	-2,6	-5,5	1,8	-2,3	-5,2	-0,7	-1,1
30 noviembre - 5 marzo	-7,0	-16,1	-15,3	-8,3	-18,8	-17,7	-14,0	-17,8	-16,5	-13,0	-15,3

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Por lo que se refiere a la evolución por sectores de los índices bursátiles de la zona del euro, se observó cierta variación en las contribuciones de los sectores económicos al descenso general del índice Dow Jones EURO STOXX 50 amplio registrado en el período analizado (véase cuadro 3). Las cotizaciones del sector financiero bajaron en torno a un 19%, algo más que el índice general, como consecuencia, en gran medida, de la incertidumbre respecto a la exposición efectiva del sector financiero frente a activos vinculados a hipotecas estadounidenses de alto riesgo. Las cotizaciones de todos los demás sectores, a excepción de los sectores tradicionalmente menos cíclicos (como pueden ser los de materias primas básicas y de petróleo y gas), disminuyeron también de forma pronunciada, en línea con el descenso del índice general. El hecho de que los precios de las acciones registrasen acusados descensos en los principales sectores cíclicos apunta también al mayor temor de que las turbulencias financieras se contagiasen a la economía real a escala mundial.

Recuadro 5

VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE A LA LUZ DE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS

Tras un prolongado período de tranquilidad en los mercados de renta variable y como consecuencia de las turbulencias financieras surgidas en el verano del 2007, la volatilidad de los precios de las acciones volvió a elevarse a escala mundial, y se ha mantenido desde entonces en niveles relativamente altos. La volatilidad observada y la volatilidad esperada suelen aumentar de forma acusada en los mercados de renta variable en períodos de turbulencias¹, al crecer notablemente la incertidumbre de los inversores respecto a la evolución futura de los precios de las acciones, lo que les lleva a exigir una mayor prima de riesgo por mantener esta clase de valores. Éste es el motivo por el que períodos de mayor volatilidad de los mercados de renta variable tienden a coincidir con caídas de las cotizaciones bursátiles, y algunos indicadores de la volatilidad esperada de estos mercados se han convertido en «indicadores de la aversión de los inversores»². En el presente recuadro se estudia la evolu-

1 De hecho, medidas comparables de volatilidad observada y volatilidad esperada de los precios de las acciones muestran una gran similitud. Véase el recuadro titulado «Tendencias recientes en la volatilidad implícita en los mercados de renta variable», en el Boletín Mensual de noviembre del 2004.

2 Véase R. E. Whaley (2000), «The investor fear gauge», Journal of Portfolio Management, pp. 12-17.

Gráfico A Volatilidad de los mercados de renta variable de la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: STOXX.

Notas: El índice VSTOXX está basado en los precios de las opciones. Puede interpretarse como una aproximación de las expectativas de los inversores respecto a la volatilidad de los rendimientos diarios reflejados en el índice Dow Jones EURO STOXX 50 en los próximos 30 días.

Gráfico B Volatilidad de los mercados de renta variable de la zona del euro en distintos horizontes temporales

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: STOXX.

Nota: Sobre la base de los precios de las opciones, los subíndices del índice VSTOXX miden la volatilidad esperada anualizada del índice Dow Jones EURO STOXX 50 en distintos horizontes temporales.

ción reciente de la volatilidad de los mercados de renta variable desde una perspectiva a más largo plazo, y se utiliza un modelo econométrico para analizar las características del actual período de elevada volatilidad.

El índice VSTOXX es una medida de la volatilidad esperada de los mercados de renta variable de la zona del euro (véanse gráficos A y B, en los que se utiliza una muestra larga y una muestra corta de datos, respectivamente). El índice se calcula sobre la base de los precios de las opciones y podría interpretarse como una aproximación de las expectativas de los inversores respecto a la volatilidad de los rendimientos diarios reflejados en el índice Dow Jones EURO STOXX 50 en los próximos 30 días naturales³. Los gráficos muestran que el índice VSTOXX comenzó a elevarse a finales de julio, hasta alcanzar, a mediados de agosto, un nivel que no se observaba desde mayo del 2003, aunque seguía manteniéndose muy por debajo de los máximos registrados en el 2001 y 2002. Las turbulencias cada vez más intensas observadas en los mercados de renta variable a partir de agosto del 2007 reflejaron los crecientes temores de los participantes en el mercado respecto a que las tensiones del mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo tuviesen un impacto mayor de lo previsto sobre las condiciones de financiación en los mercados mundiales. Tras experimentar una moderación transitoria, la volatilidad de los mercados de renta variable repuntó a finales de enero del 2008, al crecer la inquietud de los inversores respecto a las perspectivas de actividad económica, especialmente en Estados Unidos, en el contexto de las actuales turbulencias financieras.

Las líneas punteada y discontinua del gráfico B representan la volatilidad esperada del índice Dow Jones EURO STOXX 50 en horizontes temporales de 12 y 24 meses, respectivamente. Ambas series

3 Al igual que el índice VIX –basado en el índice Standard & Poor’s 500 de Estados Unidos– el índice VSTOXX se calcula a partir de un conjunto de precios de opciones, en lugar de basarse en volatilidades implícitas en las opciones. El cálculo puede interpretarse como la replica aproximada de la prima de un *swap* de varianza. Por lo tanto, el cuadrado de cualquier índice de volatilidad calculado de esta manera puede considerarse –teniendo en cuenta un error de aproximación y una prima de riesgo de varianza– como una indicación de las expectativas de los inversores respecto a la varianza de los rendimientos diarios de las acciones en un determinado horizonte temporal. Véase P. Carr y L. Wu (2006), «A tale of two indices», *Journal of Derivatives*, pp. 13-29.

mostraron aumentos significativos durante las turbulencias. Los niveles actuales indican que los inversores esperan que los mercados de renta variable sigan registrando una elevada volatilidad en el medio plazo.

Las expectativas de que se vuelva a los altos niveles de volatilidad observados durante la mayor parte del período comprendido entre los años 1997 y 2003 parecen corresponderse con los resultados de un modelo econométrico que identifica períodos de alta y baja volatilidad en los mercados de renta variable de la zona del euro, basándose en los rendimientos observados a corto plazo de las acciones⁴. El gráfico C presenta datos semanales relativos a la probabilidad estimada de que exista un estado de alta volatilidad, así como el índice VDAX (que refleja las expectativas de los inversores respecto a la volatilidad del índice DAX alemán)⁵. El modelo tiende a establecer una clara distinción entre los dos regímenes.

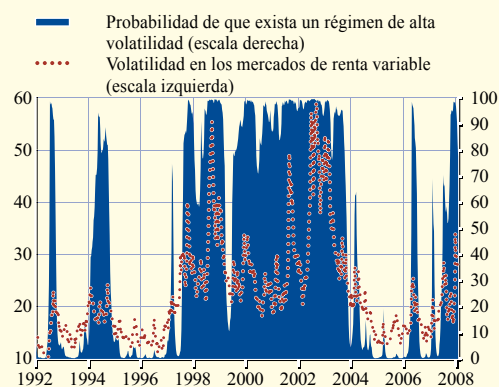
En efecto, la probabilidad de que exista un régimen de alta volatilidad es, generalmente, próxima a uno o próxima a cero. Para la muestra completa, que se inicia en 1973, el modelo sugiere que el mercado de renta variable se ha encontrado en un estado de alta volatilidad durante cerca del 30% del tiempo. Sin embargo, la última década se ha caracterizado por su mayor turbulencia, con la existencia de un régimen de alta volatilidad en cerca de dos tercios del tiempo. En este contexto, tras más de tres años y medio de volatilidad relativamente baja, la tormenta financiera parece haber impulsado la vuelta a elevados niveles de volatilidad a comienzos de agosto del 2007. No obstante, existían limitadas evidencias empíricas de la existencia de un régimen de alta volatilidad en los primeros meses de turbulencias, quedando la correspondiente probabilidad sólo ligeramente por encima del 50% en aquellas fechas. La probabilidad de que existiera un régimen de alta volatilidad no superó el umbral del 80% hasta noviembre del 2007, y se ha mantenido muy por encima de ese nivel desde entonces. Dado que la probabilidad estimada de que se pase de un régimen de alta volatilidad a un régimen de baja volatilidad es relativamente reducida, es probable que, una vez que se alcance un estado de alta volatilidad, este régimen se mantenga durante cierto tiempo. Sin embargo, los resultados de la muestra completa, con datos desde 1973, sugieren que la duración efectiva de una fase de alta volatilidad varía desde episodios más cortos, como el período de dos meses a partir de finales de mayo del 2006, hasta fases más largas, siendo el prolongado período que comienza en 1999 un ejemplo extremo. Así pues, aunque el modelo sugiere que el actual período de elevada volatilidad persistirá probablemente durante cierto tiempo, su duración efectiva está sujeta a una considerable incertidumbre.

4 El modelo se basa en los rendimientos semanales reflejados en el índice general de precios de mercado de Datastream para la zona del euro en el período comprendido entre febrero de 1973 y febrero del 2008. Se trata de un modelo ARCH con régimen cambiante de Markov que contempla dos regímenes de volatilidad y efectos asimétricos (es decir, perturbaciones positivas y negativas de los rendimientos que afectan a la varianza condicional de distintas maneras). Véase D. Domanski y M. Kremer (2000), «The dynamics of international asset price linkages and their effects on German stock and bond markets», Banco de Pagos Internacionales, Conference Paper n.º 8, pp. 134-158.

5 El índice VDAX (más concretamente, el índice VDAX-NEW) y el índice VSTOXX son conceptualmente idénticos y presentan en la práctica una estrecha correlación. Mientras que el índice VDAX se ha calculado de forma retrospectiva hasta enero de 1992, no se dispone del índice VSTOXX para períodos anteriores a enero de 1999.

Gráfico C Volatilidad implícita en los mercados de renta variable y probabilidad de que el mercado de renta variable de la zona del euro presente un régimen de alta volatilidad

(en porcentaje)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Notas: La probabilidad estimada de que exista un régimen de alta volatilidad se basa en un modelo ARCH con régimen cambiante de Markov, utilizando datos semanales del mercado de renta variable de la zona del euro desde febrero de 1973 hasta febrero del 2008. El índice de volatilidad utilizado es el índice VDAX, que refleja la volatilidad esperada en un horizonte de 30 días.

Por último, en igualdad de condiciones, un extenso período de alta volatilidad en los mercados de renta variable implica condiciones de financiación más restrictivas en la economía, debido a las mayores primas de riesgo exigidas por la tenencia de acciones, en comparación con las primas inusualmente reducidas solicitadas en los años anteriores a las turbulencias financieras⁶.

6 Además, la volatilidad de los mercados de renta variable se asocia con frecuencia a una evolución similar de los diferenciales de renta fija privada. Véase el recuadro titulado «La reciente reevaluación del riesgo de crédito», en el Boletín Mensual de octubre del 2007.

2.6 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Favorecido por los efectos retardados de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE desde finales del 2005, así como por la reevaluación del riesgo observada en los mercados financieros desde mediados del 2007, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro continuó aumentando en el último trimestre del 2007. Al mismo tiempo, a pesar del incremento del coste de la financiación mediante deuda y de la firmeza sostenida de los beneficios, los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras también conservaron su fuerza en el cuarto trimestre del 2007. Por consiguiente, las ratios de deuda de las sociedades pertenecientes a este sector mantuvieron la tendencia al alza observada en trimestres anteriores.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

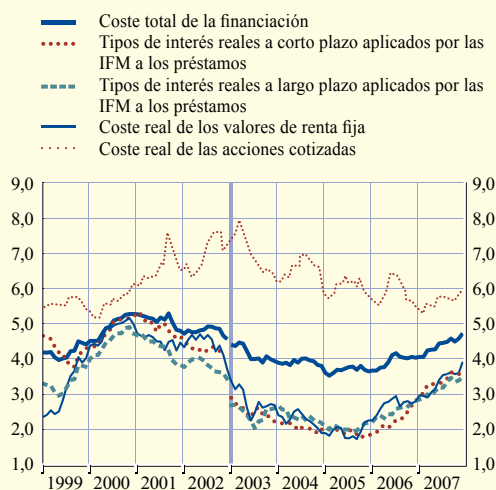
El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de distintas fuentes de financiación a partir de sus respectivos saldos vivos, corregidos de efectos de valoración⁵— volvió a elevarse en el último trimestre del 2007, aunque se mantuvo por debajo de los máximos alcanzados en el período 2000-2002 (véase gráfico 27)⁶. En el cuarto trimestre del 2007, el aumento de este coste fue consecuencia, principalmente, de la subida continuada del coste real de financiación mediante deuda, que se incrementó en alrededor de 10 puntos básicos. Tanto el coste real de los préstamos bancarios como el de la financiación mediante valores de renta fija contribuyeron a este aumento. El coste real de las acciones cotizadas sólo ascendió ligeramente en el mismo período. La subida del coste real total de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro refleja principalmente el endurecimiento de las condiciones de financiación observado desde diciembre del 2005, siguiendo

5 Para una descripción detallada de cómo se mide el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo del 2005.

6 Sin considerar la ruptura estadística de principios del 2003.

Gráfico 27 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch y previsiones de Consensus Economics.

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo del 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios del 2003 provocó una ruptura en las series.

Cuadro 4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras

(en porcentaje; en puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta dic. 2007 ²⁾		
	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 Nov	2007 Dic	2007 Jun	2007 Sep	2007 Nov
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	5,80	6,06	6,18	6,50	6,51	6,60	42	10	9
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	5,08	5,29	5,53	5,92	5,95	6,08	54	16	12
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,67	4,83	5,00	5,24	5,29	5,32	32	8	2
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	4,50	4,68	4,90	5,21	5,08	5,36	46	15	28
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,63	4,86	5,17	5,43	5,38	5,47	30	4	8
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	3,68	3,89	4,15	4,74	4,64	4,85	70	11	21
Rendimiento de la deuda pública a dos años	3,79	3,94	4,45	4,10	3,94	4,05	-40	-4	12
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,83	3,95	4,57	4,19	4,00	4,14	-43	-5	14

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 a partir 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 3, 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.

2) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

así, en términos generales, el patrón de retardo en la transmisión y suavización de los tipos de interés registrado en ciclos anteriores. Al mismo tiempo, las tensiones de los mercados financieros y la reevaluación del riesgo también han contribuido al aumento de los costes de financiación experimentado en los últimos meses.

Por lo que respecta a los componentes del coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras, el coste real de la financiación bancaria continuó su tendencia al alza en el último trimestre del 2007, aumentando en torno a 10 puntos básicos. Los tipos de interés tanto a corto como a largo plazo contribuyeron a este incremento. En términos nominales, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras sin fijación del tipo y período inicial de fijación hasta un año se elevaron aproximadamente entre 10 y 15 puntos básicos entre septiembre y diciembre del 2007 (véase cuadro 4), una subida que estuvo ligeramente por encima de la experimentada por el EURIBOR a tres meses, lo cual refleja, posiblemente, una cierta lentitud en el ajuste de los tipos de interés bancarios en consonancia con los cambios en los tipos de mercado correspondientes, tras los fuertes aumentos observados en los tipos EURIBOR durante el tercer trimestre del 2007. Por consiguiente, el diferencial entre los tipos a corto plazo de los préstamos bancarios y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se amplió levemente en el último trimestre del 2007, aunque se mantuvo muy por debajo de la media registrada desde enero del 2003⁷.

Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años ascendieron sólo de forma ligera en el mismo período, aproximadamente entre 5 y 10 puntos básicos, dependiendo del importe de los préstamos. Sin embargo, al mismo tiempo, los rendimientos de la deuda pública comparable continuaron disminuyendo, lo cual aumentó más el diferencial entre los tipos de interés a largo plazo de los

7 En enero del 2003 se introdujeron las nuevas estadísticas armonizadas de los tipos de interés de las IFM del Eurosistema.

préstamos bancarios y los rendimientos de la deuda pública a dos y a cinco años en el cuarto trimestre del 2007. Como consecuencia, a finales de diciembre, el diferencial a largo plazo de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras se situó en el nivel más alto registrado desde principios del 2003.

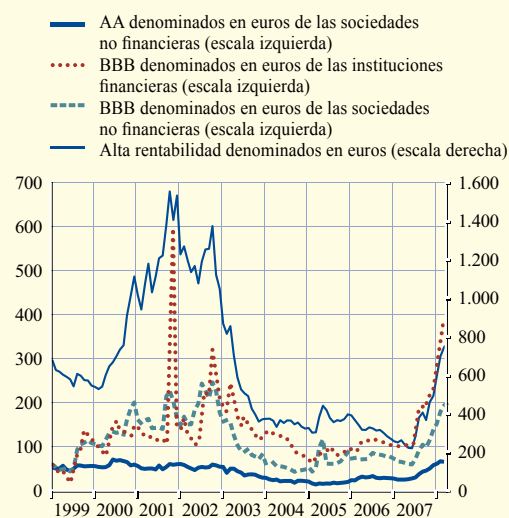
En conjunto, esta evolución coincide con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2008, que sugieren una reevaluación más amplia de los riesgos por parte de las entidades de crédito, tras un largo período de condiciones favorables del crédito. De acuerdo con los resultados de dicha encuesta, las entidades de crédito participantes señalaron que los criterios de aprobación del crédito se habían endurecido como consecuencia del impacto que las tensiones existentes en los mercados financieros estaban teniendo sobre su financiación y sus balances. Por tanto, entre los factores que habían influido en el endurecimiento neto de los mencionados criterios de aprobación se citaron los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades, su situación de liquidez y su acceso a la financiación en los mercados, así como a sus expectativas relativas a la actividad económica en general y las perspectivas del sector o de sociedades concretas. En particular, las dificultades experimentadas por las entidades de crédito de la zona del euro para acceder a financiación mayorista, tal como se señaló en la encuesta, tuvieron su reflejo tanto en la subida de los tipos de interés del mercado monetario como en el aumento significativo de los diferenciales de los valores de renta fija de instituciones financieras observados en el segundo semestre del 2007 y a principios del 2008 (véase gráfico 28).

En cuanto a la captación de financiación mediante la emisión de valores distintos de acciones, el coste real de la financiación mediante valores de renta fija siguió elevándose en el último trimestre del 2007, alrededor de 10 puntos básicos entre septiembre y diciembre del 2007. Este incremento se debió a la notable ampliación de los diferenciales de los valores de renta fija de sociedades no financieras en el cuarto trimestre del 2007 y en los dos primeros meses del 2008 (véase gráfico 28), que compensó con creces el descenso observado en los rendimientos de la deuda pública. Al mismo tiempo, el aumento de estos diferenciales fue más limitado que en el caso de los valores de renta fija de instituciones financieras, lo cual refleja el hecho de que las tensiones en los mercados financieros han tenido un impacto especialmente acusado en el sector bancario. A principios de marzo del 2008, el coste real de la financiación mediante valores de renta fija se mantuvo prácticamente sin variación con respecto al nivel del 3,9% alcanzado a finales de diciembre del 2007.

El coste real de las acciones cotizadas de las sociedades no financieras experimentó un ligero aumento en el cuarto trimestre del 2007, debido, principalmente, a la evolución desfavorable del mercado bursátil. Por consiguiente, aunque la brecha entre el coste real de las acciones cotizadas y el coste real de la financiación mediante deuda continuó siendo significativa, volvió a estrecharse levemente y, en octubre del 2007, alcanzó el nivel más bajo registrado desde el primer trimestre del 2002. A finales de

Gráfico 28 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(en puntos básicos; medias mensuales)

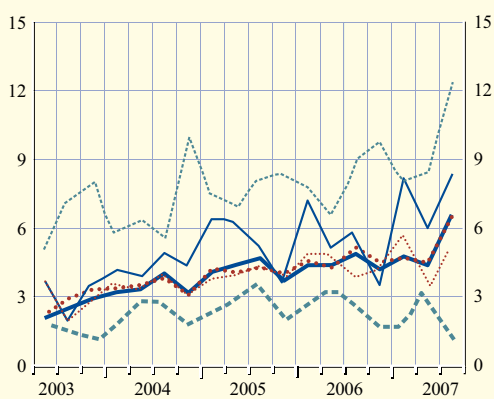


Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

Gráfico 29 Ratios de beneficios de sociedades no financieras cotizadas

(resultado neto en relación con las ventas netas; datos trimestrales)

- Total sociedades no financieras
- ... Manufacturas
- - - Comercio mayorista y minorista
- Construcción
- ... Transporte y comunicaciones
- - - Empresas de servicios públicos (agua, gas y electricidad)

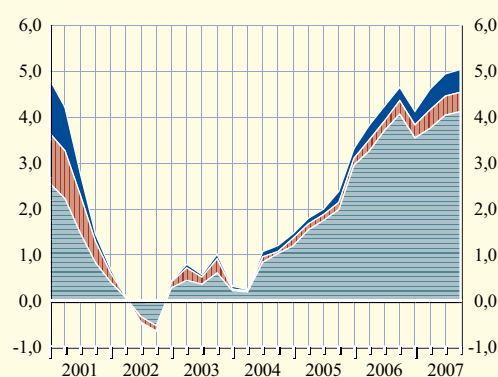


Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Gráfico 30 Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación a las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)

- Acciones cotizadas
- ... Valores distintos de acciones
- Préstamos de IFM



Fuente: BCE.

Nota: La tasa de crecimiento interanual real se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento interanual registrada y el deflactor del PIB.

febrero del 2008, como consecuencia de la evolución marcadamente negativa del mercado de valores, el coste real de las acciones cotizadas se situó 42 puntos básicos por encima del nivel observado a finales del 2007.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

De acuerdo con los datos individuales agregados de los estados financieros de las empresas, la rentabilidad de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro —medida en términos del resultado neto en relación con las ventas— creció significativamente en el cuarto trimestre del 2007, alcanzando el nivel más alto registrado desde 1999 (véase gráfico 29). Como en trimestres anteriores, parece que esta evolución estuvo impulsada por la mejora de la eficiencia, que se materializó en una reducción de los gastos de explotación en relación con las ventas, y la solidez de la evolución de los flujos de caja, contrarrestada en parte por aumentos de la carga de intereses de las sociedades no financieras, como consecuencia tanto de la acumulación de deuda como de la subida de los tipos de interés. En cuanto a la evolución de los flujos de caja, el recuadro 6 pone de manifiesto que los elevados flujos de caja han desempeñado un papel importante en los considerables incrementos registrados en los últimos años en las ratios de liquidez de las sociedades no financieras. En cuanto a la evolución de la rentabilidad por sectores en el cuarto trimestre del 2007, la relación entre el resultado neto y las ventas de las sociedades no financieras cotizadas aumentó en todos los sectores de la economía, salvo en el del comercio al por mayor y al por menor, que puede haberse visto afectado negativamente por la moderación del crecimiento del consumo.

A pesar de la situación favorable general de la rentabilidad empresarial, las sociedades no financieras incrementaron de nuevo su financiación externa en el último trimestre del 2007. De este modo, la tasa

de crecimiento interanual real de la financiación de las sociedades no financieras (incluidos préstamos concedidos por las IFM, valores distintos de acciones y acciones cotizadas) aumentó hasta el 5%, frente al 4,9% del trimestre anterior (véase gráfico 30). En concreto, la contribución de la financiación mediante préstamos siguió en ascenso y la tasa de crecimiento correspondiente se situó en el 4,1% en el cuarto trimestre del 2007, mientras que la contribución de la financiación mediante valores distintos de acciones prácticamente no varió. Por último, la emisión de acciones cotizadas volvió a registrar una leve recuperación con respecto al tercer trimestre, aunque se mantuvo en niveles moderados desde una perspectiva a más largo plazo. Bajo un prisma más amplio, si se incluyen también las acciones no cotizadas, las reservas de los fondos de pensiones y otras cuentas pendientes de pago, la tasa de crecimiento interanual de la financiación de las sociedades no financieras permaneció estable en el 6,5% en el tercer trimestre del 2007, como muestran los datos disponibles por sectores extraídos de las cuentas de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras alcanzó un máximo histórico en enero del 2008, situándose en el 14,6%, frente al 14,5% de diciembre del 2007 (véanse cuadro 5 y sección 2.1). Por tanto, en los últimos meses, la financiación mediante préstamos por parte del sector de sociedades no financieras ha estado muy por encima de los máximos observados en ciclos anteriores, como las tasas de crecimiento interanual del 12% y del 14% registradas en el tercer trimestre del 2000 y el primer trimestre de 1990, respectivamente. En este entorno, las tensiones observadas en los mercados de crédito desde el verano del 2007 no parecen, por el momento, haber atenuado la demanda de préstamos por parte de las sociedades de la zona del euro, ni la voluntad de las entidades de crédito de proporcionar financiación. Esto parece contrastar con los indicios de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2008, que apuntaban a un endure-

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

(variaciones porcentuales; fin de trimestre)

	Tasas de crecimiento interanual					
	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 Ene
Préstamos de IFM	13,1	12,6	13,3	14,0	14,5	14,6
Hasta un año	9,7	9,9	11,1	12,6	12,8	12,6
De uno a cinco años	20,8	18,6	19,9	20,3	21,8	22,6
Más de cinco años	12,5	12,1	12,2	12,5	12,8	12,8
Valores distintos de acciones	5,4	5,7	8,2	8,5	9,0	-
A corto plazo	3,8	7,9	18,6	21,2	28,9	-
A largo plazo, de las cuales ¹⁾	5,7	5,3	6,3	6,2	5,5	-
A tipo fijo	2,2	3,1	3,9	4,2	5,1	-
A tipo variable	25,7	20,6	19,7	18,7	9,5	-
Acciones cotizadas	0,8	0,9	1,2	1,3	1,3	-
Pro memoria²⁾						
Total financiación	6,1	6,2	6,6	6,5	-	-
Préstamos a sociedades no financieras	10,1	10,2	10,3	11,4	-	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	4,7	4,5	4,0	3,4	-	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de este cuadro (con la excepción de los presentados en la pro memoria) figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las de emisiones de valores. Pueden surgir pequeñas divergencias con respecto a los datos que se recogen en las estadísticas de las cuentas financieras, principalmente como consecuencia de diferencias en los métodos de valoración.

1) La suma de los valores distintos de acciones a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores distintos de acciones a largo plazo, porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

2) Datos procedentes de las cuentas trimestrales europeas por sectores. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros. Los préstamos a las sociedades no financieras comprenden los préstamos concedidos por las IFM y otras instituciones financieras.

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

cimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos y líneas de crédito concedidos a empresas, y a una reducción de la demanda neta de préstamos. No obstante, debe señalarse que los cambios en los citados criterios de aprobación repercuten en el crecimiento de los préstamos con un desfase de varios trimestres.

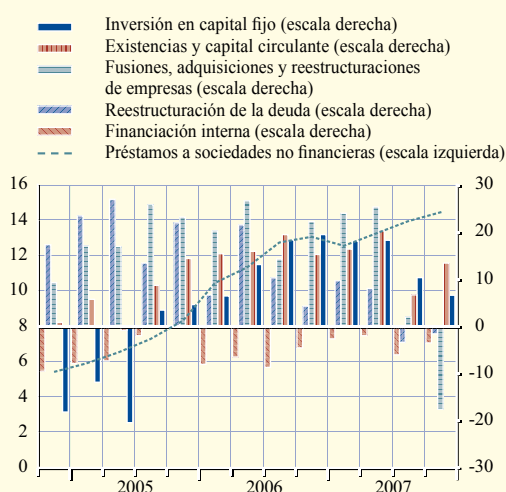
A pesar de su desaceleración (según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios), la demanda de préstamos se mantuvo en niveles positivos durante el período analizado, dado que las empresas siguieron necesitando financiación para la inversión en capital fijo y el capital circulante (véase gráfico 31). Además, mientras que las operaciones de recompra con apalancamiento financiero casi cesaron en el segundo semestre del 2007 y principios del 2008, otras operaciones de fusión y adquisición se mantuvieron en niveles relativamente dinámicos en dicho período, favoreciendo así la demanda de préstamos. Asimismo, las dificultades para vender préstamos en el mercado secundario, posiblemente junto con el ligero descenso de las operaciones de titulización a raíz de las tensiones en los mercados financieros, pueden haberse traducido en una prórroga de los préstamos existentes o en la disposición de las líneas de crédito. Además, el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras también puede haber estado sustentado en un cierto alejamiento de la financiación mediante valores de renta fija, ante las condiciones más difíciles de los mercados de renta fija privada en los últimos meses. De cara al futuro, es previsible que se produzca una ligera moderación del crecimiento de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras, dado el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito como consecuencia de las turbulencias de los mercados financieros y los efectos retardados de las subidas paulatinas de los tipos de interés oficiales del BCE desde finales del 2005.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se incrementó ligeramente en el cuarto trimestre del 2007, situándose en el 9% en diciembre. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por el citado sector ascendió casi 8 puntos porcentuales en dicho período, hasta alcanzar el 28,9%, mientras que la de los valores distintos de acciones a largo plazo descendió hasta el 5,5% (desde el 6,2% del trimestre anterior), posiblemente debido al aumento de los rendimientos de los valores de renta fija privada durante el mismo período. Asimismo, estas elevadas tasas de crecimiento interanual reflejan, en gran medida, efectos de base, mientras que la actividad emisora, medida por la tasa de crecimiento de tres meses anualizada desestacionalizada, se debilitó significativamente a finales del 2007.

El sector de sociedades no financieras también puede obtener financiación mediante la emisión de valores distintos de acciones por parte de las filiales financieras (instituciones financieras no monetarias). De hecho, aunque la mayor parte de este tipo de financiación puede estar relacionada con las operaciones de titulización de las IFM, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de

Gráfico 31 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras

(tasa de variación interanual; en porcentaje neto)



Fuente: BCE.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos y las que indican que ha contribuido a una relajación; véase también la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2007.

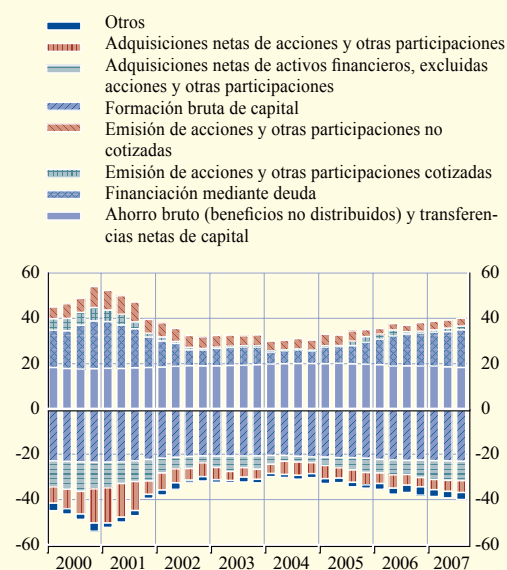
acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias se mantuvo en un nivel elevado en el último trimestre del 2007, situándose en el 28,2% en diciembre, y, por tanto, dichas instituciones también pueden haber proporcionado financiación adicional a las sociedades no financieras. Además, a diferencia de la situación relativa a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento de tres meses anualizada desestacionalizada de las emisiones totales de valores distintos de acciones por parte de las instituciones financieras no monetarias experimentó un sólido aumento, hasta el 31,5%, en diciembre del 2007. Sin embargo, esta evolución fue consecuencia, principalmente, de la dinámica actividad emisora en algunos países de la zona del euro, donde los datos aislados disponibles indican que la mayoría de los valores emitidos se colocaron de forma privada, y las IFM pudieron haberlos comprado directamente a sus fondos de titulización (véase sección 2.1).

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se situó en el 1,3% en el último trimestre del 2007, sin variación con respecto al trimestre anterior. En términos de flujos, las emisiones netas de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras, que ascendieron a un total de 20 mm de euros en el cuarto trimestre, casi 5 mm de euros más que la media de los cuatro trimestres anteriores, se vieron favorecidas, principalmente, por el nivel de emisiones brutas relativamente elevado.

Por último, en relación con la evolución general del ahorro, la financiación y la inversión de las sociedades no financieras, los datos de las cuentas nacionales parecen indicar que, en el tercer trimestre del 2007 (el último trimestre para el que se dispone de datos), la financiación captada por las sociedades no financieras de la zona del euro como consecuencia de su sólida y constante rentabilidad y del recurso considerable a la financiación externa mediante deuda, siguió destinándose principalmente a financiar la formación bruta de capital y —aunque en una medida algo menor que en trimestres anteriores— la inversión financiera (véase gráfico 32). Además, el uso creciente de la financiación externa mediante deuda apunta a un aumento de la brecha financiera (inversión menos ahorro) de las sociedades no financieras de la zona del euro en el 2007.

Gráfico 32 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

(sumas móviles de cuatro trimestres; en porcentaje del valor añadido bruto)



Fuente: Cuentas de la zona del euro.
Nota: La deuda incluye préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. «Otros» incluye derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago/cobro y ajustes.

Recuadro 6

**FACTORES DETERMINANTES DE LAS TENENCIAS DE EFECTIVO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS:
UN ANÁLISIS MICROECONÓMICO**

En los últimos años, las sociedades no financieras de la zona del euro han aumentado considerablemente sus ratios de liquidez (es decir, la relación entre el efectivo y otros activos líquidos equivalentes¹ y los activos totales). Para evaluar adecuadamente esta evolución, que ha sido relativamente generalizada en todos los sectores, es necesario examinar los factores subyacentes que explican este incremento. Con este fin, en este recuadro se analiza la relación entre las tenencias de efectivo y algunos de sus determinantes posibles, utilizando una amplia base de datos microeconómicos para el período 1998-2005².

¿Por qué las sociedades no financieras mantienen activos líquidos? Beneficios y costes de la tenencia de efectivo

Los costes y beneficios de mantener activos líquidos influyen en las tenencias de efectivo. Los costes guardan relación con los rendimientos más bajos que ofrecen los fondos invertidos en este tipo de activo, en comparación con otras formas alternativas de emplear dichos recursos. Suponiendo que la principal decisión de inversión financiera a la que se enfrentan las sociedades no financieras es si deben amortizar préstamos o mantener tesorería, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos bancarios y la propia tasa de rendimiento de M3 de una empresa (que incluye una gama algo más estrecha de activos que el efectivo y otros activos líquidos equivalentes que se considera en este análisis) puede utilizarse como una variable aproximada de este coste de oportunidad. Es probable que el coste de oportunidad de mantener efectivo sea superior en el caso de las empresas con un grado de apalancamiento más elevado y, por tanto, es de esperar una relación negativa entre su ratio de liquidez y su endeudamiento.

En cuanto a los beneficios de mantener efectivo, la literatura sobre las tenencias de efectivo de las empresas destaca dos elementos principales: el motivo de los costes de transacción (es decir, la capacidad de las empresas para ahorrar costes de transacción utilizando tesorería para realizar pagos sin tener que liquidar activos) y el motivo de precaución (es decir, el deseo de las empresas de acumular efectivo, con el fin de cubrirse frente al riesgo de falta de liquidez en el futuro). El primer motivo supone una relación positiva entre las tenencias de efectivo y las operaciones de las empresas (o su nivel de actividad, representado aquí por el flujo de caja) y una relación negativa entre dichas tenencias y los activos a corto plazo distintos del efectivo y otros activos líquidos equivalentes (como los créditos comerciales), que son más fácilmente convertibles en efectivo que otros activos. El motivo de precaución implicaría una relación positiva entre los ratios de liquidez y la volatilidad de los flujos de caja, así como una relación negativa entre liquidez y activos tangibles (menos volátiles). Por último, los incentivos para mantener tesorería pueden variar en función del tamaño de las empresas, debido, por ejemplo, a diferencias en las restricciones financieras a las que se enfrentan. A título ilustrativo, si las empresas pequeñas tienen un acceso más limitado a la financiación externa, podrían decidir mantener más efectivo en previsión de una necesidad de fondos en el futuro para financiar nuevos proyectos. Las diferencias en las restricciones financieras también pueden generar diferencias en el grado de sensibilidad de las tenencias de efectivo a los flujos de caja.

1 El efectivo y otros activos líquidos equivalentes incluye todos los fondos líquidos (y, por tanto, representa una gama de activos más amplia que el agregado monetario M3).

2 Estos datos incluyen más de 600.000 observaciones de alrededor de 100.000 sociedades no financieras (cotizadas y no cotizadas) de la zona del euro. Se han extraído de la base de datos AMADEUS de Bureau van Dijk.

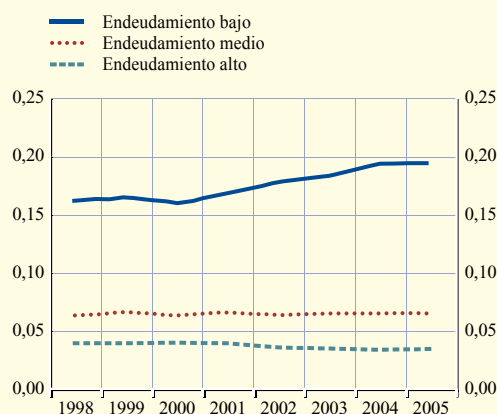
Relación entre las tenencias de efectivo y sus factores determinantes: análisis descriptivo

Los gráficos A a F presentan la relación entre los niveles de efectivo y una serie de variables que, dados los costes y beneficios de mantener efectivo, podrían repercutir en las ratios de liquidez de las empresas. Los gráficos muestran la mediana de la ratio de liquidez (definida como la relación entre el efectivo y otros activos líquidos equivalentes y los activos totales) de empresas con unos niveles altos (por encima del percentil 90), medios (entre los percentiles 45 y 55) y bajos (por debajo del percentil 10) de una variable determinada.

Como puede observarse en el gráfico A, parece que existe una relación clara entre las tenencias de efectivo de las empresas (expresadas por sus ratios de liquidez) y sus niveles de endeudamiento. Las empresas altamente apalancadas presentan menores tenencias de efectivo, en consonancia con el mayor coste de oportunidad de mantener activos líquidos. También aparece un patrón claro cuando se comparan las tenencias de efectivo de las empresas con distintos ratios de flujo de caja sobre activos con las empresas que tienen una proporción mayor de flujos de caja en relación con sus activos que también presentan ratios de liquidez más elevadas (véase gráfico B). La diferencia es especialmente acusada en el caso de las empresas que tienen un mayor nivel de recursos generados internamente. Además, esta diferencia ha aumentado con el tiempo, ya que las empresas con mayores flujos de caja en relación con sus activos son las que han incrementado más sus tenencias de efectivo en los últimos años. De la misma manera, se observa que las empresas con altos niveles de activos tangibles en sus balances muestran —en línea con la volatilidad más limitada de este tipo de activo— unos niveles de efectivo mucho menores que las empresas que mantienen unos niveles medios y bajos de dichos activos, para las cuales se observan ratios de liquidez similares (véase gráfico C). En línea con su función de sustitución, se observa una relación negativa entre las tenencias de efectivo y el activo circulante no líquido (véase gráfico D). Asimismo, el gráfico E muestra que las ratios de liquidez difieren considerablemente para empresas de distintos tamaños, siendo las más pequeñas, en concreto, las que mantienen una proporción de tesorería sustancialmente mayor que las de mayor tamaño. Por último, contra-

Gráfico A Ratios de liquidez de empresas con diferentes niveles de endeudamiento

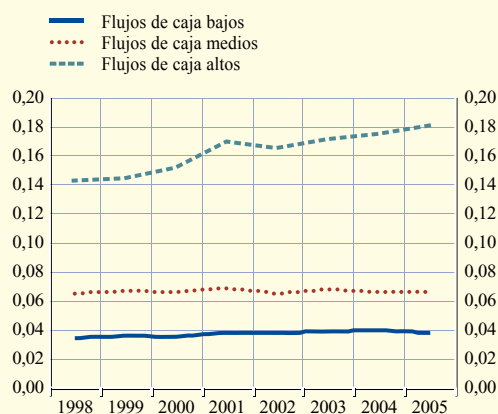
(efectivo y otros activos líquidos equivalentes en relación con activos totales)



Fuentes: AMADEUS (Bureau van Dijk) y cálculos del BCE.
Nota: El endeudamiento se define como la ratio de deuda sobre activos totales.

Gráfico B Ratios de liquidez de empresas con diferentes niveles de flujos de caja

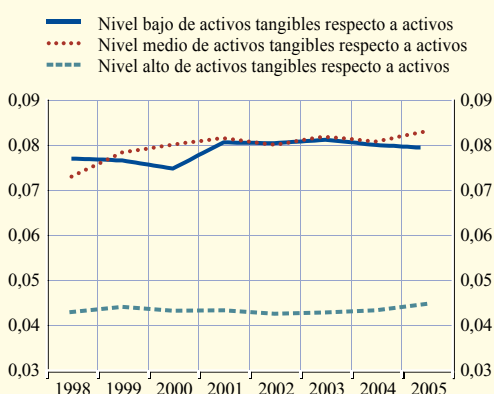
(efectivo y otros activos líquidos equivalentes en relación con activos totales)



Fuentes: AMADEUS (Bureau van Dijk) y cálculos del BCE.
Nota: El flujo de caja se define como la ratio de flujo de caja sobre activos.

Gráfico C Ratios de liquidez de empresas con diferentes niveles de activos tangibles

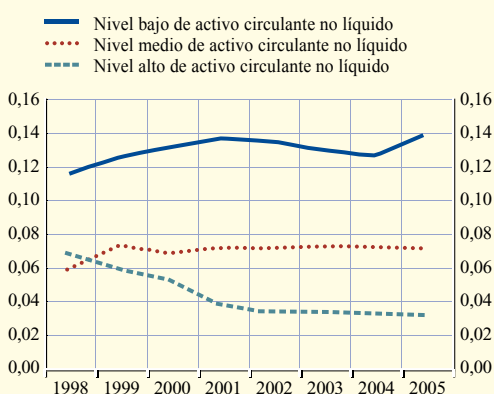
(efectivo y otros activos líquidos equivalentes en relación con activos totales)



Fuentes: AMADEUS (Bureau van Dijk) y cálculos del BCE.

Gráfico D Ratios de liquidez de empresas con diferentes niveles de activo circulante no líquido

(efectivo y otros activos líquidos equivalentes en relación con activos totales)

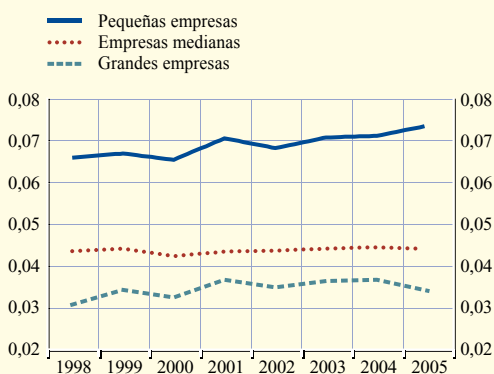


Fuentes: AMADEUS (Bureau van Dijk) y cálculos del BCE.
Nota: El activo circulante no líquido se define como activos a corto plazo distintos de efectivo y otros activos líquidos equivalentes.

riamente a lo que cabría esperar, parece que la relación entre la volatilidad de los flujos de caja y las tenencias de liquidez no es positiva según este análisis descriptivo bivalente simple, ya que resulta que las empresas con flujos de caja más volátiles mantienen menos efectivo (véase gráfico F). Sin embargo, cuando se estima una ecuación relacionando las tenencias de efectivo con todos los determinantes posibles mencionados, así como con el coste de oportunidad de mantener efectivo, surge una relación positiva entre las tenencias de efectivo y la volatilidad de los flujos de caja (véase el cuadro situado al lado del gráfico G). Además, según lo esperado, se estima un coeficiente negativo para el diferencial entre los tipos de los préstamos bancarios y la tasa de rendimiento propia de M3 de las sociedades no financieras, y un aumento de 100 puntos básicos en este diferencial hace que las empresas reduzcan su efectivo 0,4 puntos porcentuales (6% de la mediana de la ratio de liquidez).

Gráfico E Ratios de liquidez de empresas de diferentes tamaños

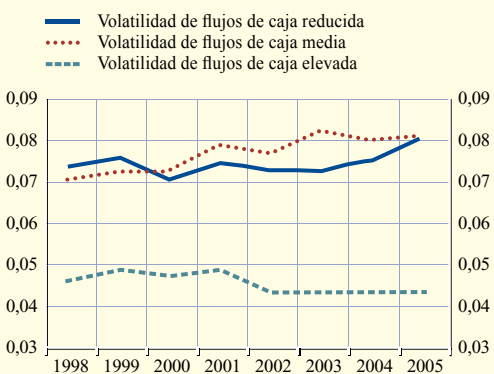
(efectivo y otros activos líquidos equivalentes en relación con activos totales)



Fuentes: AMADEUS (Bureau van Dijk) y cálculos del BCE.
Nota: El tamaño de una empresa se define en función de sus activos, empleados y cifra de negocios.

Gráfico F Ratios de liquidez de empresas con diferentes grados de volatilidad de los flujos de caja

(efectivo y otros activos líquidos equivalentes en relación con activos totales)



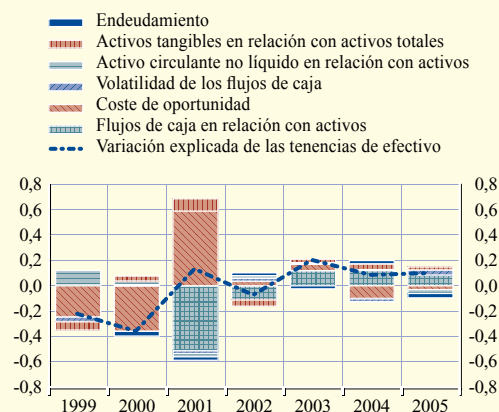
Fuentes: AMADEUS (Bureau van Dijk) y cálculos del BCE.
Nota: La volatilidad de los flujos de caja se mide como el coeficiente de variación para esta variable.

Relación entre las ratios de liquidez y las variables seleccionadas

Variable	Coefficiente en una ecuación para la ratio de liquidez
Flujos de caja en relación con activos	0,17
Volatilidad de los flujos de caja	0,003
Activos tangibles en relación con activos totales	-0,04
Endeudamiento en relación con activos	-0,02
Activo circulante no líquido en relación con activos	-0,03
Diferencial entre el tipo de interés de los préstamos bancarios y la tasa de rendimiento de M3	-0,39
Relación entre tenencias de efectivo y tamaño: variable ficticia (tamaño = medio)	-1,6
variable ficticia (tamaño = grande)	-2,1

Gráfico G Contribución a la evolución de las tenencias de efectivo

(puntos porcentuales)



Fuentes: AMADEUS (Bureau van Dijk) y cálculos del BCE.

Notas: a) El cuadro muestra los coeficientes estimados cuando las ratios de liquidez están relacionadas con las variables que se presentan en el cuadro. Todos son significativos para los niveles de confianza convencionales (95%).

b) El gráfico G muestra la contribución de las variables presentadas en los gráficos anteriores a la evolución de las tenencias de efectivo. Todas las variables son significativas para un nivel de significación del 5%.

El gráfico G ilustra el papel que desempeña cada una de las variables citadas en la evolución de las tenencias de liquidez en los últimos años, de acuerdo con los coeficientes estimados, cuando dichas variables se incluyen en una ecuación para la ratio de liquidez³. Como puede observarse, la evolución de las tenencias de efectivo estuvo determinada, en gran medida, por las variaciones de los costes de oportunidad (representados por el diferencial entre el tipo de interés de los préstamos bancarios y la tasa de rendimiento de M3) a finales de la década de los noventa y principios de la década actual, mientras que en años más recientes (en el período 2002-2005), los tipos de interés han desempeñado un papel más limitado. Por tanto, en los últimos años, el factor principal determinante de la acumulación de efectivo ha pasado a ser el aumento de la ratio de flujos de caja sobre activos, en lugar de las variaciones en los costes de oportunidad. Asimismo, para el período 2003-2005, las variables ficticias temporales estimadas son cada vez más positivas, lo cual indica que otros factores macroeconómicos podrían haber contribuido también a la acumulación de tesorería en los últimos años. Por ejemplo, las empresas podrían haber acumulado efectivo con el fin de llevar a cabo fusiones y adquisiciones, operaciones que han repuntado en años recientes⁴.

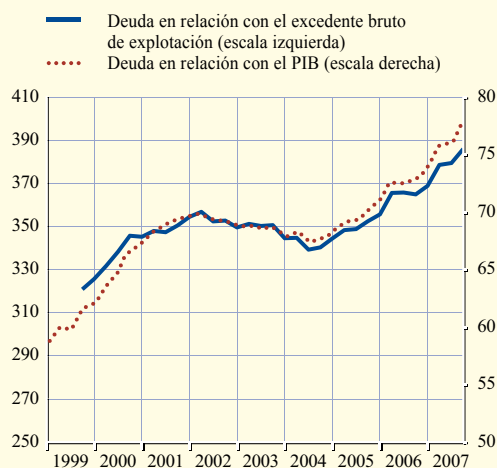
Para resumir, la evidencia que se presenta en este recuadro indica que las tenencias de efectivo están relacionadas con variables patrimoniales, tales como el endeudamiento, el activo circulante no líquido y los activos tangibles, así como con otras variables, tales como el tamaño de la empresa y sus flujos de caja. Entre estos factores, parece que los flujos de caja han desempeñado el papel más importante a la hora de explicar los aumentos observados en los últimos años en las ratios de liquidez de las sociedades no financieras. Así pues, la acumulación de tesorería en las empresas está en consonancia general con un repunte de la actividad económica real en años recientes. Las variaciones en el coste de oportunidad de mantener efectivo también han determinado la evolución reciente de las tenencias de efectivo, aunque en menor medida que a finales de la década de los noventa, cuando los incrementos de dichos costes contribuyeron a reducir las ratios de liquidez.

3 El gráfico G no muestra la contribución asociada a niveles retardados de tenencias de efectivo, las cuales aparecerían, dados los elevados niveles de persistencia mostrados por esta variable, como factor de explicación principal en este análisis de contribuciones.

4 Véase el recuadro titulado «Tendencias recientes en las fusiones y adquisiciones de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio del 2006.

Gráfico 33 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

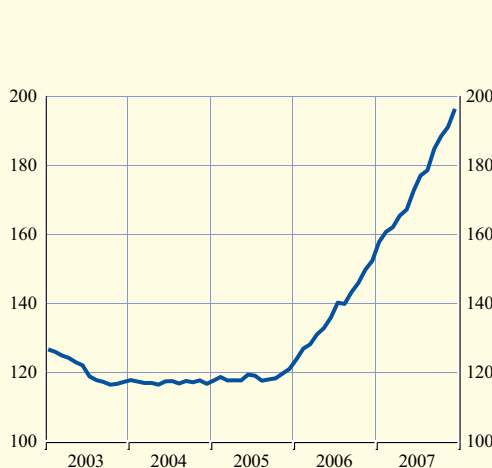
(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. El último trimestre disponible es una estimación.

Gráfico 34 Carga neta de tipos de interés bancarios de las sociedades no financieras

(puntos básicos)



Fuente: BCE.
Nota: La carga neta de tipos de interés bancarios se define como la diferencia entre los tipos medios ponderados de los préstamos y los tipos medios ponderados de los depósitos del sector de las sociedades no financieras, y se basa en saldos vivos.

POSICIÓN FINANCIERA

La considerable demanda de financiación mediante deuda por parte de las sociedades no financieras se ha traducido en un nuevo aumento de la deuda en relación con el PIB y de la deuda en relación con los excedentes brutos de explotación de este sector en el cuarto trimestre del 2007, situándose estas ratios en el 78% y en alrededor del 386%, respectivamente (véase gráfico 33). Como consecuencia del incremento de la deuda, y de la subida de los tipos de interés, la carga de intereses bancarios de las sociedades no financieras volvió a aumentar a finales del 2007 (véase gráfico 34)⁸. Además, la ratio de deuda sobre activos financieros de las sociedades no financieras se elevó ligeramente en el segundo trimestre y el tercer trimestre del 2007, tras haber disminuido desde el primer trimestre del 2003. Esta inversión de la evolución fue reflejo posiblemente del continuo ascenso de la financiación externa mediante deuda y de la atonía de la inversión financiera por parte de las sociedades no financieras en este período.

En general, la elevada tasa sostenida de crecimiento de la financiación mediante préstamos de las sociedades no financieras parece indicar que este tipo de sociedades todavía tiene un acceso relativamente fácil a la financiación externa. Al mismo tiempo, los indicios de un endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito en el caso de las empresas y el nuevo incremento del coste de la financiación externa de las sociedades no financieras en el cuarto trimestre de 2007 indican un cierto deterioro de las condiciones de financiación para este tipo de sociedades en la zona del euro.

⁸ El gráfico 34 corresponde al tipo de interés medio aplicado a los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras. La evolución de esta serie corresponde, en líneas generales, a la trayectoria de la carga total de intereses de este sector presentada en las estadísticas de las cuentas económicas y financieras integradas de la zona del euro.

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

Las condiciones de los préstamos a hogares volvieron a endurecerse levemente en el cuarto trimestre del 2007, como se refleja, por ejemplo, en la subida de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda. Sin embargo, por el momento, parece que el impacto de las turbulencias financieras que comenzaron en el verano del 2007 sobre el coste de la financiación ha sido limitado. La evolución del endeudamiento de los hogares continuó registrando una moderación en enero, en consonancia con la tendencia observada desde la primavera del 2006, con la consiguiente ralentización del crecimiento del saldo de la deuda de este sector en el último trimestre del 2007. Sin embargo, los flujos de préstamos concedidos por las IFM a los hogares durante los últimos meses tampoco apuntan a un efecto moderador apreciable como consecuencia de las turbulencias.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

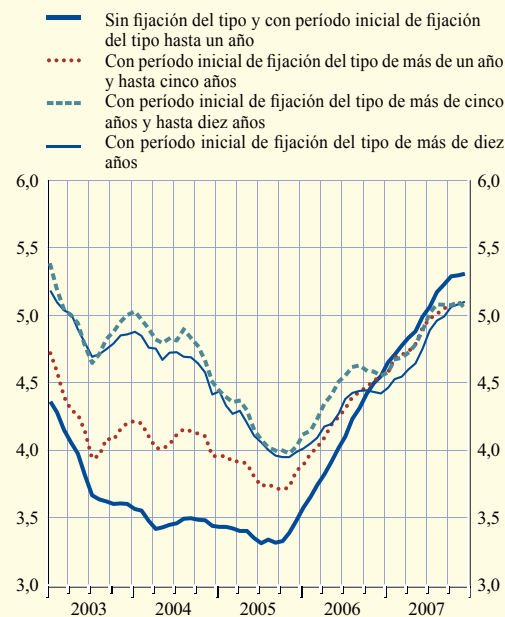
Las estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM y los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2008⁹ apuntan a un nuevo endurecimiento de las condiciones de financiación en el cuarto trimestre del 2007.

Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos para adquisición de vivienda registraron un nuevo ascenso en el cuarto trimestre, en especial en el caso de los préstamos que tienen los períodos iniciales de fijación más cortos y más largos, siendo dicha subida limitada para los préstamos con períodos de fijación de entre uno y diez años. Los tipos de interés de los préstamos con un período inicial de fijación del tipo inferior a un año aumentaron 15 puntos básicos, en comparación con el tipo medio del tercer trimestre (véase gráfico 35), y los de los préstamos con un período inicial de fijación de más de diez años se incrementaron 12 puntos básicos. En diciembre, la diferencia entre los tipos medios de estas dos clases de préstamos ascendía a 22 puntos básicos, y su estructura temporal invertida permaneció prácticamente sin variación con respecto al tercer trimestre.

La evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM al crédito al consumo presentó un patrón algo diferente. En primer lugar, dichos tipos descendieron en el cuarto trimestre con respecto a la media del tercer trimestre. En segundo lugar, la estructura temporal de los tipos del crédito al consumo, que era plana en el tercer trimestre del 2007, volvió a aumentar la inclinación de la pendiente en el último trimestre del año, reflejando una disminu-

Gráfico 35 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

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



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 a partir 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.

⁹ Véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2008», en el Boletín Mensual de febrero del 2008.

ción de 13 puntos básicos en el tipo de interés del crédito al consumo con período inicial de fijación hasta un año, en comparación con la media del tercer trimestre, y una bajada más reducida, de sólo 2 puntos básicos, en el tipo de interés de los préstamos con período inicial de fijación de más de cinco años.

El diferencial entre los tipos de interés de los préstamos de las IFM para adquisición de vivienda y el rendimiento de la deuda pública a dos años continuó ampliándose en el cuarto trimestre del 2007, en comparación con el tercer trimestre, debido tanto a las subidas experimentadas por los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda como al descenso del rendimiento de la deuda pública a dos años. En el caso del crédito al consumo, el diferencial con respecto al tipo a doce meses del mercado monetario se redujo ligeramente, reflejando, principalmente, una disminución del tipo de los préstamos y créditos.

Al igual que en la encuesta de octubre del 2007, las entidades participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2008 señalaron, en general, un endurecimiento de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. Las entidades encuestadas indicaron que el endurecimiento se llevó a cabo por diversos canales, pero principalmente mediante una ampliación de los márgenes de los préstamos ordinarios. Esto es coherente con el aumento de los tipos de los préstamos y créditos de las IFM en el cuarto trimestre y con el incremento observado en los diferenciales. Por lo que respecta al crédito al consumo, el número neto de entidades encuestadas que señalaron un endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito se elevó ligeramente en el cuarto trimestre del 2007, en comparación con el trimestre anterior.

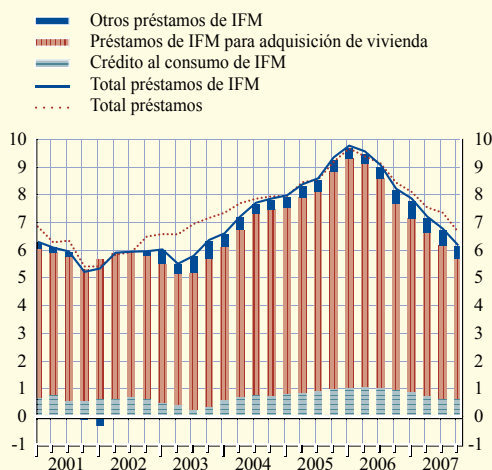
FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares se redujo hasta el 7,4% en el tercer trimestre del 2007, desde el 7,5% del segundo trimestre (véase gráfico 36). Esta moderación adicional fue consecuencia, principalmente, de la caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares por parte de las instituciones financieras no monetarias continuó siendo superior a la de los préstamos otorgados por las IFM a dicho sector. Los datos disponibles sobre los préstamos de las IFM indican que el crecimiento interanual del total de préstamos a hogares siguió disminuyendo en el último trimestre del año.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares se situó en el 6,1% en enero del 2008, tras haber registrado niveles del 6,6% en el cuarto trimestre y del 7% en el tercer trimestre del 2007. Esta evolución reflejó la menor contribución de los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que la aportación del crédito al consumo se estabilizó en líneas generales. En conjunto, los datos de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares en los últimos meses no in-

Gráfico 36 Total de préstamos concedidos a los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; fin de trimestre)

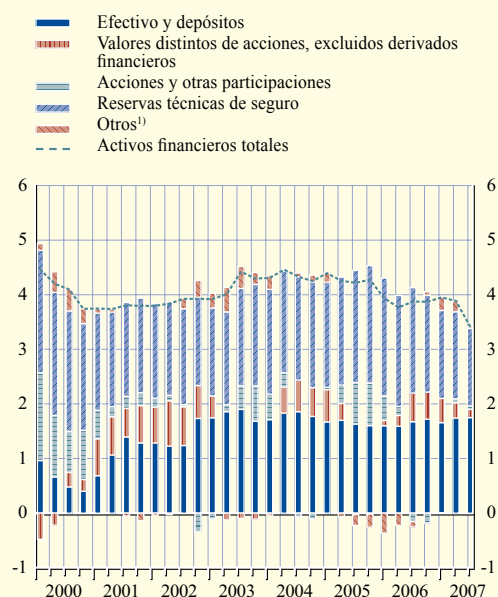


Fuente: BCE.

Nota: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el cuarto trimestre del 2007 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

Gráfico 37 Inversión financiera de los hogares

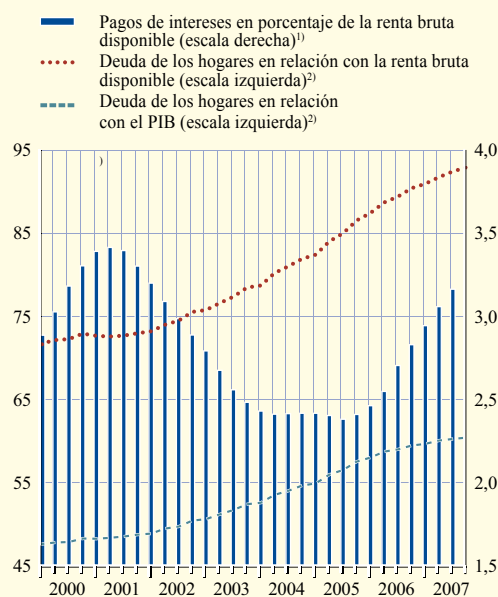
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.
1) Incluye préstamos, otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros.

Gráfico 38 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.
Notas: La deuda de los hogares comprende el total de préstamos a los hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. Los pagos de intereses no incluyen todos los costes financieros de los hogares, ya que excluyen las comisiones por servicios financieros.
1) No se dispone de datos del cuarto trimestre del 2007.
2) Los datos del último trimestre que se muestra se han estimado en parte.

dicen que la evolución reciente de los mercados financieros haya tenido un efecto moderador apreciable, el cual habría reforzado la tendencia a la baja que se ha observado en el crecimiento de este tipo de préstamos desde principios del 2006.

El descenso paulatino observado en los últimos trimestres en la tasa de crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda (que se situó en el 6,9% en enero del 2008, tras alcanzar niveles del 7,7% en el cuarto trimestre y del 8,1% en el tercer trimestre del 2007) está relacionado con la ralentización de la evolución del mercado de la vivienda en algunos países de la zona del euro, así como con el impacto de las subidas de los tipos de interés hipotecarios en la zona. Las entidades participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2008 volvieron a indicar que las perspectivas del mercado de la vivienda y el empeoramiento de las expectativas relativas a la actividad económica en general fueron los principales factores que habían contribuido a moderar la demanda de préstamos para adquisición de vivienda por parte de los hogares.

La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo ascendió al 5,8% en enero, tras situarse en el 5,3% en el cuarto trimestre y en el 5,7% en el tercer trimestre del 2007. Si se analiza más allá de la evolución mensual, que a veces es volátil, el crecimiento del crédito al consumo se moderó en el segundo semestre del 2007, lo cual parece estar en consonancia general con el descenso del crecimiento de las ventas al por menor de productos no alimentarios registrado en los últimos trimestres y con la dis-

minución de la confianza de los consumidores observada en el cuarto trimestre. La encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2008 mostró una ligera reducción del número neto de entidades de crédito que señalaron un aumento de la demanda del crédito al consumo y de otros préstamos.

Del lado del activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total experimentó una desaceleración y se situó en el 3,4% en el tercer trimestre del 2007, frente al 3,9% del segundo trimestre (véase gráfico 37). La contribución de la inversión en efectivo y depósitos y de la inversión en acciones y otras participaciones se mantuvo prácticamente sin variación, pero la de la inversión en valores distintos de acciones siguió disminuyendo. Por último, la aportación de las reservas técnicas de seguro y de otros activos financieros también se redujo con respecto al trimestre anterior. En su conjunto, la inversión en efectivo y depósitos y la inversión en productos de seguro y de pensiones, dos clases de activos en lados opuestos de la curva de rendimientos pero que se consideran inversiones relativamente seguras, continuaron siendo las que más impulsaron el crecimiento de la inversión del sector hogares en su conjunto.

POSICIÓN FINANCIERA

El crecimiento de la deuda de los hogares en relación con la renta bruta continuó disminuyendo ligeramente como consecuencia de la moderación del endeudamiento neto de los hogares (véase gráfico 38). La deuda en relación con la renta se incrementó hasta situarse en torno al 93% en el cuarto trimestre del 2007, mientras que la deuda en relación con el PIB subió levemente hasta alcanzar un nivel cercano al 60,5%. El saldo de deuda de los hogares de la zona del euro sigue siendo bastante moderado en términos internacionales, particularmente si se compara con Estados Unidos o Reino Unido. La carga de intereses (medida en porcentaje de la renta disponible) volvió a aumentar hasta situarse en el 3,2% en el tercer trimestre del 2007 (el período más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas integradas de la zona del euro), aunque todavía se mantiene por debajo del máximo alcanzado en el 2001.

3 PRECIOS Y COSTES

Se estima que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se mantuvo en el 3,2% en febrero del 2008, sin cambios con respecto a enero, lo que confirma la persistencia de fuertes presiones al alza sobre la inflación a corto plazo, como consecuencia, principalmente, de los pronunciados aumentos de los precios de las materias primas (especialmente del petróleo y de los alimentos) registrados en los últimos meses. 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 más adelante en el año. Las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE sitúan la inflación interanual medida por el IAPC entre el 2,6% y el 3,2% en el 2008 y entre el 1,5% y el 2,7% en el 2009. Estas proyecciones se basan en los supuestos de que se modere la reciente escalada de los precios de las materias primas en el horizonte considerado, en línea con los precios de los contratos de futuros, y que las presiones de los costes laborales y de los márgenes sean limitadas. Los riesgos para las perspectivas de inflación a medio plazo apuntan al alza.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La inflación medida por el IAPC general se ha elevado de forma acusada desde el otoño del 2007 y, según el avance de Eurostat, se ha estabilizado en febrero, tras alcanzar un máximo histórico, el 3,2%, en enero, después de cinco meses consecutivos de fuertes aumentos (véase gráfico 39)¹.

La marcada elevación de la tasa de variación interanual del IAPC general de la zona del euro, desde el 1,7% de septiembre del 2007 hasta los altos niveles actuales, ha estado impulsada por las importantes contribuciones de la energía y de los alimentos (sobre todo los alimentos elaborados), determinadas, a su vez, por el reciente repunte de los precios del petróleo y de los productos agrícolas en los mercados internacionales.

La tasa de variación interanual de los precios de la energía aumentó hasta el 10,6% en enero, frente a la media del 8,1% registrada en el cuarto trimestre del 2007, y muy por encima de la media del 2,6% observada en el conjunto del año 2007. Los precios del petróleo alcanzaron cotas muy altas al inicio del

¹ Sin embargo, cabe destacar que la interpretación de la evolución de los precios en el mes de enero es particularmente compleja, debido al fuerte impacto de factores estacionales (como las rebajas y la evolución de los precios de los alimentos no elaborados) y de factores puntuales con efectos duraderos (como las modificaciones de los precios administrados y de los impuestos indirectos), así como a las revisiones de los precios que muchas empresas realizan habitualmente al principio del año. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis detallado de las variaciones del IAPC registradas en enero de cada año y comparación con la evolución observada en otros meses», en el Boletín Mensual de marzo del 2007.

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2006	2007	2007 Sep	2007 Oct	2007 Nov	2007 Dic	2008 Ene	2008 Feb
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	2,1	2,1	2,6	3,1	3,1	3,2	3,2
Energía	7,7	2,6	3,0	5,5	9,7	9,2	10,6	.
Alimentos no elaborados	2,8	3,0	2,1	3,1	3,0	3,1	3,3	.
Alimentos elaborados	2,1	2,8	3,1	3,8	4,6	5,1	5,8	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0	0,7	.
Servicios	2,0	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	5,1	2,8	2,7	3,3	4,2	4,3	4,9	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,9	52,8	55,2	57,7	62,8	62,8	62,4	64,0
Precios de las materias primas no energéticas	24,8	9,2	6,9	3,5	-0,1	1,4	10,4	15,0

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

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

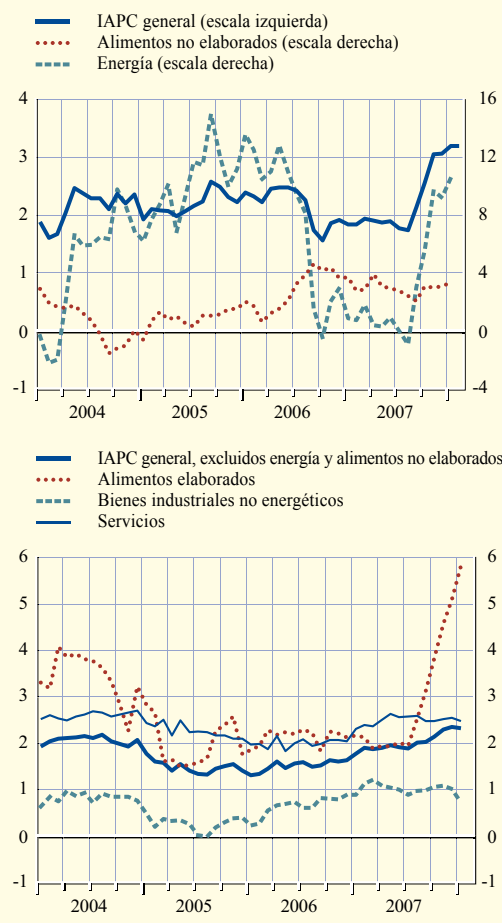
1) La inflación medida por el IAPC de febrero del 2008 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

año. Sin embargo, la subida de los precios del petróleo en euros ha sido ligeramente atenuada por la apreciación del euro. La ligera recuperación de los márgenes del refino, que se sitúan actualmente en niveles relativamente reducidos, puede haber contribuido también a los recientes aumentos de los precios de consumo de la energía en la zona del euro.

En los últimos meses, el alza de los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro ha seguido siendo un factor determinante de la evolución de la inflación medida por el IAPC general. Con una ponderación conjunta del 19,6% en la cesta del IAPC, los precios de los alimentos elaborados y no elaborados contribuyeron, en promedio, en unos 0,75 puntos porcentuales a la inflación interanual medida por el IAPC general entre septiembre del 2007 y enero del 2008. Esta evolución fue resultado del repunte de los precios de algunos productos agrícolas observado en los mercados internacionales desde mediados del 2007, debido a la combinación de factores de oferta y demanda tanto transitorios como estructurales². Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en anteriores perturbaciones de los precios de los alimentos, la evolución reciente de los precios de los productos agrícolas en los mercados internacionales influyó principalmente en los precios de los alimentos elaborados. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados aumentó hasta el 5,8% en enero, el nivel más alto que se alcanzaba desde 1999 y que se situaba muy por encima de la elevada tasa media de variación interanual del 4,5% registrada en el último trimestre del 2007. Este ascenso fue consecuencia de las fuertes subidas intermensuales de los precios de los productos lácteos, los cereales y el azúcar. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados ha experimentado aumentos más moderados en los últimos meses, situándose en el 3,3% en enero, como resultado, fundamentalmente, de la subida de los precios de la carne, posiblemente provocada por la elevación del coste de los piensos y reforzada, en enero, por algunos efectos estacionales sobre otros componentes. La magnitud de las subidas de los precios de consumo de los alimentos observadas en los últimos meses ha variado de forma significativa en los distintos países de la zona del euro, debido a las diferencias que presentan las condiciones de la demanda, las estructuras de mercado y la presión de la competencia en los sectores minoristas y de distribución³.

Gráfico 39 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

2 Para más información, véase el recuadro titulado «Precios de los alimentos en la zona del euro: evolución reciente y perspectivas», en el Boletín Mensual de diciembre del 2007.

3 Véase el recuadro indicado en la nota 2.

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, se ha mantenido, en general, estable en los últimos meses, aunque a un nivel relativamente elevado. Esta estabilidad refleja la moderada evolución a corto plazo de los precios de los dos principales componentes del IAPC, es decir, los servicios y los bienes industriales no energéticos, cuyas tasas de variación interanual han sido, sin embargo, más altas que en años anteriores.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,7% en enero, ligeramente por debajo del 1% registrado a lo largo del 2007. Con todo, este descenso fue debido, probablemente, a las rebajas estacionales y también a efectos de base derivados de la elevación del IVA alemán llevada a cabo en el mismo mes del año pasado. El hecho de que se mantenga esta contención a corto plazo, pese a las presiones sobre los costes de los bienes intermedios, reflejadas en los precios industriales de los bienes de consumo de la zona del euro, y a la utilización históricamente alta de la capacidad productiva en el sector manufacturero, podría atribuirse al efecto moderador de la evolución del tipo de cambio sobre las presiones de los precios de importación, en un contexto de intensa competencia internacional.

En enero, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios se mantuvo en un nivel relativamente elevado, el 2,5%, por quinto mes consecutivo. Sin embargo, esta estabilidad oculta comportamientos dispares de las distintas subcategorías de servicios. En particular, el crecimiento de la inflación parece haber sido mayor en la hostelería (3,7% en enero) y en la educación (9,4% en enero), que se vio particularmente afectada por el fuerte aumento de las tasas universitarias alemanas en abril del 2007. Por el contrario, la inflación en los servicios de comunicaciones siguió siendo negativa (-2,9% en enero).

En el recuadro 7 se analizan las recientes tendencias en la medición de la inflación subyacente, observándose que la mayor parte de las medidas de inflación subyacente han mostrado una tendencia al alza en los últimos meses.

Recuadro 7

EVOLUCIÓN RECIENTE DE DETERMINADAS MEDIDAS DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE EN LA ZONA DEL EURO

El IAPC es el indicador elegido para definir el objetivo prioritario del BCE. No obstante, otras medidas de aumentos de los precios pueden resultar útiles para identificar y describir las tendencias de los precios a más largo plazo, así como la naturaleza y las fuentes de las fuerzas que afectan a su evolución general. A estos efectos, en la literatura económica se han propuesto diversas medidas de inflación «subyacente»¹. Entre estos indicadores se citan con frecuencia las medidas de inflación subyacente basadas en la exclusión, que pueden dividirse en dos clases principales: las medidas permanentes (que excluyen siempre los mismos componentes, como el IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía) y las medidas estadísticas (que excluyen los valores erráticos en un determinado momento, como las medias truncadas)². En este recuadro se analiza y se evalúa la evolución reciente de varias de estas medidas específicas de la inflación subyacente.

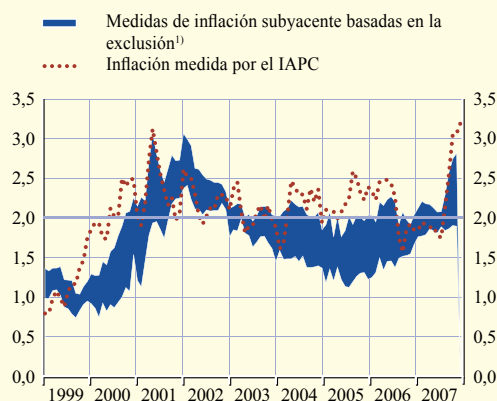
En enero del 2008, las medidas de inflación subyacente basadas en la exclusión se situaron en niveles inferiores a la tasa de variación de la inflación medida por el IAPC general (véanse gráfico A y cuadro). Al mismo tiempo, la mayor parte de las medidas han aumentado en el transcurso del 2007,

1 A pesar de ser intuitivamente atractivo para identificar y describir las tendencias de los precios a más largo plazo, así como la naturaleza y las fuentes de las fuerzas que determinan su evolución, el concepto de inflación subyacente ha demostrado ser difícil de concretar en la práctica. Para un análisis más detallado, véase el artículo titulado «Medidas de la inflación subyacente en la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio del 2001.

2 Las medidas permanentes suponen la exclusión sistemática de determinados componentes del IAPC, mientras que las medidas estadísticas excluyen las menores y mayores variaciones de precios en un determinado momento.

Gráfico A Evolución de determinadas medidas de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

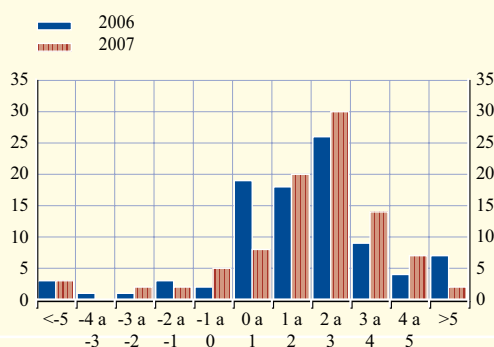


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Véase la nota al pie del cuadro.

Gráfico B Distribución de frecuencia de los componentes del IAPC

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El gráfico muestra la distribución de frecuencia sin ponderar de las variaciones interanuales de los precios de los 93 componentes del IAPC para los años 2006 y 2007.

y se sitúan actualmente en niveles elevados, superiores al 2%. La única excepción es la medida de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, que se situó en el 1,7% en enero del 2008 y se ha mantenido por debajo del 2% a lo largo del 2007, aunque ha crecido también con respecto a su tasa media del 2006. Las tasas de variación más moderadas de este indicador, en comparación con la evolución de otras medidas permanentes de inflación subyacente basadas en la exclusión, como el IAPC excluidos los alimentos no elaborados y la energía, ponen de relieve la importante contribución de los precios de los alimentos elaborados, especialmente en el período transcurrido desde septiembre del 2007. La elevación general de los indicadores de inflación subyacente se observa también claramente en todas las medidas estadísticas basadas en la exclusión. En efecto, estos indicadores excluyen

Inflación medida por el IAPC y medidas de inflación subyacente en la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

	2006	2007	2007	2007	2007	2007	2008	2008
			Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb
Inflación medida por el IAPC¹⁾	2,2	2,1	2,1	2,6	3,1	3,1	3,2	3,2
Medidas de inflación subyacente								
Medidas permanentes basadas en la exclusión								
IAPC, excluida la energía	1,6	2,1	2,0	2,2	2,3	2,4	2,4	
IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía	1,5	2,0	2,0	2,1	2,3	2,3	2,3	
IAPC, excluidos los alimentos y la energía	1,4	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	1,7	
Medidas estadísticas basadas en la exclusión								
Media truncada (10%)	2,0	2,2	2,2	2,6	2,7	2,8	3,0	
Media truncada (32%)	1,9	2,2	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5	
Mediana ponderada	2,0	2,2	2,2	2,4	2,5	2,5	2,4	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las medidas estadísticas basadas en la exclusión eliminan determinadas variaciones de precios, es decir, las menores y mayores variaciones de precios en el mes considerado (en términos numéricos). Por ejemplo, la media truncada al 10% excluye el 5% inferior y superior de variaciones de precios de la distribución ponderada de componentes del IAPC.

1) La inflación medida por el IAPC de febrero del 2008 es la que proporciona el avance de Eurostat.

valores erráticos tanto positivos como negativos, por lo que se sitúan en la actualidad ligeramente por encima de las medidas permanentes, que tienden en estos momentos a excluir únicamente los componentes cuya contribución a la inflación medida por el IAPC general es superior a la media.

La magnitud de esta reciente elevación de los indicadores de inflación subyacente puede deducirse también de la distribución de frecuencia de las subidas de precios registradas en los dos últimos años, que muestra un desplazamiento general hacia la derecha en la distribución de los aumentos de precios de los componentes del IAPC en el 2007 en relación con el 2006 (véase gráfico B). Aunque parte de este incremento puede atribuirse a la elevación del IVA llevada a cabo en Alemania en enero del 2007, que afectó a una amplia gama de componentes del IAPC, también puede asociarse a un aumento generalizado de los principales componentes del IAPC, como los servicios y los bienes industriales no energéticos. Este patrón general puede estar relacionado con los efectos indirectos de anteriores subidas de los precios de las materias primas, al tiempo que puede señalar también otras fuerzas relacionadas con la expansión relativamente vigorosa de la economía en el 2007.

Al interpretar estos indicadores, cabe tener en cuenta que las medidas de la inflación subyacente (consideradas tanto individualmente como en conjunto) no ofrecen una representación estructural de las presiones inflacionistas y tampoco incorporan información sobre la evolución futura más allá de la incluida en los 93 componentes del IAPC, por lo que han de ser contrastadas con otros datos disponibles. No obstante, el aumento paralelo de muchos de estos indicadores requiere un estrecho seguimiento.

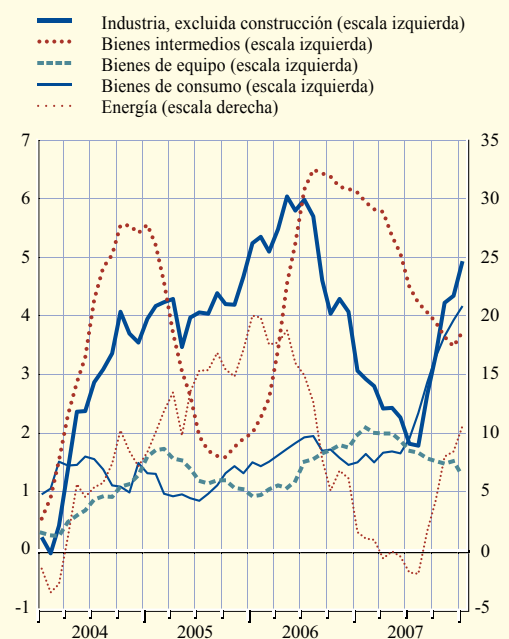
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La evolución de los precios de la energía y de los productos agrícolas generó también presiones inflacionistas latentes en las primeras fases de la cadena de producción, tal y como demuestra la aceleración del crecimiento de los precios industriales observada en los últimos meses.

En enero, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, registró su quinto aumento consecutivo, elevándose hasta el 4,9%, desde el 4,3% de diciembre del 2007, como consecuencia, principalmente, del alza de los precios de la energía y de los alimentos, aunque también de la subida de los precios de casi todos los componentes (véase gráfico 40). Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales aumentó ligeramente, hasta el 3,3%, desde el 3,2% de enero, como resultado de la evolución de los precios de los bienes intermedios y de los bienes de consumo, mientras que la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo reanudó su tendencia a la baja, descendiendo hasta el 1,3% en enero, desde la media del 1,8% registrada en el 2007.

Gráfico 40 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.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios se incrementó ligeramente en enero, por primera vez desde octubre del 2006, como reflejo del repunte de los precios de las materias primas industriales y de los acusados aumentos de los precios del petróleo, que sólo fueron ligeramente atenuados por la apreciación del euro. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo mantuvo su tendencia al alza, impulsada, en gran medida, por los precios de los alimentos, que se elevaron un 9,3% en términos interanuales. No obstante, los datos de enero parecen confirmar la estabilización de la evolución a corto plazo de los precios de los alimentos (medida por la tasa de variación intermensual) en los tres últimos meses, lo que sugiere que las presiones latentes sobre los precios de producción de los alimentos acumuladas desde agosto del 2007 pueden haber alcanzado su cota máxima. Sin embargo, incluso si no se producen nuevas perturbaciones en los precios de los productos agrícolas, los anteriores aumentos de los precios de producción de los alimentos se trasladarán, probablemente, a los precios al por menor, y tendrán a corto plazo algún efecto alcista adicional sobre la inflación en los precios de los alimentos del IAPC. Si se excluyen los precios del tabaco y de los alimentos, en enero la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo se mantuvo sin cambios en el 1,3%, nivel en torno al cual ha venido oscilando desde el principio del año pasado, señal de que pueden haber disminuido las presiones latentes sobre los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos.

Gráfico 41 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 datos sobre fijación de precios procedentes de la encuesta de NTC Economics a los directores de compras correspondiente a febrero del 2008 confirman la existencia de fuertes presiones sobre los costes de los bienes intermedios en los sectores de manufacturas y de servicios, tal y como evidencian los niveles históricamente altos de los indicadores de estos costes en los dos sectores (véase gráfico 41).

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

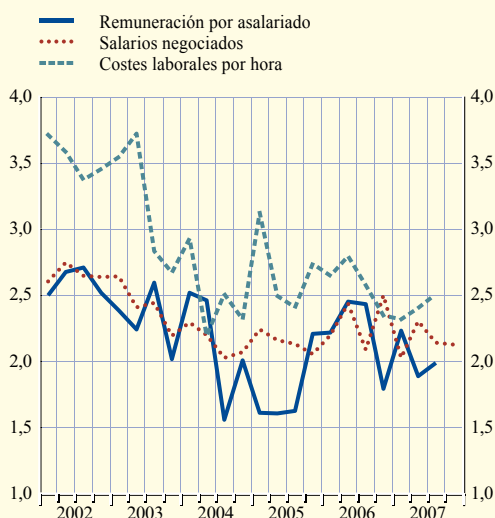
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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

En opinión de los encuestados de ambos sectores, la elevación de los costes de los bienes intermedios se debió nuevamente a los altos precios del petróleo, de la energía y de los alimentos. En el sector manufacturero, el indicador de costes de los bienes intermedios volvió a elevarse en febrero, hasta alcanzar su máximo de siete meses. El indicador de precios de producción volvió también a aumentar, hasta situarse en su nivel más alto desde marzo del 2007, lo que indicaría cierta transmisión de estos incrementos. En el sector servicios, el indicador de precios de los bienes intermedios disminuyó ligeramente, aunque permaneció en un nivel elevado. Por el contrario, el indicador de precios de producción en el sector servicios descendió en febrero, situándose actualmente por debajo de la media de los dos últimos años. Ello respaldaría la opinión de que la capacidad de las empresas de servicios de trasladar los aumentos de los costes a sus precios de producción es relativamente limitada.

Gráfico 42 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

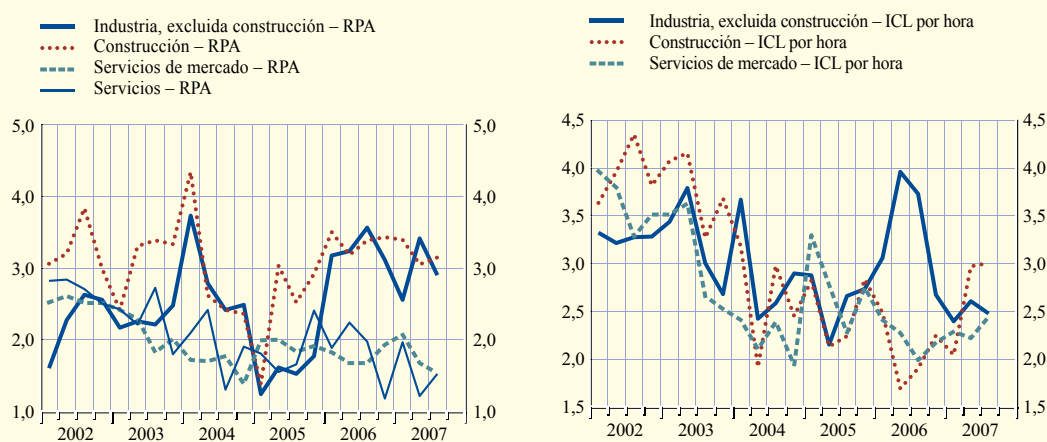
Los indicadores de costes laborales disponibles apuntan a la persistencia de la moderación salarial hasta el último trimestre del 2007 (véanse cuadro 7 y gráfico 42).

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se situó en el 2,1% en el cuarto trimestre del 2007, sin cambios con respecto al tercer trimestre, aunque la evolución de los salarios mostró una considerable diversidad entre los países de la zona del euro. En el 2007, los salarios negociados registraron un crecimiento medio del 2,1%, ligeramente inferior al 2,3% observado el año anterior. Según los datos de otros indicadores laborales, sólo disponibles hasta el tercer trimestre of 2007, las tasas de crecimiento del 2007 se situaron ligeramente por debajo de las medias del 2006. La moderación de las tasas de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado y de los costes laborales totales por hora fue consecuencia, en parte, de los efectos moderadores de los recortes de las cotizaciones sociales, realizados en el 2007 en algunas economías de la zona del euro. Pese a los moderados aumentos de los costes laborales, las reducidas ganancias de productividad supusieron un mayor crecimiento de los costes laborales unitarios hasta el tercer trimestre del 2007, en comparación con la media del 2006.

Los datos por sectores correspondientes al 2007 indican que, al igual que en el año anterior, las tasas de crecimiento de la remuneración por asalariado fueron más altas en el sector industrial que en el sector servicios, en línea con la evolución sectorial de la productividad (véase gráfico 43). En el sector de la construcción, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó más que en el sector industrial, pero se moderó en el transcurso del año, ante las primeras señales de desaceleración del empleo en este sector. El crecimiento de los costes laborales por hora en el sector de la construcción se estabilizó en un nivel elevado en el tercer trimestre del 2007, tras experimentar un fuerte aumento en el segundo trimestre.

Gráfico 43 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.

De cara al futuro, la información sobre las últimas negociaciones salariales apunta a una posible aceleración del crecimiento de los costes laborales en el 2008 en varios países de la zona del euro, en un contexto de tensiones en el mercado de trabajo. La percepción de una creciente inflación en los precios de consumo y la mayor preocupación por el poder adquisitivo suscitan también inquietud respecto a un incremento de las presiones salariales. A este respecto, como consecuencia de los actuales sistemas de indicación de los salarios, las subidas de los precios de los alimentos y de la energía podrían transmitirse, en cierta medida, a los salarios. Además, en la situación actual la evolución de los salarios del sector público debe ser objeto de un estrecho seguimiento, dado que puede ejercer cierta influencia en las demandas salariales del sector privado. Al valorar las presiones salariales en el 2008, es preciso tener en cuenta que la incidencia a la baja, que las medidas de recorte de las cotizaciones sociales venían teniendo sobre la evolución de los costes laborales, se reducirá este año, como consecuencia de la eliminación gradual de estas medidas.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En general, es probable que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga bastante por encima del 2% en los próximos meses, y que se modere de forma gradual más adelante en el 2008. Según las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, la inflación interanual medida por el IAPC se situará entre el 2,6% y el 3,2% en el 2008 y entre el 1,5% y el 2,7% en el 2009.

Los riesgos para estas perspectivas de inflación a medio plazo apuntan al alza. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, manteniéndose la fuerte tendencia al alza observada en los últimos meses. También 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 incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta ahora.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La información más reciente sobre la actividad económica confirma la moderación del crecimiento económico hacia finales del 2007 y principios del 2008. Según la primera estimación de Eurostat, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro fue del 0,4% en el cuarto trimestre del año pasado, frente a una tasa del 0,8% en el trimestre anterior. Los resultados de las encuestas sobre la confianza de las empresas y los consumidores, que han seguido una tendencia a la baja desde el verano del 2007, continúan siendo, en general, acordes con el crecimiento actual. Los fundamentos económicos de la zona del euro siguen siendo sólidos. La economía de la zona del euro no presenta grandes desequilibrios, la rentabilidad se ha mantenido, el crecimiento del empleo ha sido dinámico y la tasa de paro ha caído hasta niveles no registrados en los últimos veinticinco años. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo del 2008 anticipan que el crecimiento medio anual del PIB real se situará en un intervalo entre el 1,3% y el 2,1% en el 2008, y entre el 1,3% y el 2,3% en el 2009. En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre, los intervalos previstos para el crecimiento del PIB real en el 2008 y en el 2009 se han revisado a la baja, debido a la previsión de caída de la demanda mundial, al aumento de las presiones derivadas de los precios de las materias primas y a unas condiciones de financiación menos favorables de lo proyectado en diciembre. En general, las previsiones realizadas por organismos internacionales confirman estas perspectivas. No obstante, la incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento económico continúa siendo inusualmente elevada y persisten riesgos a la baja en torno a las perspectivas de la actividad económica.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

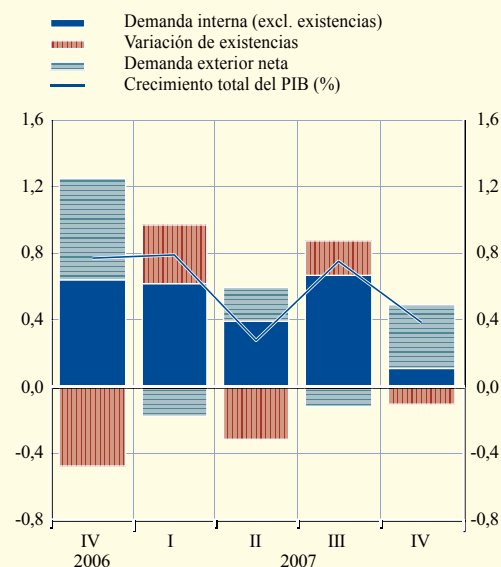
PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

En promedio, la actividad económica registró un crecimiento por encima de su potencial en el 2006 y en el 2007, aunque tendió a moderarse ligeramente hacia finales del 2007. Aunque la incertidumbre sigue siendo elevada, el escenario de referencia es el de mantenimiento del crecimiento, si bien a unas tasas más bajas en el primer semestre del 2008 que en el 2007.

La primera estimación de Eurostat de los datos de las cuentas nacionales confirmó que el crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,4% en el cuarto trimestre del 2007, en comparación con el 0,8% del trimestre anterior (véase gráfico 44). Esta moderación de la actividad económica es atribuible, principalmente, al debilitamiento de la demanda interna, cuya contribución al crecimiento del PIB real fue de sólo 0,1 puntos porcentuales. El consumo privado disminuyó un 0,1%, en términos intertrimestrales, mientras que la inversión registró una leve desaceleración, hasta el 0,8%, en base intertrimestral (esta capacidad de resistencia relativa de la inversión también se menciona en los resultados de la encuesta de inversión de la Comisión Europea que se presentan en el recuadro 8). La moderación de la demanda in-

Gráfico 44 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.

terna se vio parcialmente compensada por la considerable contribución de la demanda exterior neta, de 0,4 puntos porcentuales, principalmente como consecuencia de la caída de las importaciones. La contribución de las existencias al crecimiento del PIB real fue levemente negativa, de -0,1 puntos porcentuales.

Recuadro 8

ENCUESTA DE INVERSIÓN DE LA COMISIÓN EUROPEA PARA EL SECTOR MANUFACTURERO

La Comisión Europea realiza una encuesta semestral entre las empresas del sector manufacturero de la zona del euro para recabar información sobre las inversiones realizadas o planificadas¹. En esta encuesta se solicita a las empresas que den a conocer sus planes de inversión para el año anterior y el año en curso (encuesta de primavera) o para el año en curso y el año siguiente (encuesta de otoño). Los resultados para la zona del euro de la encuesta de otoño, realizada en octubre y noviembre del 2007, se publicaron el 31 de enero de 2008. En este recuadro se presenta la evolución reciente de la inversión a partir de los resultados de la última encuesta, y se proporciona una valoración actual de las expectativas de inversión para el 2008.

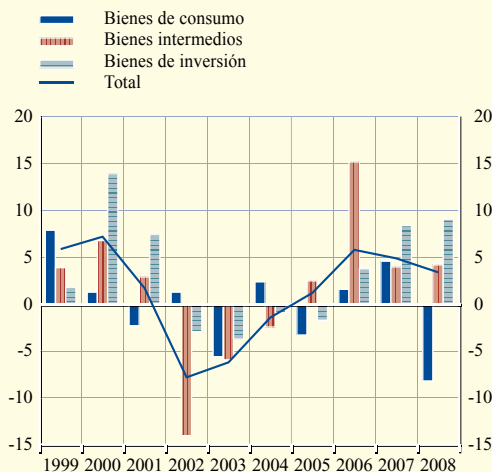
Evolución positiva de la inversión en el 2007

Según Eurostat, la inversión aumentó un 4,8%, en términos reales, en el 2007. Este ha sido el segundo año consecutivo con un crecimiento de la inversión superior al 4%. De acuerdo con los resultados de la encuesta, en el 2007, la expansión de la inversión fue generalizada: el sector de bienes de inversión fue el que registró el mayor crecimiento (el 8,4%), seguido de los sectores de bienes de consumo y de bienes intermedios (el 4,6% y el 4%, respectivamente, véase gráfico A). Estos resultados son acordes con la encuesta a empresas y consumidores de la Comisión Europea, en la que el sector de bienes de inversión indicó el incremento más elevado de la tasa de utilización de la capacidad productiva de los tres sectores en el 2007 (véase gráfico B).

La encuesta de inversión de la Comisión Europea también proporciona información sobre los factores que influyen en la inversión, como la

Gráfico A Expectativas de inversión por sector

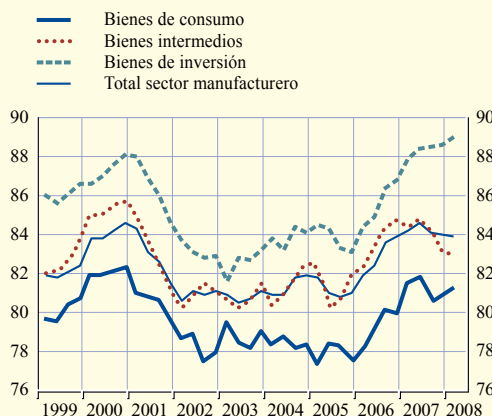
(tasas de variación interanual)



Fuente: Encuesta de inversión de la Comisión Europea.

Gráfico B Utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero

(datos trimestrales desestacionalizados; en porcentaje de la capacidad total)

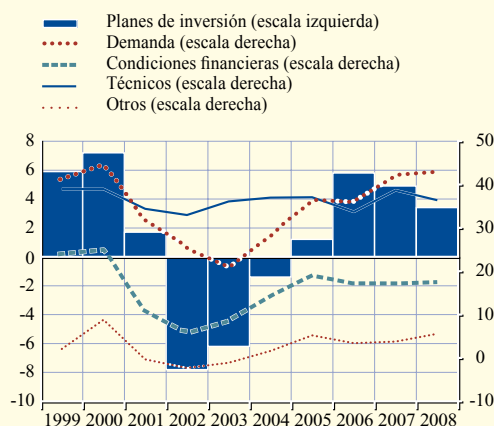


Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Nota: La última observación corresponde al primer trimestre del 2008.

1 La encuesta de inversión de la Comisión Europea se describe en el recuadro 5 del Boletín Mensual de marzo del 2007.

Gráfico C Factores que influyen en la inversión

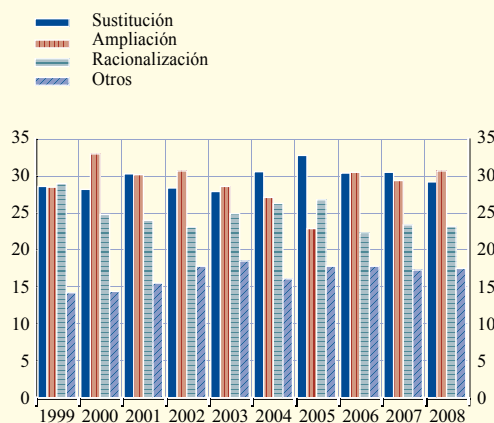
(tasas de variación interanual; saldos netos)



Fuente: Encuesta de inversión de la Comisión Europea.
 Nota: Las preguntas de la encuesta sobre los factores son de carácter cualitativo, indicando qué factores han influido en la inversión. Los datos se expresan en saldos netos y, por tanto, no coinciden con las expectativas de inversión, que se expresan en tasas de variación interanual.

Gráfico D Estructura de inversión

(en porcentaje de la inversión total)



Fuente: Encuesta de inversión de la Comisión Europea.

demanda, las condiciones financieras, factores técnicos (por ejemplo, factores tecnológicos y disponibilidad de mano de obra) y otros factores (como los impuestos y la posibilidad de trasladar la producción al extranjero). Según los resultados de la encuesta, en 2007, al igual que en 2006, el principal factor determinante de la inversión en la zona del euro fue la demanda, seguido de cerca por los factores técnicos (véase gráfico C). Las condiciones financieras se mantuvieron estables, en general, en el 2006 y 2007, tras la recuperación de la inversión en el 2005 como resultado de la mejora de estas condiciones.

Si se considera la estructura de la inversión, la encuesta de la Comisión Europea indica que en el 2007, al igual que en el 2006, el porcentaje más elevado de la inversión se destinó a la ampliación de la capacidad de producción y la sustitución de plantas o equipos (véase gráfico D). La proporción relativamente elevada de la inversión dedicada a la ampliación de la producción en el 2006 y en el 2007, en particular en el sector de bienes de inversión, se debe a unas tasas de utilización de la capacidad productiva comparativamente altas.

Previsión de reducción de la inversión en el 2008

En lo que respecta al 2008, la encuesta del otoño pasado apuntó a una desaceleración del crecimiento de la inversión, hasta aproximadamente el 3,4% (véase gráfico A). El detalle de la inversión indicaba que la ralentización prevista tendría su origen, en gran medida, en el sector de bienes de consumo, que señaló una reducción del 8,2% en sus planes de inversión para el 2008. El descenso

Expectativas de inversión por sectores

(tasas de variación interanual en volúmenes)

	2007	2008
Total	4,9	3,4
<i>Detalle por sectores</i>		
Bienes intermedios	4,0	4,2
Bienes de inversión	8,4	9,1
Vehículos de motor	10,5	9,9
Bienes de consumo	4,6	-8,2
No duradero	2,8	-4,2
Alimentos y bebidas	1,8	-7,9
Duradero	16,7	-12,8

Fuente: Encuesta de inversión de la Comisión Europea.

más acusado se esperaba en el subsector de bienes de consumo duradero. En cuanto a los sectores de inversión y de bienes intermedios, se preveía que, en el 2008, la expansión de la inversión permanecería aproximadamente en el mismo nivel que en el 2007 (véase cuadro). No obstante, ninguno de los sectores que participaron en la encuesta señaló un deterioro de las condiciones financieras de la inversión previstas para el 2008, lo que indica que, en otoño del año pasado, cuando se realizó la encuesta, no se consideraba que las turbulencias de los mercados financieros que comenzaron en agosto del 2007 afectarían de forma significativa a los planes de inversión de las empresas para el 2008.

La encuesta también señalaba que se esperaba que, en el 2008, el porcentaje de la inversión destinado a la ampliación de la producción fuera ligeramente superior al del 2007. Estos planes de continuar incrementando la inversión deben considerarse en el contexto de la evidencia que aporta la encuesta sobre la elevada utilización de la capacidad productiva en la zona del euro, especialmente en el sector de bienes de inversión. Mientras que los sectores de bienes de consumo y de bienes intermedios han indicado cierta disminución de las presiones sobre la citada capacidad desde el otoño, la tasa de utilización de la capacidad productiva del sector de bienes de inversión todavía registraba una tendencia al alza en enero del 2008 (véase gráfico B).

Los resultados de la encuesta de inversión, junto con los datos más recientes sobre utilización de la capacidad productiva y las elevadas expectativas de exportaciones del sector de bienes de inversión en enero del 2008, apuntan a que este sector puede haber sido el menos afectado por la reciente desaceleración observada en la economía de la zona del euro. Se ha de observar que la evolución futura del sector de bienes de inversión también dependerá del mantenimiento de la demanda exterior y del crecimiento económico mundial en su conjunto ya que, en la zona del euro, este sector se caracteriza por el elevado porcentaje de su producción que se destina a la exportación.

En general, los resultados de la encuesta sugieren que en el 2008 se espera una ralentización de la inversión del sector manufacturero, aunque con notables diferencias entre los distintos sectores. Estas expectativas también se han confirmado, en líneas generales, en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo del 2008 (véase recuadro 10).

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Aunque el mayor crecimiento de la industria fue el principal factor impulsor de la aceleración de la tasa de crecimiento del PIB en el 2006, los servicios pasaron gradualmente a ser el sector que mantuvo el ritmo de crecimiento a principios del 2007. No obstante, en el transcurso del año pasado se observó cierta moderación en ambos sectores, con una ralentización más acusada en los servicios después del verano y una capacidad de resistencia mayor de la industria.

Desde una perspectiva a más corto plazo, la contribución de los servicios al valor añadido total de la zona del euro fue de 0,4 puntos porcentuales en el cuarto trimestre del 2007, según la primera estimación de Eurostat de datos de las cuentas nacionales, en comparación con 0,6 puntos porcentuales en el trimestre precedente. La contribución de la industria al crecimiento del valor añadido en el cuarto trimestre fue reducida, de 0,1 puntos porcentuales, tras una sustancial contribución, de 1,4 puntos porcentuales, en el tercer trimestre.

Esta perspectiva a corto plazo resulta confirmada por los datos más recientes de producción industrial (véase gráfico 45). La producción industrial (excluida la construcción) registró un ascenso del 0,1% en el cuarto trimestre del 2007, tras un aumento del 1,4% en el tercer trimestre. Entre los principales

destinos económicos, sólo la producción de energía registró un incremento reseñable, del 1,5%, en el último trimestre del año pasado. La producción de bienes de equipo se mantuvo prácticamente estable, mientras que en la de bienes de consumo y bienes intermedios se observó una contracción. En el cuarto trimestre del 2007, los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) experimentaron un ascenso del 0,6%, en términos intertrimestrales, en comparación con el 1,1% del trimestre anterior, confirmando la valoración de que el crecimiento de este sector puede seguir moderándose.

En la construcción, la producción descendió un 0,5% en el cuarto trimestre del 2007, tras el estancamiento observado en el tercer trimestre, y aunque mostró un dinamismo extraordinario en el 2006, que se vio prolongado por el efecto transitorio de factores específicos relacionados con las condiciones meteorológicas a principios del 2007, experimentó una moderación en los meses posteriores, en consonancia con el enfriamiento de los mercados de la vivienda. En diciembre, el nivel de producción de la construcción se situó en torno al 2,3%, por debajo del máximo registrado en febrero del 2007.

En general, la información más reciente confirma que el crecimiento registró una moderación en la industria y en los servicios en el 2007.

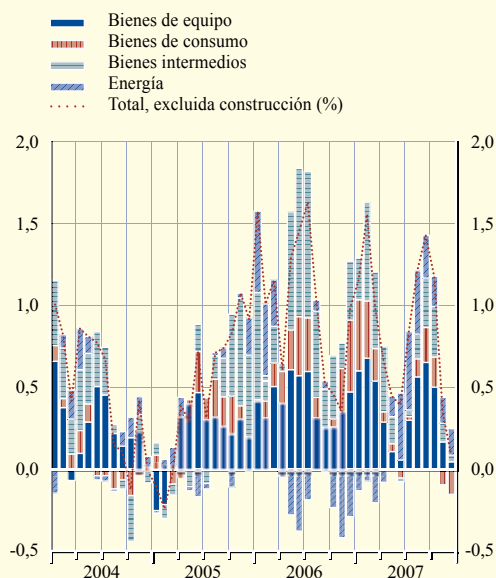
DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVOS A LA INDUSTRIA Y LOS SERVICIOS

Desde el verano del 2006, los indicadores basados en encuestas apuntan a una desaceleración de la actividad económica en la zona del euro con respecto a las tasas de crecimiento por encima del potencial observadas previamente. En general, las señales tempranas que proporcionan los datos de las encuestas se han visto confirmadas por datos «objetivos» publicados posteriormente.

Los datos de las encuestas indican que el ritmo de crecimiento continuó siendo relativamente lento en los dos primeros meses del 2008. En la industria, tanto el índice de directores de compras como el indicador de confianza de la industria de la Comisión Europea registraron un ligero descenso en febrero (véase gráfico 46). Este indicador, que permanece por encima de su media histórica, proporciona una valoración algo más positiva que el índice de directores de compras de las manufacturas, que está ligeramente por debajo de su media histórica. No obstante, ambos indicadores coincidieron en señalar que la actividad industrial se moderó el año pasado. Una imagen similar de crecimiento relativamente más lento puede observarse en los servicios, y es probable que el repunte del índice de directores de compras de los servicios en febrero indique cierta normalización, tras el descenso del índice observado el mes anterior, debido al plazo concedido para responder a la encuesta. El indicador de confianza de la Comisión Europea para los servicios, que es menos volátil, experimentó un nuevo descenso en febrero. En general, ambos indicadores se situaron por debajo de sus medias históricas en los dos primeros meses de este año, aunque se mantienen en niveles acordes con el crecimiento observado en este sector.

Gráfico 45 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

La Comisión Europea también proporciona detalles de su encuesta a los directores de compras de los servicios a nivel de subsectores, que pueden ayudar a comprender mejor la posible incidencia de factores que han estado influyendo en el subsector de intermediación financiera desde agosto del 2007. El fuerte descenso de la confianza observado en este subsector entre agosto del 2007 y febrero del 2008 ha sido paralelo a la disminución de la confianza en otros subsectores estrechamente relacionados con el de intermediación financiera, como el subsector de servicios informáticos y actividades relacionadas o el de otros servicios empresariales. Esto puede ser consecuencia, en parte, de las externalidades a las que se ven sometidos el valor añadido o la confianza derivadas de la evolución de sector financiero. No obstante, la moderación observada en algunos subsectores de los servicios, como el transporte, comenzó antes de agosto del 2007, y no puede considerarse que sea atribuible a las turbulencias financieras. Además, el número de participantes en la encuesta que mencionaron restricciones financieras en el sector servicios no aumentó de manera significativa entre julio del 2007 y enero del 2008, en comparación con el incremento observado entre enero y julio del 2007, según el cuestionario trimestral de la encuesta de la Comisión Europea. Esto, junto con el fuerte ritmo subyacente de expansión monetaria y crediticia, indica que no se debe creer que la moderación de la actividad en los servicios tenga su origen únicamente en los acontecimientos financieros.

En general, los resultados de las encuestas de la industria y los servicios apuntan a que las tasas de crecimiento del PIB en el primer trimestre del 2008 podrían ser inferiores a las del último trimestre del año anterior, aunque se mantienen positivas.

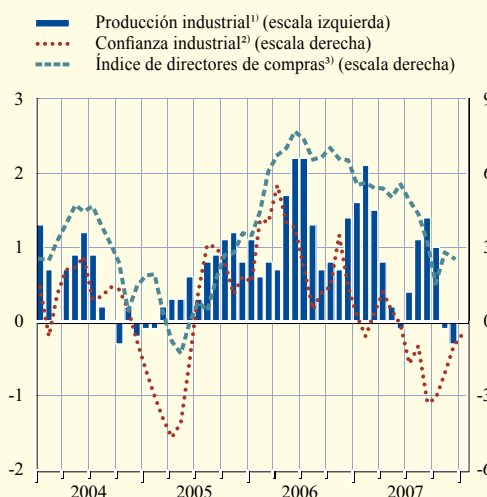
INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Pese al efecto moderador del acusado aumento del IVA, el crecimiento del consumo privado en la zona del euro contribuyó en cierta medida al crecimiento del PIB durante la mayor parte del 2007, en consonancia con la evolución de la renta real disponible y de unas condiciones favorables en el mercado de trabajo. Sin embargo, el consumo privado mostró signos de debilidad al final del año, lo que puede estar relacionado con el pronunciado aumento de los precios de los alimentos y de la energía a nivel minorista, pero también debe considerarse en un contexto de descenso de la confianza de los consumidores.

La información más reciente sobre el gasto de los hogares indica una clara moderación del dinamismo del consumo privado a finales del 2007. El consumo privado de la zona del euro disminuyó un 0,1%, en términos intertrimestrales, en el cuarto trimestre, frente al aumento del 0,5% del trimestre anterior. Según los datos disponibles, este retroceso se vio impulsado, en parte, por la reducción del gasto en bienes al por menor, con una caída del 1%, en términos intertrimestrales, de las ventas del comercio al por menor en el

Gráfico 46 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.

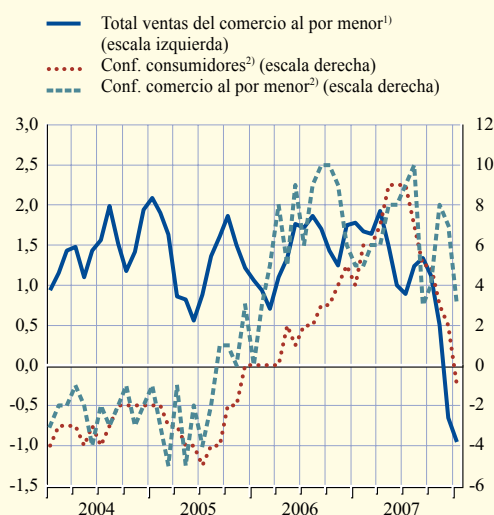
1) Tasas de variación intertrimestral.

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

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

Gráfico 47 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 del total de ventas del comercio al por menor 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 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.

cuarto trimestre (véase gráfico 47). Esta trayectoria también se debió, en cierta medida, a la evolución de las decisiones de los hogares sobre ahorro y gasto en Alemania, donde el consumo privado experimentó un descenso considerable. Sin embargo, en otros países de la zona del euro, como Francia y España, también se observó cierta desaceleración del crecimiento del consumo privado.

Según los datos limitados disponibles para el primer trimestre del 2008, las ventas del comercio al por menor se incrementaron un 0,4% en enero, en base intermensual, pero descendieron un 0,8% en términos de la media móvil de tres meses. Al mismo tiempo, en enero, las matriculaciones de vehículos en la zona del euro experimentaron una caída pronunciada, del 8,2%, en términos intermensuales, lo que supone la corrección total del factor especial de carácter transitorio observado en Francia en diciembre relacionado con la introducción de un sistema de impuestos sobre las emisiones. El indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea, que indica las percepciones de este sector, registró un incremento en febrero. Este indicador, que ha mostrado una volatilidad considerable en los últimos meses, se mantiene en un nivel históricamente elevado, pero

experimentó un descenso en el 2007. La confianza de los consumidores de la zona del euro se mantuvo estable en febrero, ligeramente por debajo de su media histórica por segundo mes consecutivo. En cambio, en términos de la media móvil de tres meses, la confianza de los consumidores registró una caída, continuando con el movimiento a la baja que comenzó a mediados del 2007. No obstante, las condiciones del mercado de trabajo son favorables, lo que implica que las perspectivas del consumo privado en el 2008 continúan siendo positivas.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

El mercado de trabajo de la zona del euro ha mostrado una clara mejora en los últimos años y aunque se ha observado cierta moderación, esta tendencia favorable ha continuado, según los datos más recientes disponibles. Las expectativas de empleo continúan en niveles elevados y refuerzan la valoración de que las perspectivas de este mercado son, en general, positivas.

DESEMPLEO

La tasa de desempleo de la zona del euro ha mostrado una tendencia descendente durante tres años consecutivos, cayendo cerca de 2 puntos porcentuales durante este periodo. En enero del 2008, la tasa de paro de la zona se situó en el 7,1%, sin variaciones con respecto a la cifra de diciembre, que se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales (véase gráfico 48). Esta tasa es la más baja observada desde principios de la década de los ochenta. La tasa de paro se mantuvo estable o disminuyó en todos los países de la zona del euro menos en España e Irlanda, donde ha aumentado desde junio y noviembre del 2007, res-

Cuadro 8 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.

pectivamente, debido, en parte, a la evolución del sector de la construcción en ambos países. En el cuarto trimestre del 2007, al igual que en el tercero, el número de parados en la zona del euro descendió una media mensual de unas 60.000 personas.

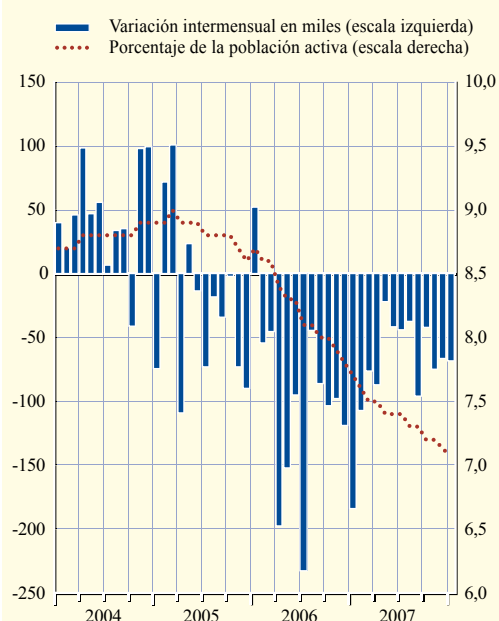
EMPLEO

Como consecuencia de la fortaleza de la actividad económica en la zona del euro, el crecimiento del empleo mejoró sustancialmente en el 2006 y en el 2007, en comparación con el 2005 (véase cuadro 8), y la información disponible apunta a la continuación de la expansión en el 2008.

El crecimiento del empleo en la zona del euro fue del 0,3%, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre del 2007, tras unos incrementos del 0,6% en los dos trimestres precedentes, según la segunda estimación de Eurostat. El detalle por sectores muestra que la moderación del crecimiento del empleo en el tercer trimestre se debió a la evolución de la construcción y, en menor medida, de los servicios (para más información, véase el recuadro 9, titulado «Evolución del empleo en el sector de la construcción en la zona del euro»). En los servicios, la caída de la tasa de crecimiento del empleo fue prácticamente generalizada en los distintos subsectores (comercio y transporte, servicios financieros y empresariales y administración pública). En comparación con el trimestre anterior, el crecimiento del empleo en la industria, excluida la construcción, no registró variaciones, manteniéndose en una tasa reducida, pero todavía positiva, en el tercer trimestre del 2007.

Gráfico 48 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)

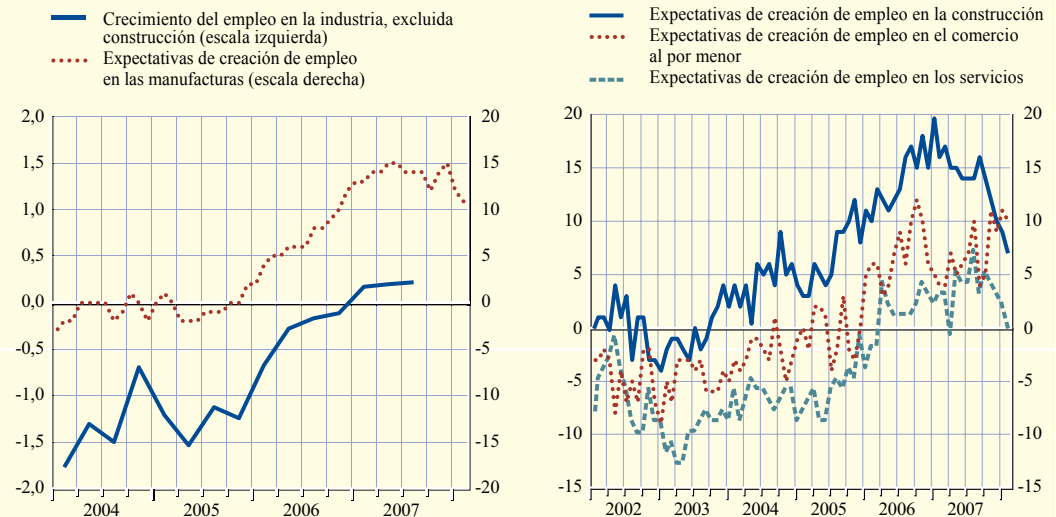


Fuente: Eurostat.

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

Gráfico 49 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 evolución favorable del mercado de trabajo en la zona del euro en los últimos años parece haber continuado a principios del 2008, según datos de encuestas disponibles hasta febrero (véase gráfico 49). Según la encuesta de directores de compras de NTC Economics, la creación de puestos de trabajo continuó en febrero en la industria y en los servicios. Las expectativas de empleo indicadas en la encuesta de opinión de la Comisión Europea presentan una imagen similar. Pese al ligero descenso observado en las dos encuestas sobre empleo en los últimos meses, las condiciones del mercado de trabajo se han mostrado resistentes, en general, al reciente aumento de la incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento económico.

Recuadro 9

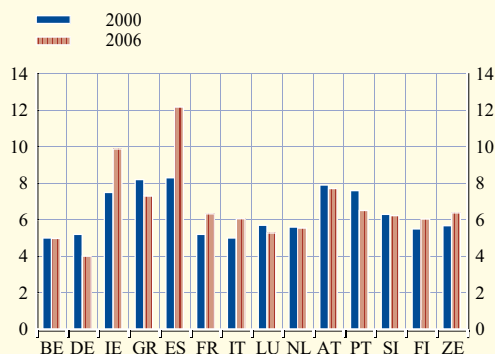
EVOLUCIÓN DEL EMPLEO EN EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN DE LA ZONA DEL EURO

El sector de la construcción es importante para valorar la evolución cíclica de la economía de la zona del euro. Desde la perspectiva de la oferta, la actividad de este sector constituye justo algo más del 6% del valor añadido y cerca del 8% del empleo total, mientras que, dentro de la demanda, la inversión en construcción representa alrededor del 11% del PIB en términos nominales. Este sector realiza diversos tipos de producción, como edificación residencial, edificación no residencial (entre los que se incluyen edificios comerciales, hospitales, escuelas, etc.) y obra civil (carreteras, puentes, puentes, etc.). La participación de cada tipo de producción en la producción total está distribuida de manera bastante equilibrada, ya que la edificación no residencial representa el 31% de la producción total, los nuevos edificios residenciales aproximadamente el 26%, y obra civil el 20%, mientras que el 23% corresponde a la renovación y mantenimiento de los edificios y de las obras de ingeniería civil mencionados¹. En este recuadro se analiza brevemente el papel desempeñado por la actividad constructora en el crecimiento del empleo en la zona del euro en los últimos años.

¹ Estimaciones publicadas por la Comisión Europea y elaboradas originalmente por la Federación Europea del Sector de la Construcción, 2005.

Gráfico A El sector de la construcción en los países de la zona del euro

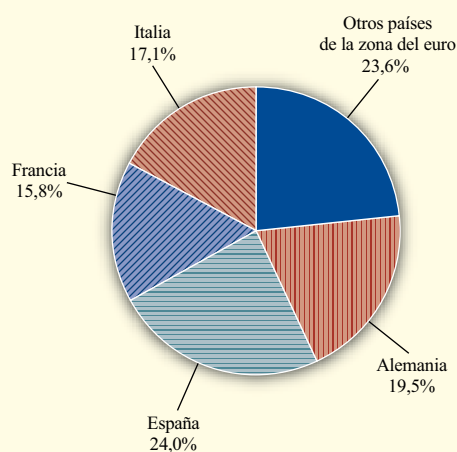
(valor añadido de la construcción en porcentaje del valor añadido nacional)



Fuente: Eurostat.

Gráfico B Empleo en la construcción

(en porcentaje del empleo en la construcción en la zona del euro)



Fuente: Eurostat.

Una de las características clave del sector de la construcción son los largos períodos de producción. La producción de nuevos edificios residenciales puede tardar hasta dos años, en promedio, y muchas obras de ingeniería civil pueden tardar aún más en realizarse. Estos largos períodos de producción explican las considerables necesidades financieras de este sector, que representa un buen porcentaje del saldo del total de préstamos a las sociedades no financieras.

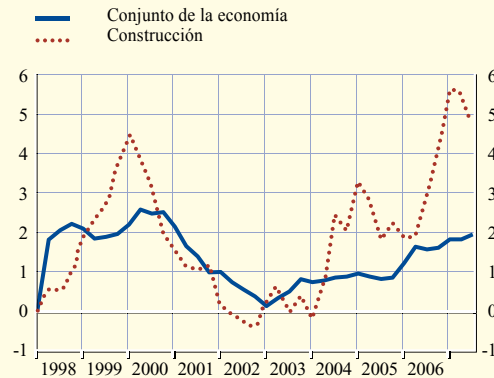
El peso de la actividad del sector de la construcción en el valor añadido nacional también presenta considerables diferencias entre países (véase gráfico A). Irlanda y España son los dos países en los que la construcción tuvo mayor peso en el 2006, el 10% y el 12%, del valor añadido nominal respectivamente, en el otro extremo, la participación de este sector en la economía alemana ha estado disminuyendo, y en el 2006, representaba sólo el 4% del valor añadido de Alemania. El dinamismo de la actividad constructora en Irlanda y España se muestra claramente en el rápido crecimiento de los préstamos relacionados con estas actividades. A finales del 2006, los préstamos destinados a la construcción y a las actividades inmobiliarias ascendían al 51% del saldo total de préstamos a las sociedades no financieras en España, y al 74% en Irlanda.

La proporción del empleo en la construcción con respecto al empleo total de la zona del euro se situó en torno al 7,4% hasta el 2004. Desde entonces ha aumentado hasta situarse cerca del 8%, pero existen considerables diferencias entre países. La construcción es el sector con la mayor participación en el empleo total en España e Irlanda (aproximadamente el 12% y el 13%, respectivamente), mientras que en Alemania y Bélgica representa menos del 6%.

La contribución de los países individuales de la zona del euro a las cifras agregadas de empleo en el sector de la construcción de la zona del euro difiere notablemente. Actualmente, España y Alemania representan conjuntamente casi la mitad del empleo en la construcción en la zona del euro (véase gráfico B). Esto se debe a un efecto tamaño en el caso de Alemania, la mayor economía de la zona, y, en el caso de España, a la importancia de la construcción en el conjunto de la actividad económica.

Gráfico C Empleo en la construcción y en el conjunto de la economía

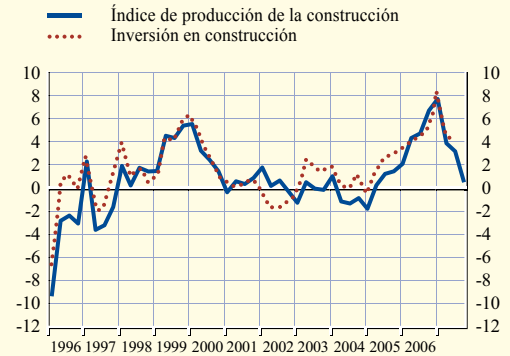
(datos trimestrales; tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Gráfico D Inversión en construcción e índice de producción de la construcción

(datos trimestrales; tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Desde el 2004 se ha registrado un acusado crecimiento de la actividad constructora en la zona del euro. El gráfico C muestra que el empleo en la construcción experimentó un acusado incremento a partir de principios del 2004 y alcanzó un máximo histórico a principios del 2007. Esta evolución es acorde con el fuerte crecimiento del valor añadido en este sector en los últimos años, especialmente en países como España. En los últimos cuatro años, el empleo en la construcción ha supuesto una importante contribución al crecimiento del empleo en la zona del euro. Ciertamente, aproximadamente el 17% de la creación neta de puestos de trabajo en la zona del euro desde el 2004 ha sido en este sector.

Los datos recientes sugieren que la actividad en la construcción se ha ralentizado, y es probable que su contribución al crecimiento económico total sea menor en los próximos trimestres. Esta evolución es más evidente en los mercados de la vivienda en países como Irlanda y España, donde recientemente se ha registrado un enfriamiento tras años de crecimiento muy rápido². Como se muestra en el gráfico D, la tasa de crecimiento interanual de la producción de la construcción ha registrado una tendencia a la baja desde principios del 2007. Aunque los datos trimestrales todavía muestran un crecimiento positivo, los datos mensuales correspondientes a diciembre del 2007 sugieren que esta es la primera vez desde mayo del 2005 que se produce una disminución en este sector. Otros indicadores, como las licencias de obra y los préstamos para adquisición de vivienda, también apuntan a una moderación de la evolución del mercado de la vivienda, acorde con el acusado deterioro de las expectativas de empleo en este sector en los últimos meses.

2 Véase también el recuadro 4 del Boletín Mensual de febrero del 2008, titulado «Evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro».

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La información más reciente sobre la actividad económica confirma la valoración de que el crecimiento económico registró una moderación hacia finales del año pasado y principios de éste. La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,4% en el cuarto trimestre del 2007, y los resultados de las encuestas sobre la confianza de las empresas y los consumidores, que han seguido una tendencia a la baja desde el verano del 2007, permanecen, en general, en niveles acordes con el crecimiento actual.

De cara al futuro se espera que, en el 2008, tanto la demanda interna como la exterior sigan contribuyendo al crecimiento del PIB real en la zona del euro, aunque a tasas inferiores a las registradas en el 2007. Los fundamentos económicos de la zona del euro continúan siendo sólidos y la economía de la zona no presenta desequilibrios importantes. Aunque el crecimiento de la inversión se ha moderado como consecuencia de la desaceleración mundial, debería seguir respaldando el crecimiento económico, ya que el nivel de utilización de la capacidad productiva es elevado y la rentabilidad se ha mantenido. Al mismo tiempo, como resultado de la mejora de la situación económica y de la moderación salarial, el empleo y la tasa de actividad han aumentado significativamente y las tasas de paro han caído hasta niveles no observados en los últimos veinticinco años. Pese al efecto moderador de la subida de los precios de las materias primas, el crecimiento del consumo debería seguir contribuyendo a la expansión económica, en consonancia con el aumento del empleo.

Estos factores también han quedado reflejados en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo del 2008. Se prevé que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en un intervalo entre el 1,3% y el 2,1% en el 2008 y entre el 1,3% y el 2,3% en el 2009. En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre, los intervalos proyectados para el crecimiento del PIB real en el 2008 y en el 2009 se han revisado a la baja, como consecuencia de la previsión de caída de la demanda mundial, del aumento de las presiones derivadas de los precios de las materias primas y de unas condiciones de financiación menos favorables que en las proyecciones de diciembre. Las previsiones de organismos internacionales confirman, en general, estas perspectivas.

No obstante, la incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento económico sigue siendo inusualmente elevada y persisten riesgos a la baja en torno a las perspectivas de la actividad económica. Estos riesgos están relacionados, fundamentalmente, con la posibilidad de una incidencia más generalizada de lo actualmente esperado de los acontecimientos de los mercados financieros en las condiciones de financiación. 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 las presiones proteccionistas y a una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

Recuadro 10

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 14 de febrero de 2008, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará entre el 1,3% y el 2,1% en el 2008 y entre el 1,3% y el 2,3% en el 2009. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situará entre el 2,6% y el 3,2% en el 2008 y entre el 1,5% y el 2,7% en el 2009.

Supuestos técnicos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios del petróleo y las políticas fiscales

Los supuestos técnicos sobre los tipos de interés y sobre los precios tanto del petróleo como de las materias primas no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 14 de febrero de 2008. Por lo que respecta a los tipos de interés a corto plazo medidos por el EURIBOR a tres meses, las expectativas de los mercados se basan en los tipos a plazo implícitos en la curva de rendimiento en la fecha de cierre de los datos. Esto implica un nivel general medio del 4,2% en el 2008 y del 3,5% en el 2009². Este supuesto posee un carácter puramente técnico. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se traducen en un nivel medio del 4,3% en el 2008 y del 4,5% en el 2009. El escenario de referencia de las proyecciones incluye el supuesto de que, durante el período considerado en las mismas, los diferenciales de los préstamos bancarios a largo plazo reflejarán el reciente aumento de la percepción del riesgo en los mercados financieros. Sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se estima que los precios medios anuales del petróleo se situarán en 90,6 dólares estadounidenses por barril en el 2008 y en 89,1 dólares en el 2009. Se considera que los precios medios anuales en dólares estadounidenses de las materias primas no energéticas se incrementarán en un 12,7% en el 2008 y en un 6,1% en el 2009.

Se parte del supuesto técnico de que, durante el período abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán sin variación en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo cual implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situaría en 1,47 en el 2008 y en 1,46 en el 2009, y que, en promedio, el tipo de cambio efectivo del euro será en el 2008 un 3,6% superior a la media del 2007 y en el 2009 un 0,2 % inferior a la media del 2008.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países pertenecientes a la zona del euro e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos o que han sido concretadas y muy probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

- 1 Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Los procedimientos y técnicas utilizados son coherentes con los de las proyecciones del Eurosistema, descritos en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio del 2001). Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea a las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de dichas diferencias. Sin embargo, debido a la evolución de los mercados financieros, el grado de incertidumbre que rodea actualmente a las proyecciones es posiblemente mayor de lo habitual.
- 2 Las expectativas de los mercados medidas por los tipos de interés a plazo podrían desviarse ligeramente de los tipos de los futuros sobre el EURIBOR. Véase la nota metodológica del recuadro titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro» del Boletín Mensual de marzo del 2007.

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro(tasas medias de variación anuales)^{1), 2)}

	2007	2008	2009
IAPC	2,1	2,6-3,2	1,5-2,7
PIB real	2,6	1,3-2,1	1,3-2,3
Consumo privado	1,6	1,1-1,7	1,0-2,4
Consumo público	1,9	1,1-2,1	1,0-2,0
Formación bruta de capital fijo	4,6	0,5-3,1	0,2-3,4
Exportaciones (bienes y servicios)	5,7	2,6-5,6	3,1-6,3
Importaciones (bienes y servicios)	4,9	2,0-5,4	2,9-6,3

1) Las proyecciones relativas al PIB real y a sus componentes se basan en datos ajustados por días laborables. Las proyecciones relativas a importaciones y exportaciones incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.

2) En los intervalos referidos al 2008 y al 2009, las proyecciones incluyen a Chipre y a Malta como partes integrantes de la zona del euro. Las tasas de variación anuales para el 2008 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Chipre y a Malta ya en el 2007. Las participaciones de Chipre y Malta en el PIB de la zona del euro se sitúan en torno al 0,2% y al 0,1%, respectivamente.

Supuestos relativos al entorno internacional

Se espera que la ralentización del crecimiento económico de Estados Unidos y de varias de las economías desarrolladas modere las perspectivas de crecimiento mundial, reflejando asimismo los efectos de las turbulencias financieras. Sin embargo, de acuerdo con las proyecciones, se estima que el fortalecimiento de la demanda interna en los mercados emergentes y la mejora de la relación de intercambio en los países exportadores, derivada de los elevados precios de las materias primas, atenúen el debilitamiento generalizado de la demanda. En conjunto, se proyecta que el crecimiento anual del PIB real mundial excluyendo la zona del euro, tras haber alcanzado el 5,7% en el 2007, se reduzca hasta el 4,6% en el 2008, si bien se recuperará de forma gradual en el 2009. El crecimiento de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro se moderará desde el 6,2% registrado en el 2007 hasta el 5,5% en el 2008, situándose de nuevo en el 6,2% en el 2009.

Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real

Tras dos años en los que el crecimiento del PIB real de la zona del euro ha registrado unas tasas superiores a su potencial estimado, se espera que este crecimiento se modere en el 2008, como consecuencia de la evolución de la demanda externa, las turbulencias financieras en curso y el aumento de los precios de las materias primas. Por tanto, el crecimiento anual del PIB real, tras haber alcanzado el 2,6% en el 2007, se situaría, en promedio, entre el 1,3% y el 2,1% en el 2008 y entre el 1,3% y el 2,3% en el 2009. La ralentización esperada refleja el menor crecimiento tanto de las exportaciones como de la demanda interna. El debilitamiento de la demanda externa proyectado y la pasada apreciación del euro se traducen en una reducción del crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. Cabe esperar que estos factores, junto con una moderación de los beneficios y el endurecimiento de las condiciones de financiación, conduzcan a un descenso del crecimiento de la inversión. Es previsible que el consumo privado se vea afectado por la evolución adversa de los precios de las materias primas, que repercuten en la renta real disponible.

Proyecciones sobre precios y costes

Tras el reciente aumento de la inflación, que se situó en el 3,2% en enero del 2008, se estima que la tasa media de variación del IAPC se situará entre el 2,6% y el 3,2% en el 2008. La elevada tasa de inflación interanual durante el 2008 está principalmente relacionada con los incrementos de los precios de la energía y de los alimentos. Sobre la base de los actuales precios de los futuros sobre la energía y

Cuadro B Comparación con las proyecciones de diciembre del 2007

(tasas medias de variación anuales)

	2007	2008	2009
PIB real - Diciembre 2007	2,4-2,8	1,5-2,5	1,6-2,6
PIB real - Marzo 2008	2,6	1,3-2,1	1,3-2,3
IAPC - Diciembre 2007	2,0-2,2	2,0-3,0	1,2-2,4
IAPC - Marzo 2008	2,1	2,6-3,2	1,5-2,7

los alimentos, se espera que las presiones derivadas de los precios mundiales de las materias primas se atenúen en el transcurso del 2008. Por lo que se refiere a las presiones sobre los precios internos, las proyecciones se basan en la expectativa de un ligero aumento del crecimiento salarial en el 2008, como reflejo de la mayor subida salarial en los convenios colectivos, particularmente en el sector público. Es previsible que esto dé lugar a un mayor crecimiento de los costes laborales unitarios, dado que se proyecta que el crecimiento de la productividad del trabajo se mantenga, en general, en niveles estables durante el 2008. No obstante, los efectos al alza de la mayor presión de los costes laborales unitarios se verían compensados por un menor aumento de los márgenes de beneficios en el 2008, en consonancia con unas perspectivas de actividad más moderada. Se estima que en el 2009 la inflación se situará entre el 1,5% y el 2,7%. Esta proyección se basa en el supuesto de que el crecimiento salarial se mantendrá prácticamente estable en el 2009.

Comparación con las proyecciones de diciembre del 2007

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de diciembre del 2007, los intervalos proyectados para el crecimiento del PIB real en el 2008 y el 2009 se han ajustado a la baja, reflejando los efectos de la disminución de la demanda externa de la zona del euro proyectada, el aumento de la presión derivada de los precios de las materias primas y la repercusión de la evolución de los mercados financieros.

Los intervalos proyectados para la tasa de variación anual del IAPC en el 2008 y el 2009 se han revisado al alza, como reflejo principalmente de la mayor inflación de los precios de la energía y de los alimentos y las expectativas de las presiones de los costes laborales algo superiores a las contempladas en la proyecciones de diciembre del 2007.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

La evolución de las finanzas públicas de la zona del euro fue relativamente favorable en el 2007, debido, principalmente, al fuerte crecimiento del producto, a los ingresos extraordinarios y a ciertas medidas de saneamiento presupuestario. Según las estimaciones de los programas de estabilidad actualizados presentados por los países de la zona del euro a finales del 2007, el déficit medio de las Administraciones Públicas de la zona del euro descendió el año pasado. En cambio, para el 2008 se prevé que este déficit aumente ligeramente, ya que el saneamiento de las finanzas públicas está registrando un estancamiento. Los países que todavía presentan desequilibrios presupuestarios deben continuar aplicando medidas de saneamiento acordes con las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y alcanzar rápidamente sus objetivos presupuestarios a medio plazo. Una evolución macroeconómica menos positiva de lo esperado no constituye una justificación para aplazar el ajuste estructural de las finanzas públicas.

EVOLUCIÓN FISCAL EN EL 2007

Según los programas de estabilidad actualizados presentados por los países de la zona del euro a finales del 2007, la evolución de las finanzas públicas fue relativamente favorable en el 2007 (Bélgica todavía debe presentar su programa). En un contexto caracterizado por el fuerte crecimiento del producto, ingresos extraordinarios y ciertas medidas de saneamiento presupuestario, el déficit medio de las Administraciones Públicas de la zona del euro se redujo desde el 1,6% del PIB en el 2006, hasta el 0,8% en el 2007 (véase cuadro 9).

El descenso del déficit público de la zona del euro, corregido por la contribución positiva del ciclo económico y por la aplicación de medidas extraordinarias y otras de carácter transitorio, fue menor de lo previsto. El déficit estructural de la zona (que no se muestra en el cuadro) cayó 0,5 puntos porcentuales, desde el 1,3% del PIB en el 2006 hasta el 0,8% del PIB en el 2007. Si se considera la persistencia del desbordamiento del gasto en el 2007, que quedó compensado con creces por los abultados ingresos extraordinarios, esta mejora estructural podría haber sido más sustancial.

En lo que respecta a los distintos países, Alemania, Grecia, Italia, Chipre, Portugal y Eslovenia señalaron una mejora significativa del saldo estructural del 0,5% o más del PIB. En cambio, en los programas de estabilidad de Irlanda y Países Bajos se indicó un considerable deterioro de este saldo, superior al 1% del PIB. Al valorar estas cifras se ha de tener en cuenta la incertidumbre asociada al cálculo de los saldos presupuestarios ajustados de ciclo y la sustancial contribución de los ingresos extraordinarios. Ciertamente, es posible que las estimaciones del 2007 de los programas sobreestimen el grado de mejora del saldo presupuestario estructural.

Según las actualizaciones de los programas de estabilidad, no se prevé que el déficit sobrepase el límite del 3% del PIB en el 2007 y en los años posteriores en ninguno de los países de la zona del euro. Los países de la zona que todavía son objeto de un procedimiento de déficit excesivo (Italia y Portugal) han avanzado en el saneamiento de las finanzas públicas con miras a corregir sus déficit. Según la estimación del programa de estabilidad de Italia, el déficit presupuestario experimentó una disminución considerable, desde el 4,4% del PIB en el 2006 hasta el 2,4% del PIB en el 2007 (y la información más reciente apunta a que el déficit podría haber sido más reducido). Esta evolución es acorde con la recomendación del Consejo ECOFIN de conseguir que el déficit de este país se sitúe por debajo del 3% del PIB en el 2007 a más tardar. Este resultado es atribuible, en gran parte, a la desaparición de importantes efectos que causaron un incremento del déficit en el 2006, a un efecto de base positivo y a la trayectoria favorable de los ingresos. De acuerdo con el programa de estabilidad de Portugal, el déficit cayó desde el 3,9% del PIB en el 2006 hasta el 3% del PIB en el 2007, debido principalmente a la reducción del

Cuadro 9 Programas de estabilidad actualizados de los países de la zona del euro

	Tasa de crecimiento del PIB real (variación porcentual)					Saldo presupuestario (en porcentaje del PIB)					Deuda (en porcentaje del PIB)				
	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
Bélgica															
Actualización diciembre 2006	2,7	2,2	2,1	2,2	2,2	0,0	0,3	0,5	0,7	0,9	89,4	85,6	82,1	78,3	74,3
Actualización diciembre 2007	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Alemania															
Actualización diciembre 2006	2,3	1½	1¼	1¼	1¼	-2,1	-1½	-1½	-1,0	-½	68,0	67,0	66½	65½	64½
Actualización diciembre 2007	2,9	2,4	2,0	1½	1½	-1,6	0,0	-½	0,0	½	67,5	65,0	63,0	61½	59½
Irlanda															
Actualización diciembre 2006	5,4	5,3	4,6	4,1	-	2,3	1,2	0,9	0,6	-	25,1	23,0	22,4	21,9	-
Actualización diciembre 2007	5,7	4,8	3,0	3,5	4,1	2,9	0,5	-0,9	-1,1	-1,0	25,1	25,1	25,9	27,6	28,7
Grecia															
Actualización diciembre 2006	4,0	3,9	4,0	4,1	-	-2,6	-2,4	-1,8	-1,2	-	104,1	100,1	95,9	91,3	-
Actualización diciembre 2007	4,2	4,1	4,0	4,0	4,0	-2,5	-2,7	-1,6	-0,8	0,0	95,3	93,4	91,0	87,3	82,9
España															
Actualización diciembre 2006	3,8	3,4	3,3	3,3	-	1,4	1,0	0,9	0,9	-	39,7	36,6	34,3	32,2	-
Actualización diciembre 2007	3,9	3,8	3,1	3,0	3,2	1,8	1,8	1,2	1,2	1,2	39,7	36,2	34,0	32,0	30,0
Francia															
Actualización diciembre 2006	2,3	2,3	2¼	2¼	2¼	-2,7	-2,5	-1,8	-0,9	0,0	64,6	63,6	62,6	60,7	58,0
Actualización diciembre 2007	2,0	2¼	2¼	2½	2½	-2,5	-2,4	-2,3	-1,7	-1,2	64,2	64,2	64,0	63,2	61,9
Italia															
Actualización diciembre 2006	1,6	1,3	1,5	1,6	1,7	-4,8	-2,8	-2,2	-1,5	-0,7	107,6	106,9	105,4	103,5	100,7
Actualización noviembre 2007	1,9	1,9	1,5	1,6	1,7	-4,4	-2,4	-2,2	-1,5	-0,7	106,8	105,0	103,5	101,5	98,5
Chipre															
Actualización diciembre 2006	3,7	3,9	4,1	4,1	4,1	-1,9	-1,6	-0,7	-0,4	-0,1	64,7	60,5	52,5	49,0	46,1
Actualización diciembre 2007	3,8	4,2	4,1	4,0	4,0	-1,2	1,5	0,5	0,5	0,7	65,2	60,0	48,5	45,3	43,8
Luxemburgo															
Actualización noviembre 2006	5,5	4,0	5,0	4,0	-	-1,5	-0,9	-0,4	0,1	-	7,5	8,2	8,5	8,5	-
Actualización noviembre 2007	6,1	6,0	4,5	5,0	4,0	0,7	1,0	0,8	1,0	1,2	6,6	6,9	7,1	7,2	7,0
Malta															
Actualización diciembre 2006	2,9	3,0	3,1	3,1	-	-2,6	-2,3	-0,9	0,1	-	68,3	66,7	63,2	59,4	-
Actualización diciembre 2007	3,2	3,5	3,1	3,2	3,4	-2,5	-1,6	-1,2	-0,1	0,9	64,7	62,9	60,0	57,2	53,3
Países Bajos															
Actualización noviembre 2006	3¼	3,0	1¼	1¼	.	0,1	0,2	0,3	0,9	-	50,2	47,9	46,3	44,2	-
Actualización noviembre 2007	3,0	2¾	2½	1¼	1¼	0,6	-0,4	0,5	0,6	0,7	47,9	46,8	45,0	43,0	41,2
Austria															
Actualización marzo 2007	3,1	2,7	2,3	2,5	2,6	-1,1	-0,9	-0,7	-0,2	0,4	62,2	61,2	59,9	58,5	56,8
Actualización noviembre 2007	3,3	3,4	2,4	2,5	2,5	-1,4	-0,7	-0,6	-0,2	0,4	61,7	59,9	58,4	57,0	55,4
Portugal															
Actualización diciembre 2006	1,4	1,8	2,4	3,0	3,0	-4,6	-3,7	-2,6	-1,5	-0,4	67,4	68,0	67,3	65,2	62,2
Actualización diciembre 2007	1,3	1,8	2,2	2,8	3,0	-3,9	-3,0	-2,4	-1,5	-0,4	64,8	64,4	64,1	62,5	59,7
Eslovenia															
Actualización diciembre 2006	4,7	4,3	4,2	4,1	-	-1,6	-1,5	-1,6	-1,0	-	28,5	28,2	28,3	27,7	-
Actualización diciembre 2007	5,7	5,8	4,6	4,1	4,5	-1,2	-0,6	-0,9	-0,6	0,0	27,1	25,6	24,7	23,8	22,5
Finlandia															
Actualización noviembre 2006	4,5	3,0	2,9	2,6	2,1	2,9	2,8	2,7	2,7	2,4	39,1	37,7	36,2	35,0	33,7
Actualización noviembre 2007	5,0	4,4	3,3	3,0	2,5	3,8	4,5	3,7	3,6	2,8	39,2	35,3	32,8	30,4	29,0
Zona del euro															
Actualización 2006-2007	2,6	2,2	2,2	2,2	-	-1,9	-1,4	-1,1	-0,5	-	69,5	67,9	66,5	64,6	-
Actualización 2007-2008	2,4	2,7	2,3	2,2	2,2	-1,6	-0,8	-0,9	-0,4	0,0	67,9	66,0	64,4	62,8	60,8

Fuentes: Programas de estabilidad actualizados para los años 2006-2007 y 2007-2008, y cálculos del BCE.

Nota: El agregado de la zona del euro se calcula como media ponderada de los datos disponibles para los distintos países. La media ponderada incluye Malta y Chipre para el período 2007-2008 y excluye Bélgica, ya que el último programa de estabilidad no está aún disponible. Los datos para el período 2006-2007 relativos a Malta y Chipre se refieren al programa de convergencia de 2006-2007. Los datos de Francia incluidos en la actualización para el período 2007-2008 para el 2006 proceden de las previsiones económicas de otoño del 2007 de la Comisión Europea.

gasto primario, particularmente en lo que se refiere a la remuneración de los asalariados. Estos avances indican que Portugal ha progresado de conformidad con la recomendación del Consejo ECOFIN de reducir su déficit excesivo en el 2008 a más tardar.

Como consecuencia de una evolución económica y presupuestaria relativamente favorable, la ratio media de deuda pública de la zona del euro cayó 1,9 puntos porcentuales, hasta el 66% del PIB, en el 2007. Esto se debe a la disminución de las ratios de deuda en la mayor parte de los países de la zona del euro, con la excepción de Luxemburgo e Irlanda, países con una ratio de deuda relativamente reducida, y de Francia. Siete Estados miembros indicaron niveles de deuda pública del 60% o más del PIB, y uno de ellos superior al 100% del PIB.

PLANES PRESUPUESTARIOS PARA EL 2008 Y PARA AÑOS POSTERIORES

Tomando como base los objetivos presupuestarios establecidos en las actualizaciones de los programas de estabilidad de finales del 2007, se espera que el déficit agregado de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumente ligeramente, hasta el 0,9% del PIB, en el 2008 (véase cuadro 9). El deterioro proyectado para el 2008 está relacionado con el estancamiento del saneamiento presupuestario (resultado, en parte, de las reducciones de impuestos previstas), mientras que, según los programas de estabilidad, se prevé que la expansión del producto se sitúe en torno a su crecimiento tendencial. Para el 2009 y el 2010 se espera que el déficit presupuestario de la zona del euro vuelva a descender, hasta el 0,4% y el 0% del PIB, respectivamente. Esta mejora sería consecuencia, en gran medida, de la disminución de la ratio de gasto público (que debería descender alrededor de 1 punto porcentual, hasta el 45% del PIB, en el 2010), mientras que se prevé que la ratio de ingresos se mantenga estable, en líneas generales (en un nivel en torno al 45% del PIB). Se espera que el déficit estructural de la zona del euro registre un ligero incremento, hasta el 0,9% del PIB en el 2008, antes de disminuir de manera constante hasta el 0,4% y el 0,1% del PIB en el 2009 y en el 2010, respectivamente. Se estima que la ratio de deuda pública de la zona del euro se reducirá hasta el 64,4% del PIB en el 2008, y hasta el 60,8% del PIB en el 2010.

Si se consideran los distintos países, se prevé el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas mejore a medio plazo en casi todos los casos. A este respecto, algunos Gobiernos están planeando mantener o aumentar su superávit y otros pasar de una situación de déficit a unas posiciones presupuestarias de equilibrio o con superávit. Los dos países que todavía son objeto de un procedimiento de déficit excesivo, Italia y Portugal, esperaban que, en el 2008, el déficit se situara en el 2,2% y el 2,4% del PIB, respectivamente, y que siguiera disminuyendo en el 2009 y en el 2010. Sin embargo, al igual que en programas de estabilidad anteriores, el resultado final podría diferir considerablemente de las proyecciones, ya que con frecuencia faltan medidas concretas para cumplir los objetivos presupuestarios.

De los seis países que a finales del 2007 todavía no habían cumplido sus objetivos presupuestarios a medio plazo, no se prevé que ninguno los alcance en el 2008 y, en algunos casos, los esfuerzos de ajuste estructural serán mínimos. Además, se espera que Alemania e Irlanda, que según las estimaciones consiguieron los citados objetivos en el 2007, no los cumplan en el 2008. Se prevé que al final del horizonte de las proyecciones, el año 2010, Irlanda, Grecia, Francia e Italia no alcancen sus objetivos presupuestarios a medio plazo.

EVALUACIÓN DE LOS PLANES A MEDIO PLAZO

Los planes presupuestarios deben evaluarse en relación con las disposiciones del marco de supervisión presupuestaria de la UE. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento constituye el marco adecuado para servir de orientación a las políticas fiscales nacionales. Se espera que los países de la zona del euro con desequilibrios presupuestarios registren un saneamiento estructural equivalente al valor de referencia del 0,5% del PIB por año, lo que debería permitirles alcanzar con rapidez los objetivos

presupuestarios a medio plazo, para asegurar unas finanzas públicas saneadas. Esta necesidad es tanto más acuciante porque, en general, los objetivos presupuestarios a medio plazo actuales no consideran suficientemente la carga presupuestaria adicional que conllevará el envejecimiento de la población. En abril del 2007, los ministros de Economía de la zona del euro (el Eurogrupo) reafirmaron su compromiso en lo que respecta a la aplicación de las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (para una descripción del acuerdo del Eurogrupo, véase el Boletín Mensual de diciembre del 2007). En particular, afirmaron que «aprovechando las condiciones cíclicas favorables, la mayor parte de los países miembros de la zona del euro debería alcanzar sus objetivos presupuestarios a medio plazo en el 2008 o en el 2009, y todos deberían tratar de lograrlos para el 2010 a más tardar». Este compromiso también ha quedado reflejado en los dictámenes del Consejo ECOFIN acerca de los últimos programas de estabilidad.

En muchos casos, los programas de estabilidad actualizados no se ajustan a estas exigencias. En bastantes programas de los países de la zona del euro que todavía no han alcanzado los objetivos presupuestarios a medio plazo se espera que la mejora anual prevista de la situación presupuestaria subyacente sea inferior al valor de referencia del 0,5% del PIB para el ajuste estructural establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Algunos de los países miembros que ya han alcanzado los citados objetivos proyectan una relajación presupuestaria discrecional o no alcanzar los objetivos, lo que no es acorde con las disposiciones del Pacto ni con el acuerdo del Eurogrupo. Además, algunos de los programas se basan en supuestos de crecimiento económico muy favorables y en medidas de saneamiento que no se han especificado suficientemente, mientras que los incrementos de los ingresos no esperados previamente y de carácter transitorio han provocado aumentos constantes del gasto o recortes de impuestos.

Si se consideran los programas de estabilidad con más detalle, entre los países que todavía se encuentran en situación de déficit excesivo, Italia prevé un déficit inferior al límite del 3% del PIB durante el período de vigencia del programa. Sin embargo, los esfuerzos mínimos de saneamiento previstos para el 2008 se sitúan claramente por debajo del valor de referencia del 0,5% del PIB para el saneamiento presupuestario estructural establecido en el Pacto, y tampoco son acordes con el acuerdo del Eurogrupo. No se proyecta cumplir el objetivo presupuestario a medio plazo de alcanzar el equilibrio presupuestario para el 2010. Además, las previsiones de retorno a una situación presupuestaria saneada pueden verse comprometidas por el riesgo de que el crecimiento del PIB real sea inferior al proyectado en el programa. Por otra parte, la falta de medidas específicas de recorte del gasto acrecienta la incertidumbre acerca de las perspectivas de saneamiento de Italia.

En lo que respecta a Portugal, el programa de estabilidad prevé la corrección de la situación de déficit excesivo en el 2008, en consonancia con la recomendación del Consejo ECOFIN. Además, el programa proyecta progresar hacia la consecución del objetivo presupuestario a medio plazo (esto es, un saldo presupuestario estructural equivalente al -0,5% del PIB) para el 2010. Aunque esta senda de ajuste es acorde con las disposiciones del Pacto, existen riesgos relacionados con la posibilidad de una evolución macroeconómica menos favorable, y es posible que se haya sobreestimado el efecto sobre los presupuestos de las medidas para la reducción del gasto.

En cuanto a los demás países de la zona del euro que todavía no han alcanzado sus objetivos presupuestarios a medio plazo, existen varios motivos de preocupación, especialmente en lo que respecta a los países con déficit elevados. En Francia, pese al abultado déficit registrado en el 2007, sólo se prevén esfuerzos mínimos de saneamiento presupuestario estructural para el 2008, en contradicción con las disposiciones del Pacto. La orientación de la política fiscal no es lo suficientemente restrictiva como para asegurar la consecución del objetivo a medio plazo de una situación presupuestaria de equilibrio para el 2010, y no se ajusta al acuerdo del Eurogrupo. Por otra parte, los planes de ajuste para el 2009 y el 2010

están sujetos a considerables riesgos relacionados, en particular, con la evolución macroeconómica y la falta de medidas de reducción del gasto claramente definidas.

Por lo que se refiere a Grecia, el programa de estabilidad prevé un ajuste estructural de al menos el 0,5% del PIB por año, pero no la consecución del objetivo a medio plazo de equilibrio presupuestario para el 2010. Además, existe el riesgo de que el entorno macroeconómico sea menos favorable de lo previsto en el programa. Esto podría afectar a los planes de saneamiento de este país, en particular porque la corrección presupuestaria se basa, en gran medida, en los ingresos. Por otra parte, la persistencia de discrepancias entre la evolución anterior del déficit y la de la deuda apuntan al riesgo de que los datos sobre el déficit presupuestario tengan que revisarse al alza.

Por último, el programa de estabilidad de Irlanda prevé un alejamiento del objetivo presupuestario a medio plazo de equilibrio presupuestario en el 2008 y en los años siguientes que no es acorde con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento ni con el acuerdo del Eurogrupo. Por otra parte, aparte de la experiencia con considerables desbordamientos del gasto, las perspectivas de las finanzas públicas están sujetas a un elevado riesgo macroeconómico asociado, en particular, al deterioro del mercado de la vivienda y a la fuerte dependencia económica de Estados Unidos y Reino Unido.

CONSECUENCIAS PARA LAS POLÍTICAS PRESUPUESTARIAS

Como consecuencia de las favorables condiciones macroeconómicas, de los ingresos extraordinarios y de cierto saneamiento estructural, la situación de las finanzas públicas mejoró en la mayor parte de los países en el 2007, y la ratio de déficit de la zona del euro se redujo hasta un nivel no registrado en muchos años. A finales del 2007, los dos países que todavía eran objeto de un procedimiento de déficit excesivo estimaban que sus ratios de déficit habían disminuido hasta el valor de referencia del 3% del PIB o por debajo de este valor.

De cara al futuro es imprescindible que los países de la zona del euro que hayan alcanzado una situación presupuestaria saneada en consonancia con los objetivos presupuestarios a medio plazo continúen por esta senda. Por norma general, estos países pueden permitir actuar plenamente a los estabilizadores automáticos para contribuir a la moderación de las fluctuaciones cíclicas, es decir, pueden dejar que sus saldos presupuestarios fluctúen con el ciclo económico al mismo tiempo que mantienen su posición estructural. Cuantos más países de la zona del euro se encuentren en esta situación, más significativo será el impacto económico de los estabilizadores automáticos a escala de la zona, lo que contribuye al correcto funcionamiento de la UEM. Los países que todavía no han alcanzado una situación presupuestaria saneada deben adoptar medidas de saneamiento de carácter estructural que sean acordes con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento hasta que hayan logrado los objetivos presupuestarios a medio plazo. Esto reforzará la credibilidad del aspecto preventivo del Pacto.

Una evolución macroeconómica menos favorable de lo previsto no constituye una justificación para aplazar la aplicación de medidas de saneamiento presupuestario estructural. Al contrario, exige la adopción de políticas fiscales especialmente prudentes y orientadas a la estabilidad para respaldar la confianza del sector privado. La consecución y el mantenimiento de una situación presupuestaria saneada es un requisito indispensable para salvaguardar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas y para lograr un crecimiento económico sólido y sostenible. Esto es aún más importante a la vista de la creciente incertidumbre en torno a las perspectivas macroeconómicas mundiales. Las posibles consecuencias presupuestarias de las turbulencias de los mercados financieros refuerzan la necesidad de aplicar políticas fiscales prudentes. Además, no puede descartarse el riesgo de que algunos países de la zona del euro se aproximen al valor de referencia del 3% del PIB, y estos países deben asegurar que este valor no se sobrepase. La pronta aplicación de las disposiciones relevantes del marco de supervisión presupuestaria

de la UE en caso de riesgo de incumplimiento del valor de referencia del 3% del PIB será fundamental para la credibilidad del marco. A este respecto, entre los instrumentos disponibles se incluye una alerta temprana, de conformidad con el apartado 4 del artículo 99 del Tratado. Además, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento permite que la Comisión Europea realice recomendaciones directas (esto es, sin la intervención del Consejo ECOFIN) en materia de política presupuestaria a los países miembros.

Ceder a los llamamientos para aplazar el saneamiento de las finanzas públicas podría socavar rápidamente la sostenibilidad presupuestaria. Además, estos llamamientos tienden a pasar por alto el hecho de que la mayor parte de los países ya han utilizado al menos parte de los ingresos extraordinarios de los últimos años para incrementar el gasto o reducir los impuestos, de forma que las posiciones presupuestarias actuales no son tan sólidas como podrían haber sido si se hubiesen aplicado políticas más prudentes.

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

6.1 TIPOS DE CAMBIO

Tras la apreciación generalizada del euro durante la mayor parte del 2007, su tendencia alcista ha sido más moderada y menos generalizada en los tres últimos meses en un contexto de aumento de las percepciones de riesgo en los mercados financieros mundiales. No obstante, desde mediados de febrero, el euro se ha apreciado con rapidez y, el 5 de marzo, se situaba, en términos efectivos, algo más de un 5% por encima de la media observada en el 2007.

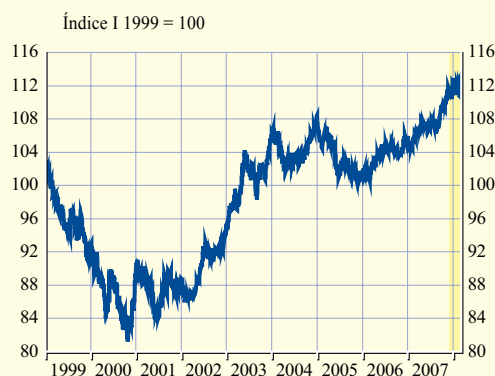
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El euro experimentó una significativa apreciación a lo largo del 2007. Durante una gran parte del segundo semestre del año, la apreciación de la moneda única reflejó, entre otros factores, las expectativas de los mercados respecto a un aumento del diferencial de tipos de interés entre las dos principales áreas económicas. Desde mediados de noviembre del 2007 hasta mediados de febrero del 2008, el euro fluctuó, la mayor parte del tiempo, dentro de un intervalo relativamente estrecho en un contexto de elevada volatilidad prevista de los tipos de cambio, pero, desde entonces, ha tendido a apreciarse de forma sostenida. El 5 de marzo de 2008, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 22 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 1,6% por encima del nivel observado a finales de noviembre y un 5,2% por encima de la media del 2007 (véase gráfico 50).

A diferencia de lo ocurrido durante una gran parte del 2007, la apreciación del euro en términos efectivos ha sido menos generalizada en los tres últimos meses. La moneda única se ha apreciado considerablemente frente a la libra esterlina y el won coreano, y de forma más moderada frente al dólar estadounidense, el dólar canadiense y el dólar de Hong Kong. Por el contrario, se ha debilitado frente a la corona noruega y frente a las monedas de algunos de los nuevos Estados miembros. Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional de la zona del euro, en términos de precios y costes, en febrero del 2008, sobre la base de la evolución de los precios de consumo y los precios industriales, el tipo de cambio efectivo real del euro se situó, considerando el promedio de los dos indicadores de precios, algo más de un 3% por encima de la media del año 2007 (véase gráfico 51).

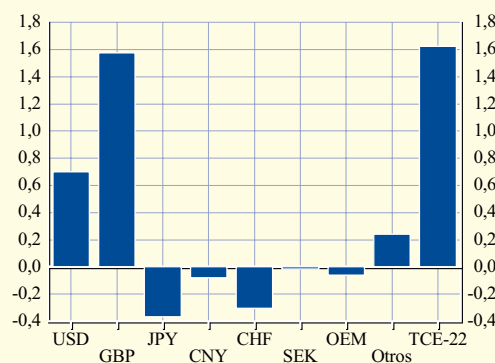
Gráfico 50 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾

Del 30 de noviembre de 2007 al 5 de marzo de 2008 (en puntos porcentuales)



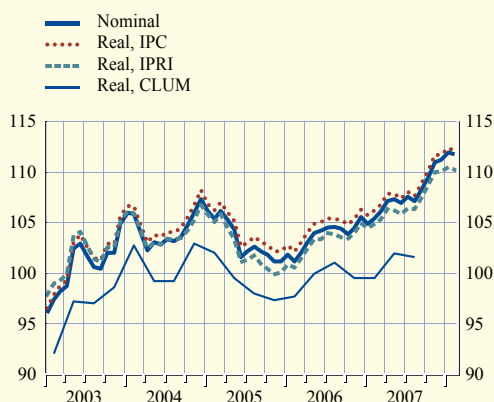
Fuente: BCE.

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.

Gráfico 51 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

(datos mensuales/trimestrales; índice: I 1999 = 100)



Fuente: BCE.

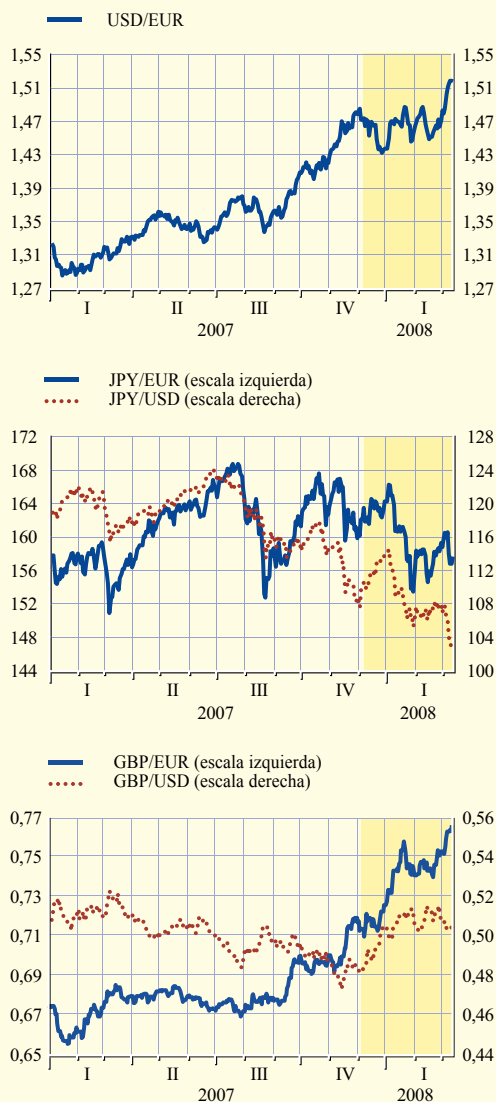
1) Un aumento de los índices de los TCE-22 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a febrero del 2008. En el caso de los TCE-22 reales basados en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al tercer trimestre del 2007.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

La evolución del euro frente al dólar estadounidense tuvo un impacto considerable en la trayectoria del tipo de cambio efectivo nominal del euro. Tras un período de apreciación frente a la moneda estadounidense, que se prolongó hasta finales de abril del 2007, el euro tendió a cotizar, en general, dentro de intervalos estrechos, a pesar de algunas fluctuaciones a corto plazo de magnitud considerable. Desde comienzos de septiembre, el tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense se vio afectado por la inquietud suscitada en torno a las condiciones de liquidez en los mercados mundiales, monetario y de crédito, lo que dio lugar a un acusado aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversores y a una volatilidad generalizada en los mercados. A mediados de noviembre, el euro tendió a estabilizarse, oscilando en torno a 1,47 dólares en un contexto de máximos históricos respecto a la volatilidad esperada de los tipos de cambio. La relativa estabilidad del tipo de cambio en este período se produjo a pesar de que los mercados esperaban un mayor aumento de los diferenciales de tipos de interés entre las principales áreas económicas, de la renovada inquietud en los mercados financieros mundiales ante la evidencia cada vez más clara de pérdidas relacionadas con la cartera de créditos en algunos bancos internacionales y de la publicación de datos económicos poco favorables en Estados Unidos, lo que empujó a los participantes en los mercados a revisar a la baja las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos. Sin embargo, hacia finales de febrero del 2008, el dólar experimentó una acusada depreciación, posiblemente como consecuencia de

Gráfico 52 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: La zona sombreada corresponde al período comprendido entre el 30 de noviembre de 2007 y el 5 de marzo de 2008.

los datos de las encuestas, susceptibles de interpretarse como una señal de que la actividad económica en Estados Unidos podría desacelerarse aún más. El 5 de marzo el euro cotizaba a 1,52 dólares, es decir, un 2,9% por encima del nivel observado a finales de noviembre y casi un 11% por encima de la media del año 2007 (véase gráfico 52).

YEN JAPONÉS/EURO

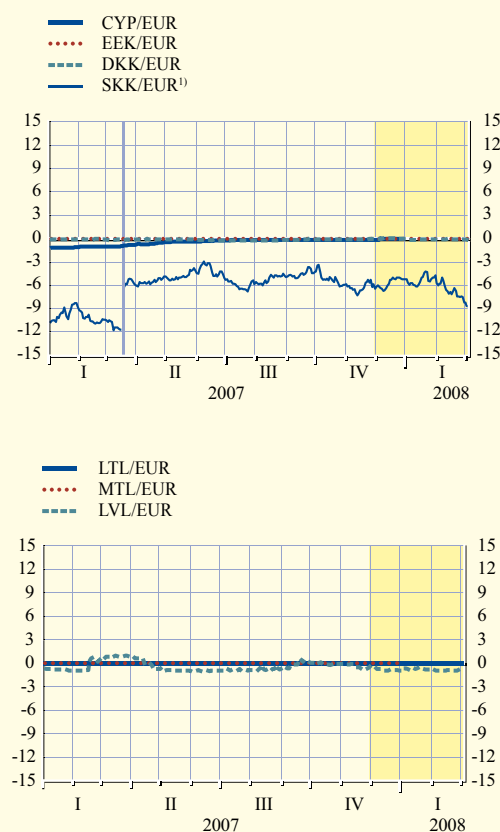
A lo largo del 2007, el euro registró amplias oscilaciones frente al yen japonés, aunque en los tres últimos meses ha experimentado una gradual depreciación frente a la moneda japonesa. En el primer semestre del 2007, el euro continuó su apreciación frente al yen, iniciada a mediados del 2005, hasta alcanzar un máximo de 168,68 yenes el 13 de julio de 2007. En los meses siguientes, el tipo de cambio entre las dos monedas fluctuó de forma considerable, como consecuencia de los rápidos cambios en las expectativas de los mercados respecto a la volatilidad de los precios de los activos, que tuvo su origen, principalmente, en las tensiones del segmento de alto riesgo (*subprime*) del mercado hipotecario de Estados Unidos y en sus efectos de contagio a otros segmentos del mercado. La estrecha relación entre el tipo de cambio del yen japonés y la volatilidad de los mercados financieros se debió al hecho de que las fluctuaciones en las percepciones del riesgo influyeron en la rentabilidad esperada de las operaciones de *carry trade*, actividad consistente en tomar préstamos en una moneda de baja rentabilidad en términos de tipos de interés e invertir el producto de la operación en otra moneda de elevada rentabilidad. Por tratarse de estrategias de negociación en las que se ha utilizado activamente el yen japonés como moneda de financiación, el cambio en la valoración del riesgo por parte de los participantes en los mercados afectó, en última instancia, a la demanda de yenes. En general, el yen japonés se ha apreciado significativamente con respecto al mínimo registrado en julio del 2007, aunque, como la volatilidad esperada se ha mantenido por encima de la media observada a largo plazo, las oscilaciones del nivel del tipo de cambio han sido notables y frecuentes. El 5 de marzo, el euro cotizaba a 157,65 yenes, es decir, un 3,5% por debajo del nivel registrado a finales de noviembre y un 2,2% por debajo de la media del 2007 (véase gráfico 52).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Durante el año 2007 y en los dos primeros meses del 2008, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron estables y siguieron cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 53), con

Gráfico 53 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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



Fuente: BCE.

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

1) La línea vertical indica la fecha del 19 de marzo de 2007, cuando se revaluó la paridad central de la corona eslovaca de 38,4550 a 35,4424 coronas por euros.

la excepción de la corona eslovaca, cuya paridad central se revaluó en marzo del 2007, y que, desde entonces, ha continuado cotizando en la zona fuerte de su nueva paridad central. Desde mediados de enero del 2008, la moneda eslovaca se ha apreciado de forma más notable y, el 5 de marzo, cotizaba a 32,37 coronas por euro, es decir, un 8,7% por encima de su paridad central y alrededor de un 2,5% por encima del nivel observado a finales de noviembre del 2007.

El lats letón también ha experimentado algunas fluctuaciones en los últimos meses. En un entorno de mayor volatilidad, el lats entró en la zona más débil de la banda entre mediados de septiembre y mediados de noviembre, pero, a partir de entonces tendió a apreciarse y volvió a situarse en la zona más fuerte de la banda de fluctuación. El 5 de marzo, cotizaba alrededor de un 1% por encima de su paridad central en el MTC II y 0,5 puntos porcentuales más frente al euro que a finales de noviembre.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, entre finales de noviembre del 2007 y el 5 de marzo de 2008, el euro se apreció un 7,6% frente a la libra esterlina y un 6,7% frente al leu rumano, y se depreció un 4,6% y un 2,3% frente a la corona checa y el zloty polaco, respectivamente. El 25 de febrero, el Magyar Nemzeti Bank anunció su decisión de abandonar la referencia fija del forint al euro, que contemplaba una banda de fluctuación del 15% en torno a una paridad central fijada en 282,36 forints por euro. Entre la primavera del 2007 y el final de febrero del 2008, el forint húngaro se depreció alrededor de un 7% frente al euro.

OTRAS MONEDAS

Entre finales de noviembre del 2007 y el 5 de marzo del 2008, el euro se depreció un 4,4% frente al franco suizo, para cotizar a 1,58 francos. Tras una sólida apreciación en la primavera del 2007, el euro inició un período de mayor volatilidad en el verano, reflejando básicamente la evolución del tipo de cambio entre el yen japonés y el euro. Como en el caso del yen, el debilitamiento del euro frente al franco suizo guarda relación, al parecer, con una reversión general de las operaciones de *carry trade*, operaciones financieras en las que también se ha utilizado el franco suizo como moneda de financiación.

Entre finales de noviembre del 2007 y el 5 de marzo de 2008, el euro se depreció un 3,2% frente a la corona noruega, mientras que los movimientos de la moneda única frente a las monedas de los principales socios asiáticos de la zona del euro fueron un tanto desiguales, ya que la depreciación que experimentó el euro frente al dólar de Singapur y el renminbi chino (alrededor de un 1% en ambos casos) vino acompañada de una apreciación frente al won coreano (6%) y frente al dólar de Hong Kong (3%).

6.2 BALANZA DE PAGOS

En el 2007, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un superávit del 0,2% del PIB (15 mm de euros en cifras desestacionalizadas), en comparación con el déficit del 0,2% del PIB (13,6 mm de euros) contabilizado un año antes. Este cambio de signo tuvo su origen principalmente en un incremento del superávit de la balanza de bienes, ya que la desaceleración de la tasa de expansión de las importaciones de bienes fue mayor que la de las exportaciones durante este período. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera siguió registrando grandes entradas acumuladas en el 2007, aunque a un nivel moderadamente más bajo que en el 2006.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En el cuarto trimestre del 2007, el comercio de bienes y servicios con países no pertenecientes a la zona del euro registró una tasa de expansión más moderada, tras el sólido crecimiento del trimestre anterior. Más concretamente, las exportaciones nominales de bienes y servicios (en tasas intertrimestrales des-

Cuadro 10 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2007		Media móvil de tres meses período que finalizó en				Acumulado de 12 meses período que finalizó en	
	Nov	Dic	2007 Mar	2007 Jun	2007 Sep	2007 Dic	2006 Dic	2007 Dic
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	2,3	-10,3	2,6	1,4	2,5	-1,6	-13,6	15,0
Bienes	5,9	-3,2	5,1	5,7	5,4	3,7	22,3	59,6
Exportaciones	128,8	125,3	122,2	124,0	127,8	127,8	1.393,2	1.505,6
Importaciones	122,9	128,5	117,2	118,3	122,5	124,0	1.370,9	1.446,0
Servicios	3,5	2,6	3,9	3,2	4,1	2,9	35,3	42,5
Exportaciones	39,3	39,9	38,2	38,5	39,2	39,3	426,6	465,5
Importaciones	35,8	37,3	34,2	35,3	35,1	36,4	391,3	422,9
Rentas	0,2	-1,4	-0,5	-1,5	0,1	0,4	5,7	-4,6
Transferencias corrientes	-7,4	-8,2	-5,8	-5,9	-7,1	-8,7	-76,9	-82,6
Cuenta financiera¹⁾	-13,1	-23,6	1,6	7,9	30,2	-39,1	118,0	1,5
Total inversiones directas y de cartera netas	19,2	-19,5	38,4	1,9	12,8	-11,7	140,0	124,1
Inversiones directas netas	10,6	-21,0	-4,9	-22,3	-12,6	3,6	-136,4	-108,4
Inversiones de cartera netas	8,7	1,5	43,3	24,1	25,4	-15,3	276,4	232,5
Acciones y participaciones	-9,0	-0,5	32,0	19,7	12,0	-5,5	152,8	174,6
Valores distintos de acciones	17,6	2,0	11,3	4,4	13,4	-9,8	123,5	57,9
Bonos y obligaciones	8,7	12,0	16,0	0,3	3,0	3,0	190,6	66,7
Instrumentos del mercado monetario	8,9	-9,9	-4,7	4,1	10,5	-12,8	-67,1	-8,9
<i>variaciones porcentuales sobre el periodo anterior</i>								
Bienes y servicios	0,1	-1,8	1,1	1,3	2,8	0,0	12,5	8,3
Exportaciones	1,3	4,5	0,5	1,4	2,6	1,8	14,5	6,1
Bienes	-0,3	-2,7	-0,2	1,4	3,1	-0,1	14,3	8,1
Exportaciones	1,8	4,5	-0,1	1,0	3,5	1,2	17,0	5,5
Servicios	1,4	1,4	5,2	0,7	1,9	0,3	7,0	9,1
Exportaciones	-0,7	4,2	2,6	3,1	-0,6	3,7	6,6	8,1

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

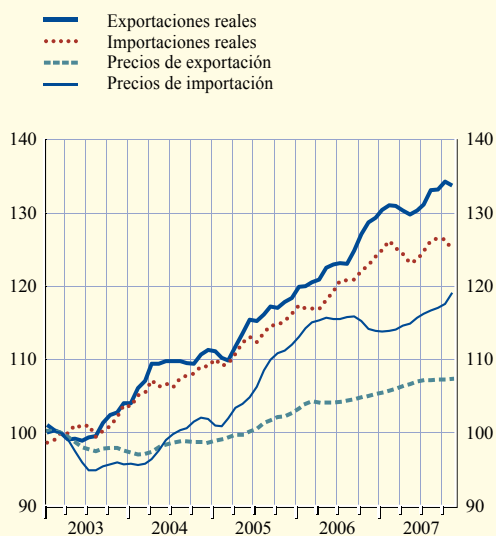
1) Las cifras corresponden a saldos (flujos netos). Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta. Datos sin desestacionalizar.

estacionalizadas) prácticamente no experimentaron variaciones en este trimestre, lo que contrasta con una tasa de crecimiento del 2,8% en el tercer trimestre y una tasa media de crecimiento intertrimestral del 1,2% en el primer semestre del año (véase cuadro 10). Las importaciones de bienes y servicios crecieron un 1,8% en el último trimestre, lo que representa un descenso respecto al 2,6% registrado en el tercer trimestre, pero también un aumento en relación con el crecimiento medio del 1% observado en el primer semestre del 2007.

El descenso de la tasa de crecimiento de las exportaciones y las importaciones en el cuarto trimestre tuvo su origen, principalmente, en la trayectoria del comercio de bienes y parece haber sido, en general, coherente con la evolución del crecimiento de la demanda exterior y del PIB de la zona del euro en este período. Por lo que respecta a la balanza de bienes, las exportaciones nominales prácticamente se estancaron en el cuarto trimestre, mientras que las importaciones nominales aumentaron un 1,2%. Tanto en el caso de las exportaciones como en el de las importaciones de bienes, las tasas de crecimiento fueron considerablemente más bajas que en el tercer trimestre, cuando el comercio de bienes repuntó tras haber registrado un crecimiento más moderado en el primer semestre del 2007. El crecimiento de las exportaciones de servicios, en términos nominales, se redujo hasta el 0,3% en el cuarto trimestre,

Gráfico 54 Desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios

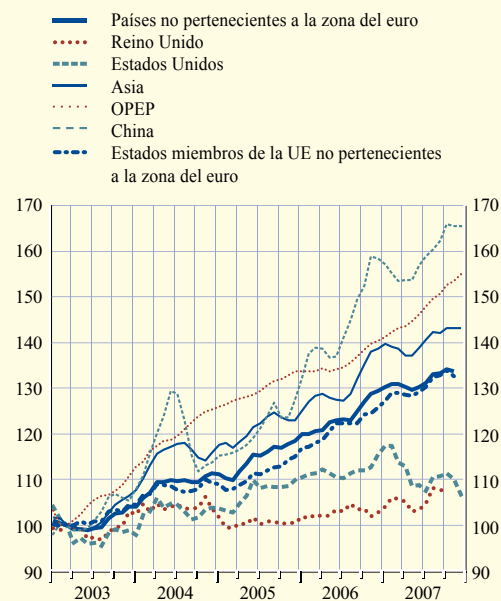
(Índice I 2003 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



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

Gráfico 55 Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales

(índices: I 2003 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre del 2007, excepto en el caso de los países no pertenecientes a la zona del euro y los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona (noviembre del 2007) y Reino Unido (octubre del 2007).

mientras que las importaciones de servicios aumentaron un 3,7%, recuperándose así tras un acusado descenso en el trimestre anterior.

La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta noviembre del 2007, indica que la desaceleración de la tasa de crecimiento de las exportaciones nominales de bienes refleja la evolución de las exportaciones reales (véase gráfico 54). Tras la atonía del crecimiento observada en el primer semestre del 2007, las exportaciones en términos reales experimentaron un repunte en el tercer trimestre, al que siguió una desaceleración en el trimestre siguiente, como consecuencia, en gran medida, de la evolución de la demanda exterior. Los precios de las exportaciones, medidos en euros, se moderaron en el segundo semestre del 2007, tras haber aumentado de forma sostenida durante el primer semestre del año.

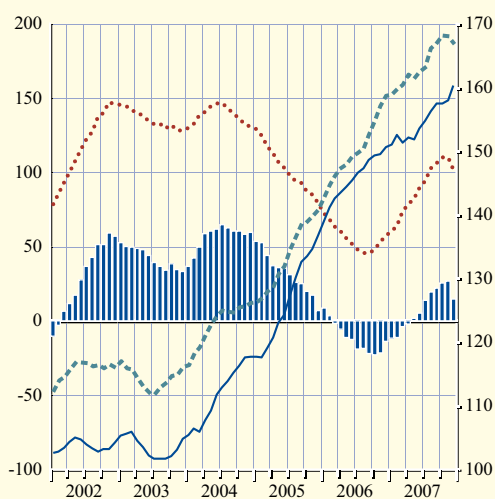
La desagregación geográfica del comercio de bienes de la zona del euro indica que las exportaciones en términos reales a los países productores de petróleo y a Asia, concretamente a China, siguieron siendo dinámicas en el 2007. Por el contrario, se redujeron las exportaciones reales a Estados Unidos (véase gráfico 55). El crecimiento de las exportaciones reales a los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro continuó siendo relativamente robusto, mientras que se observó cierta atonía respecto al crecimiento de las exportaciones al Reino Unido (véase gráfico 55). Por productos, los bienes de equipo fueron los que registraron la tasa de crecimiento más sólida en el 2007.

Por lo que respecta a las importaciones de bienes, en términos reales, siguieron unas tendencias similares a las de las exportaciones en el 2007. Tras una evolución moderada en el primer semestre del año,

Gráfico 56 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)

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

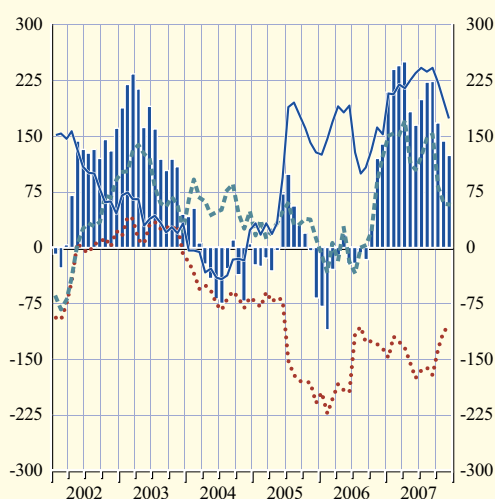


Fuente: BCE.

Gráfico 57 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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

- Inversiones directas y de cartera netas
- Inversión directa neta
- Valores distintos de acciones (neto)
- Acciones y participaciones (neto)



Fuente: BCE.

las importaciones reales repuntaron en el tercer trimestre, como consecuencia del sólido crecimiento de la demanda interna, mientras que el descenso observado en el último trimestre del 2007 podría guardar relación con la desaceleración de la producción industrial de la zona del euro. Pese al efecto de moderación de la apreciación del euro, los precios de las importaciones se recuperaron en el 2007 —especialmente en el segundo semestre del año— sobre todo, como resultado de la subida de los precios del petróleo, pero también de los fuertes incrementos de los precios de las materias primas distintas del petróleo.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses registró un superávit de 15 mm de euros, frente al déficit de 13,6 mm de euros contabilizado un año antes (véase gráfico 56). Este cambio de signo tuvo su origen, principalmente, en la evolución de la balanza de bienes, que —en cifras acumuladas de 12 meses— aumentó 37,3 mm de euros con respecto al año anterior, mientras que la balanza de servicios aumentó de forma más moderada, registrando un incremento de 7,2 mm de euros. Un factor que contrarrestó, en parte, esta mejora de la balanza por cuenta corriente fue el cambio de signo de la balanza de rentas, que contabilizó un déficit de 4,6 mm de euros, frente al superávit de 5,7 mm de euros registrado un año antes. Además, la balanza de transferencias corrientes registró un déficit de 82,6 mm de euros en el 2007, en comparación con un déficit de 76,9 mm de euros en el 2006.

CUENTA FINANCIERA

En el último trimestre del 2007, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, salidas netas mensuales de 11,7 mm de euros, frente a las entradas netas de 12,8 mm de

euros contabilizadas en el tercer trimestre del año (véase cuadro 10). Este cambio de signo de los flujos financieros refleja un cambio similar en la evolución de los valores de renta variable y los instrumentos del mercado monetario dentro de las inversiones de cartera, que se compensó, en parte, con un movimiento de signo contrario (es decir, de salidas netas a entradas netas) en las inversiones directas.

Los datos de diciembre sugieren que las turbulencias que afectaron a los mercados de crédito a partir de agosto del 2007 todavía pueden estar influyendo en las decisiones de inversión en el exterior. A este respecto, las cifras más recientes indican que las inversiones netas de los residentes en la zona del euro en valores de renta fija extranjeros y las inversiones netas de no residentes en valores de renta variable y de renta fija de la zona del euro se mantienen en los niveles observados antes de las turbulencias.

Desde una perspectiva de más largo plazo, las entradas netas acumuladas de inversiones directas y de cartera ascendieron a 124,1 mm de euros en el 2007, en comparación con las entradas netas de 140 mm de euros contabilizadas un año antes. Esta moderación se produjo tras una caída de las entradas netas de inversiones de cartera de 43,9 mm de euros, que no se compensó totalmente con la contracción de las salidas netas de inversiones directas, que ascendieron a 28 mm de euros (véase gráfico 57).

Dentro de las inversiones de cartera, los valores de renta variable siguieron registrando —en cifras acumuladas de doce meses— fuertes entradas netas en el 2007 (174,6 mm de euros frente a 152,8 mm de euros en el 2006). El hecho de que las compras netas de valores de renta variable extranjeros realizadas por residentes en la zona del euro fuesen sensiblemente menores durante este período fue el principal factor determinante de ese aumento. Por el contrario, las entradas netas de instrumentos de renta fija en la zona del euro fueron mucho más bajas en el 2007 que en el año anterior. Este descenso tuvo su origen en la considerable disminución de las inversiones netas en bonos y obligaciones de la zona del euro de los inversores extranjeros, posiblemente como consecuencia de la reducción de los diferenciales de rendimiento entre la zona del euro y Estados Unidos en el transcurso del 2007.

La reducción de las salidas netas de inversiones directas en el 2007 guarda relación, principalmente, con un incremento de las entradas netas de inversiones de no residentes en la zona del euro. Al mismo tiempo, las inversiones directas netas de la zona del euro en el exterior también siguieron aumentando en el 2007.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Tipo al contado a 10 años ³⁾ (porcentaje, fin de período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,8	3,08	3,91
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,7	4,28	4,38
2007 I	7,0	9,1	10,2	-	10,6	16,5	3,82	4,02
II	6,2	9,2	10,6	-	10,5	18,7	4,07	4,51
III	6,6	10,3	11,5	-	11,0	20,2	4,49	4,38
IV	5,9	10,8	12,0	-	11,1	19,4	4,72	4,38
2007 Sep	6,1	10,2	11,3	11,7	11,0	19,1	4,74	4,38
Oct	6,4	11,2	12,3	12,0	11,3	19,2	4,69	4,29
Nov	6,3	11,0	12,4	12,1	11,1	18,6	4,64	4,21
Dic	4,1	10,2	11,6	11,8	11,2	21,6	4,85	4,38
2008 Ene	4,4	10,5	11,5	.	11,1	.	4,48	4,05
Feb	.	.	.	.	.	.	4,36	4,06

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

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-24 ⁴⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6		7
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	-3,7	23,0	-136,4	276,4	325,8	103,6	104,5	1,2556
2007	27,8	60,7	-108,4	232,5	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	14,4	13,6	10,8	-45,9	347,4	110,5	111,2	1,4486
2007 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	3,8	6,3	10,6	8,7	339,2	111,0	111,7	1,4684
Dic	5,6	-1,5	-21,0	1,5	347,4	111,2	111,7	1,4570
2008 Ene	.	.	.	.	374,6	112,0	112,4	1,4718
Feb	.	.	.	.	.	111,8	112,2	1,4748

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) Basado en las curvas de rendimientos de la deuda pública de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA.
- 4) 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 8 febrero	2008 15 febrero	2008 22 febrero	2008 29 febrero
Oro y derechos en oro	201.414	201.385	201.338	201.299
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	140.789	140.672	139.291	137.914
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	36.977	30.318	30.747	24.685
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	15.006	14.633	14.284	14.585
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	430.434	456.017	446.496	451.481
Operaciones principales de financiación	161.501	187.500	178.001	183.001
Operaciones de financiación a plazo más largo	268.491	268.511	268.485	268.479
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	432	0	8	0
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	10	6	2	1
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	30.631	30.995	31.361	30.801
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	100.664	101.959	104.774	106.069
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	38.634	38.634	38.635	38.635
Otros activos	333.743	333.448	331.948	333.285
Total activo	1.328.292	1.348.061	1.338.874	1.338.754

2. Pasivo

	2008 8 febrero	2008 15 febrero	2008 22 febrero	2008 29 febrero
Billetes en circulación	653.384	652.965	650.589	654.031
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	197.236	222.866	205.768	195.649
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	196.530	222.338	205.141	194.855
Facilidad de depósito	356	159	222	227
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	350	369	405	567
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	256	253	216	211
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	52.067	52.586	66.268	80.684
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	48.656	41.997	41.413	34.399
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	1.026	1.167	1.142	762
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	19.747	19.588	18.572	18.591
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.311	5.311	5.311	5.311
Otros pasivos	133.294	133.414	131.479	130.854
Cuentas de revalorización	147.665	147.665	147.665	147.665
Capital y reservas	69.650	70.249	70.451	70.597
Total pasivo	1.328.292	1.348.061	1.338.874	1.338.754

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	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
	13	223.706	229	187.500	4,00	4,10	4,18	7
	20	226.655	262	178.000	4,00	4,10	4,15	7
	27	233.242	260	183.000	4,00	4,10	4,15	7
	5 Mar	240.542	264	176.500	4,00	4,11	4,14	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2007	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
	21 Feb	110.490	105	60.000	-	4,15	4,26	91
	28	109.612	165	50.000	-	4,16	4,23	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días	
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2007	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	23.550	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
	12 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	29.155	22	16.000	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	
Dic ²⁾	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
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
IV	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	202,4	0,8	0,0	4,17
11 Mar	204,6	.	.	.	.

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	
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
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 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
12 Feb	353,6	173,8	268,5	0,2	0,0	0,4	0,6	651,7	51,7	-110,7	202,4	854,5

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.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007 I	1.576,7	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,5	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,8	253,6
II	1.651,5	751,5	17,7	0,6	733,1	249,8	213,2	2,2	34,3	-	17,8	354,1	15,4	263,0
III	1.707,3	753,5	17,8	0,6	735,1	259,5	219,3	2,2	38,0	-	17,7	368,8	15,6	292,3
2007 Oct	1.781,8	800,2	17,8	0,6	781,8	262,3	220,4	2,2	39,8	-	17,9	378,1	15,6	307,6
Nov	1.805,1	814,3	17,8	0,6	795,9	266,9	223,3	2,1	41,6	-	17,6	367,9	15,6	322,8
Dic	2.047,7	1.031,6	17,8	0,6	1.013,2	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,3	341,0
2008 Ene ^(p)	1.935,8	886,8	19,4	0,7	866,7	273,5	230,2	2,0	41,3	-	16,3	401,3	15,6	342,5
IFM, excluido el Eurosistema														
2005	23.631,5	13.681,7	826,9	8.285,1	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006	25.974,6	14.904,3	810,5	9.160,3	4.933,5	3.555,4	1.276,5	645,9	1.632,9	83,5	1.194,5	4.330,4	172,6	1.733,9
2007 I	27.107,8	15.340,0	801,4	9.441,0	5.097,6	3.661,0	1.282,2	685,8	1.693,0	92,4	1.244,5	4.684,7	195,1	1.890,1
II	28.066,3	15.775,4	798,2	9.712,6	5.264,5	3.759,6	1.281,6	761,5	1.716,4	96,6	1.273,9	4.888,4	201,7	2.070,9
III	28.476,3	16.172,0	793,0	9.948,6	5.430,4	3.748,7	1.215,1	805,1	1.728,5	95,9	1.257,2	4.878,5	203,1	2.120,9
2007 Oct	29.163,6	16.554,4	944,0	10.027,4	5.583,0	3.833,7	1.214,0	878,2	1.741,4	98,6	1.307,9	4.987,6	216,6	2.164,9
Nov	29.442,5	16.723,6	944,9	10.110,1	5.668,6	3.850,8	1.212,2	892,6	1.746,0	99,2	1.296,4	5.023,4	215,4	2.233,6
Dic	29.397,0	16.887,1	956,1	10.154,1	5.776,9	3.882,7	1.194,2	951,9	1.736,6	93,3	1.311,4	4.874,7	206,8	2.141,0
2008 Ene ^(p)	30.103,5	17.110,7	960,7	10.296,9	5.853,1	3.973,0	1.217,8	963,2	1.792,0	98,3	1.315,1	5.093,4	206,3	2.306,7

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 I	1.576,7	632,7	455,6	44,8	17,5	393,3	-	0,3	216,3	39,5	232,4
II	1.651,5	652,6	495,2	51,2	23,3	420,7	-	0,1	207,0	51,0	245,6
III	1.707,3	657,2	510,7	51,7	19,1	439,9	-	0,1	222,6	48,3	268,4
2007 Oct	1.781,8	661,9	561,6	54,9	22,9	483,8	-	0,1	228,7	51,8	277,7
Nov	1.805,1	665,5	570,0	48,2	24,1	497,7	-	0,1	226,0	53,9	289,6
Dic	2.047,7	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,5	66,0	331,4
2008 Ene ^(p)	1.935,8	671,3	626,0	54,6	21,0	550,5	-	0,1	255,1	72,9	310,5
IFM, excluido el Eurosistema											
2005	23.631,5	-	12.212,2	149,2	7.211,9	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006	25.974,6	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	698,3	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.330,6
2007 I	27.107,8	-	13.595,8	139,0	8.060,9	5.395,9	758,7	4.424,8	1.529,7	4.255,7	2.543,1
II	28.066,3	-	14.021,0	169,8	8.278,3	5.572,9	795,6	4.523,4	1.551,2	4.451,8	2.723,2
III	28.476,3	-	14.250,3	144,3	8.408,9	5.697,1	778,4	4.577,2	1.589,5	4.525,8	2.755,1
2007 Oct	29.163,6	-	14.624,8	129,4	8.631,1	5.864,2	782,9	4.648,2	1.643,3	4.630,9	2.833,6
Nov	29.442,5	-	14.803,3	151,6	8.692,3	5.959,4	796,2	4.649,5	1.641,0	4.641,2	2.911,3
Dic	29.397,0	-	15.091,4	128,4	8.874,6	6.088,4	754,1	4.643,4	1.678,2	4.529,3	2.700,6
2008 Ene ^(p)	30.103,5	-	15.187,5	114,3	8.930,5	6.142,7	833,5	4.689,4	1.701,1	4.790,4	2.901,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
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	19.743,9	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,4	1.464,0	648,4	829,9	4.681,8	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	21.413,8	10.529,2	816,0	9.713,2	2.258,6	1.494,9	763,7	880,3	5.242,5	217,1	2.286,1
III	21.691,8	10.760,0	810,8	9.949,2	2.241,7	1.434,4	807,3	857,8	5.247,2	218,7	2.366,4
2007 Oct	22.241,4	10.989,8	961,8	10.028,0	2.314,8	1.434,4	880,4	914,8	5.365,6	232,2	2.424,1
Nov	22.440,7	11.073,4	962,7	10.110,7	2.330,2	1.435,4	894,7	905,5	5.391,3	231,0	2.509,5
Dic	22.301,6	11.128,6	973,9	10.154,7	2.373,1	1.419,3	953,9	906,0	5.248,4	222,1	2.423,5
2008 Ene ^(p)	22.907,9	11.277,7	980,1	10.297,6	2.413,1	1.447,9	965,2	899,5	5.494,7	221,9	2.601,1
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	1.998,4	877,3	-14,4	891,6	10,7	-96,8	107,5	98,5	802,0	6,4	203,5
2007 I	884,2	254,0	-8,2	262,2	63,0	19,0	44,1	20,8	394,1	0,5	151,8
II	787,7	282,0	-5,4	287,4	84,6	11,0	73,7	16,7	221,8	3,2	179,4
III	378,5	246,3	-5,1	251,4	-15,3	-61,5	46,2	-18,0	84,7	1,6	79,1
2007 Oct	369,7	77,4	-3,2	80,6	46,5	6,7	39,9	48,4	150,0	4,8	42,6
Nov	260,5	88,0	0,9	87,1	14,5	-0,8	15,3	-5,8	80,4	-1,3	84,7
Dic	-134,0	62,7	11,2	51,5	45,4	-13,2	58,6	-3,1	-137,8	-8,8	-92,3
2008 Ene ^(p)	535,1	98,0	3,2	94,8	21,6	13,8	7,9	10,5	241,3	-1,4	165,1

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
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	19.743,9	592,2	158,0	7.906,5	614,7	2.587,8	1.276,5	4.026,5	2.566,2	15,6
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	21.413,8	604,9	221,0	8.301,6	699,0	2.772,8	1.346,8	4.502,8	2.968,8	-4,0
III	21.691,8	610,4	196,0	8.428,0	682,5	2.810,8	1.395,1	4.574,1	3.023,4	-28,6
2007 Oct	22.241,4	613,5	184,3	8.654,0	684,2	2.867,0	1.461,1	4.682,7	3.111,3	-16,7
Nov	22.440,7	618,6	199,8	8.716,4	696,9	2.862,0	1.458,5	4.695,1	3.200,9	-7,5
Dic	22.301,6	638,5	152,3	8.893,7	660,7	2.865,4	1.493,8	4.595,2	3.032,0	-30,0
2008 Ene ^(p)	22.907,9	623,1	168,9	8.951,5	735,2	2.856,2	1.524,3	4.863,2	3.212,2	-26,7
Operaciones										
2005	1.608,0	64,4	10,9	495,7	-3,0	213,5	95,5	448,0	333,9	-50,8
2006	1.998,4	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,2	601,6	253,3	45,3
2007 I	884,2	-4,2	24,8	157,1	53,9	117,6	38,9	292,5	196,7	6,9
II	787,7	16,5	37,2	225,1	30,5	70,5	2,4	230,5	183,4	-8,4
III	378,5	5,5	-25,6	140,5	-17,0	59,0	44,8	152,5	29,9	-11,1
2007 Oct	369,7	3,1	-16,5	76,3	12,1	14,1	43,3	138,4	76,7	22,1
Nov	260,5	5,1	15,5	67,1	11,7	3,0	5,0	52,2	85,9	15,0
Dic	-134,0	19,9	-47,5	177,7	-36,4	4,9	38,7	-91,2	-178,5	-21,5
2008 Ene ^(p)	535,1	-16,6	14,4	10,8	41,4	6,1	15,2	254,8	195,7	13,3

Fuente: BCE.

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

2) 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⁾

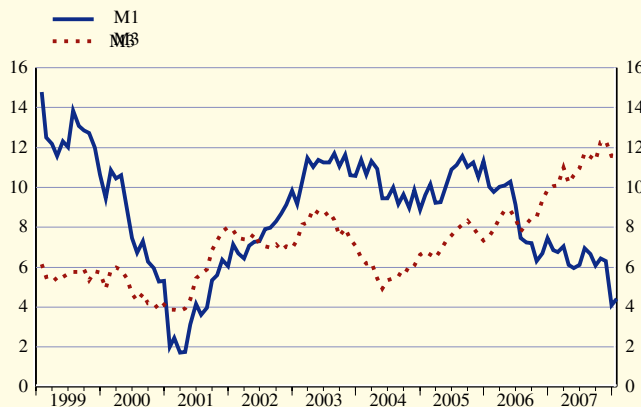
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	1.102,6	7.732,3	-	5.428,6	2.321,2	10.658,6	9.167,4	637,1
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	1.227,9	8.184,0	-	5.728,2	2.297,8	11.325,2	9.684,5	727,8
III	3.821,2	3.316,7	7.138,0	1.261,5	8.399,5	-	5.799,1	2.253,7	11.648,1	9.958,2	668,2
2007 Oct	3.836,2	3.421,1	7.257,3	1.272,1	8.529,4	-	5.916,4	2.400,9	11.856,8	10.045,4	667,1
Nov	3.859,2	3.447,7	7.306,9	1.313,9	8.620,8	-	5.905,5	2.389,1	11.918,2	10.106,8	690,8
Dic	3.828,6	3.506,2	7.334,8	1.310,4	8.645,2	-	5.980,5	2.417,6	12.038,5	10.164,2	634,1
2008 Ene ^(p)	3.855,9	3.573,1	7.429,0	1.349,7	8.778,8	-	6.049,3	2.432,2	12.164,2	10.294,6	638,8
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	130,7	696,1	-	426,9	-114,1	1.105,2	896,5	200,5
2007 I	63,6	105,4	169,0	90,5	259,6	-	150,0	-23,7	298,6	258,8	126,7
II	38,0	108,0	146,0	31,6	177,6	-	123,9	-0,2	355,2	255,6	-27,6
III	39,1	151,3	190,3	40,1	230,4	-	87,1	-45,0	345,5	289,1	-60,8
2007 Oct	16,3	73,5	89,8	19,6	109,3	-	50,0	-0,7	168,3	89,1	0,7
Nov	24,1	28,8	52,9	41,2	94,1	-	5,6	-13,6	70,4	65,8	38,6
Dic	-30,9	58,6	27,8	-3,7	24,0	-	80,5	31,6	123,6	65,0	-60,2
2008 Ene ^(p)	14,7	37,2	51,8	17,1	68,9	-	52,2	-3,4	91,3	82,3	12,8
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	13,3	9,9	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,5
2007 Mar	7,0	12,7	9,5	20,1	11,0	10,4	9,1	-4,9	10,9	10,6	339,6
Jun	6,1	13,9	9,5	19,8	11,0	11,1	9,3	-3,7	11,6	10,8	269,4
Sep	6,1	15,4	10,2	18,0	11,3	11,7	9,0	-4,3	11,7	11,0	203,1
2007 Oct	6,4	17,0	11,2	19,0	12,3	12,0	9,1	-4,0	12,4	11,3	187,0
Nov	6,3	16,7	11,0	20,8	12,4	12,1	8,5	-4,2	12,2	11,1	147,6
Dic	4,1	17,8	10,2	19,9	11,6	11,8	9,1	-2,3	12,8	11,2	17,4
2008 Ene ^(p)	4,4	17,9	10,5	17,9	11,5	.	9,4	-2,2	12,7	11,1	28,0

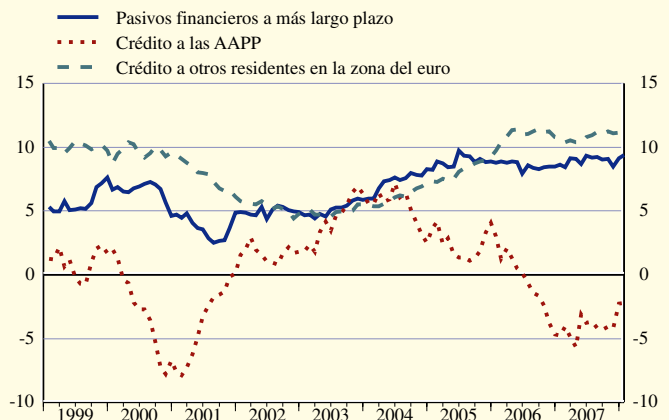
C1 Agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas¹⁾

(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) 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).

3) 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⁾

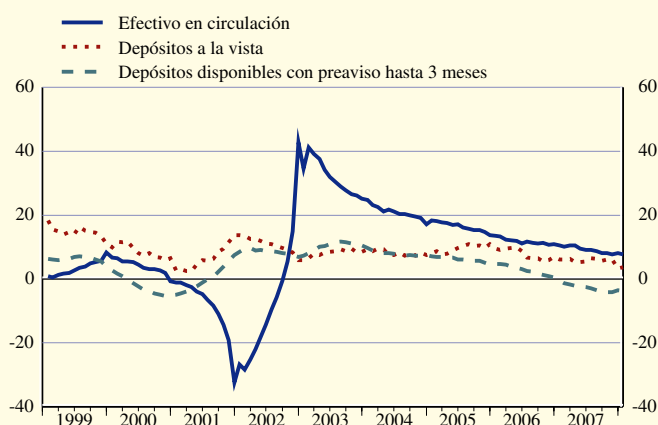
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	236,4	636,8	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	263,0	641,0	198,7	2.396,1	102,4	1.654,6	1.275,6
2007 I	592,1	3.154,7	1.528,2	1.536,8	281,2	669,1	239,9	2.461,4	107,8	1.696,4	1.338,5
II	599,2	3.186,3	1.645,2	1.525,5	290,6	694,9	242,4	2.522,4	109,4	1.748,6	1.347,7
III	610,6	3.210,6	1.808,2	1.508,5	295,6	683,7	282,2	2.528,7	113,0	1.769,6	1.387,9
2007 Oct	617,8	3.218,4	1.883,7	1.537,4	286,5	687,1	298,6	2.558,8	120,6	1.780,6	1.456,5
Nov	618,8	3.240,4	1.914,3	1.533,4	301,9	698,8	313,2	2.542,2	120,5	1.780,9	1.461,9
Dic	626,9	3.201,7	1.971,6	1.534,6	299,4	693,3	317,7	2.554,9	119,9	1.812,4	1.493,3
2008 Ene ^(p)	629,8	3.226,1	2.039,3	1.533,8	313,5	742,8	293,5	2.583,3	123,3	1.817,3	1.525,4
Operaciones											
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-9,0	1,1	16,4	198,4	-4,3	111,2	95,5
2006	57,5	198,0	300,8	9,2	27,4	33,2	70,1	216,2	15,5	137,8	57,4
2007 I	12,6	51,0	120,9	-15,4	18,3	30,4	41,9	68,4	4,6	40,4	36,6
II	7,0	30,9	118,5	-10,5	8,0	23,6	0,0	62,9	1,7	52,9	6,5
III	11,5	27,6	168,1	-16,8	8,3	-11,6	43,4	23,6	3,6	23,2	36,7
2007 Oct	7,2	9,1	83,9	-10,4	-9,2	13,7	15,0	-10,5	0,8	13,7	46,0
Nov	1,0	23,1	32,7	-3,9	15,5	10,7	15,0	-9,1	-0,1	1,7	13,0
Dic	8,1	-39,0	57,5	1,1	-2,5	-5,7	4,4	14,4	-0,7	32,0	34,8
2008 Ene ^(p)	1,6	13,0	43,7	-6,6	14,0	16,1	-13,1	32,4	0,2	2,6	16,9
Tasas de crecimiento											
2005 Dic	13,8	10,9	6,5	4,4	-3,7	0,2	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 Dic	11,0	6,8	27,2	0,6	11,7	5,4	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Mar	10,5	6,4	32,3	-1,7	19,5	12,1	51,9	11,0	20,6	9,0	5,3
Jun	9,2	5,5	35,1	-2,5	15,1	14,1	48,9	11,0	17,6	9,6	5,4
Sep	8,2	5,7	38,2	-3,6	11,6	9,8	55,6	10,0	15,1	9,0	6,8
2007 Oct	8,1	6,1	41,8	-4,2	12,7	11,4	50,8	8,6	13,8	8,9	9,6
Nov	7,7	6,1	40,4	-4,1	16,2	10,9	58,3	7,1	11,5	8,4	10,8
Dic	8,2	3,3	41,4	-3,6	14,7	9,6	60,3	6,3	9,7	9,9	13,3
2008 Ene ^(p)	7,8	3,8	41,3	-3,7	18,7	10,6	38,2	6,8	7,7	9,5	14,4

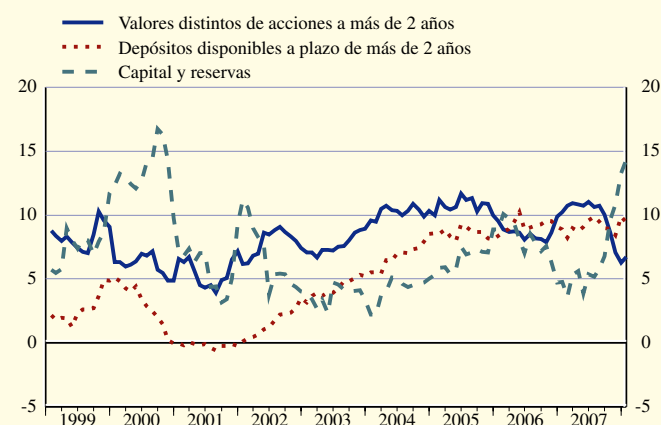
C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(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)}

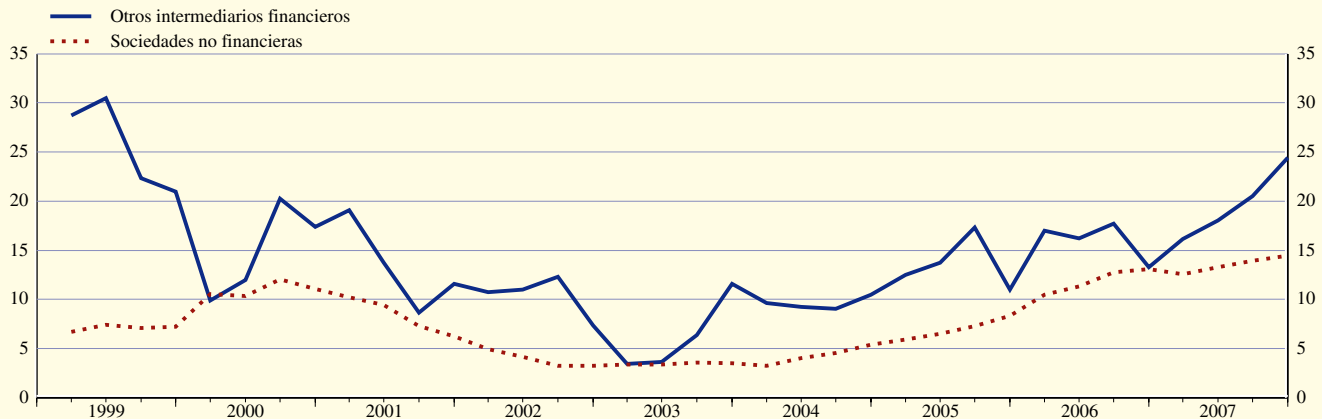
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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	775,5	488,6	3.956,3	1.172,1	737,8	2.046,4
II	110,5	83,5	803,2	502,3	4.106,8	1.223,3	776,1	2.107,5
III	112,0	87,7	853,8	534,2	4.230,6	1.248,1	814,1	2.168,4
2007 Oct	115,5	90,3	868,0	528,9	4.271,7	1.246,6	830,8	2.194,3
Nov	108,8	83,3	875,3	531,0	4.326,6	1.267,0	842,2	2.217,4
Dic	95,9	70,2	862,9	521,9	4.387,5	1.276,5	857,7	2.253,3
2008 Ene ^(p)	101,6	75,9	895,3	551,5	4.462,5	1.298,5	876,6	2.287,5
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	72,1	67,9	105,1	31,2	28,6	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	39,5	-0,7	16,3	23,8
Nov	-6,6	-6,9	9,6	3,9	57,1	20,7	12,5	24,0
Dic	-12,9	-13,1	-11,3	-8,7	63,9	10,4	17,5	36,0
2008 Ene ^(p)	5,7	5,6	28,6	27,1	48,3	15,1	13,9	19,3
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	16,1	19,6	12,6	9,9	18,6	12,1
Jun	30,7	40,6	18,0	20,4	13,3	11,1	19,9	12,2
Sep	25,6	40,0	20,5	23,0	14,0	12,6	20,3	12,5
2007 Oct	30,2	46,4	23,2	22,7	13,9	11,5	20,9	12,8
Nov	14,9	22,9	23,7	23,7	14,0	11,6	21,1	12,8
Dic	16,3	27,8	24,4	25,9	14,5	12,7	21,8	12,8
2008 Ene ^(p)	2,3	5,5	25,5	26,7	14,6	12,6	22,6	12,8

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)}

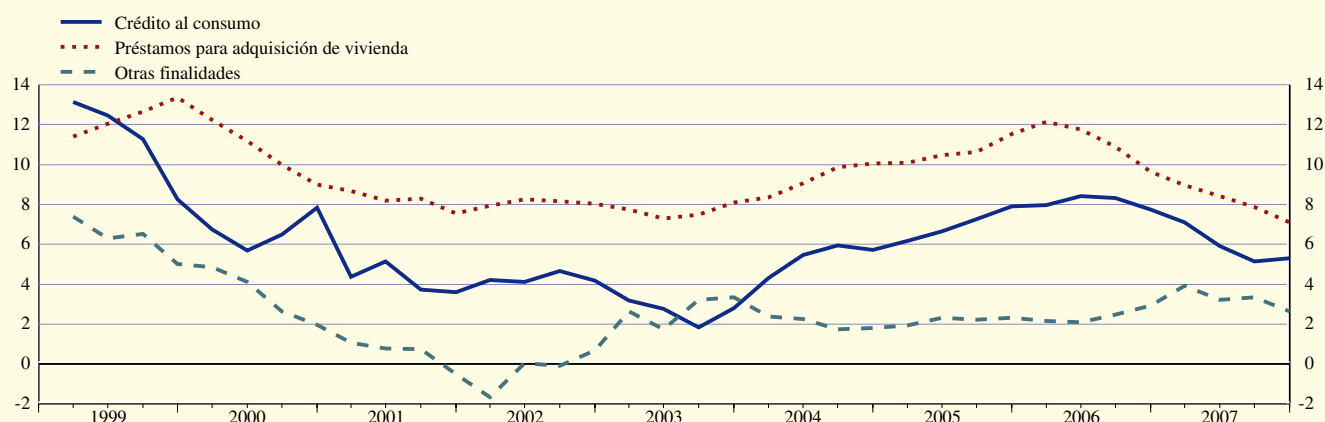
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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
III	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
2007 Oct	4.772,2	613,2	136,0	203,9	273,2	3.407,2	16,0	73,7	3.317,5	751,8	145,4	104,2	502,3
Nov	4.799,4	613,7	132,9	205,1	275,7	3.427,7	15,9	73,6	3.338,2	757,9	150,1	104,6	503,2
Dic	4.807,8	617,8	136,2	205,4	276,1	3.436,8	16,0	73,7	3.347,1	753,3	147,4	103,8	502,1
2008 Ene ^(p)	4.837,4	621,1	137,0	206,4	277,6	3.457,2	18,0	73,6	3.365,6	759,2	147,8	104,4	506,9
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
III	64,0	4,8	-0,5	-1,4	6,7	57,3	0,1	0,8	56,4	1,9	-3,4	0,9	4,5
2007 Oct	21,7	5,7	2,0	0,9	2,8	15,8	-0,1	0,3	15,6	0,1	-1,1	0,3	0,9
Nov	27,0	-0,2	-3,1	0,9	2,0	20,7	0,0	0,0	20,7	6,5	4,8	0,5	1,2
Dic	11,8	5,1	3,7	0,8	0,7	10,0	0,2	0,1	9,7	-3,3	-2,7	0,0	-0,6
2008 Ene ^(p)	12,3	1,7	0,1	0,7	0,9	11,2	1,9	-0,3	9,6	-0,6	-0,7	-0,3	0,4
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
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
2007 Oct	6,8	5,6	4,2	0,0	11,0	7,9	9,0	4,4	7,9	3,2	0,7	5,1	3,5
Nov	6,5	5,1	1,6	0,0	11,2	7,6	6,8	4,6	7,7	3,1	1,3	4,7	3,3
Dic	6,2	5,3	1,5	1,5	10,5	7,1	6,7	3,0	7,2	2,6	0,9	4,1	2,9
2008 Ene ^(p)	6,1	5,8	2,0	2,4	10,7	6,9	21,4	2,1	6,9	2,6	1,2	4,5	2,6

C6 Préstamos a hogares²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

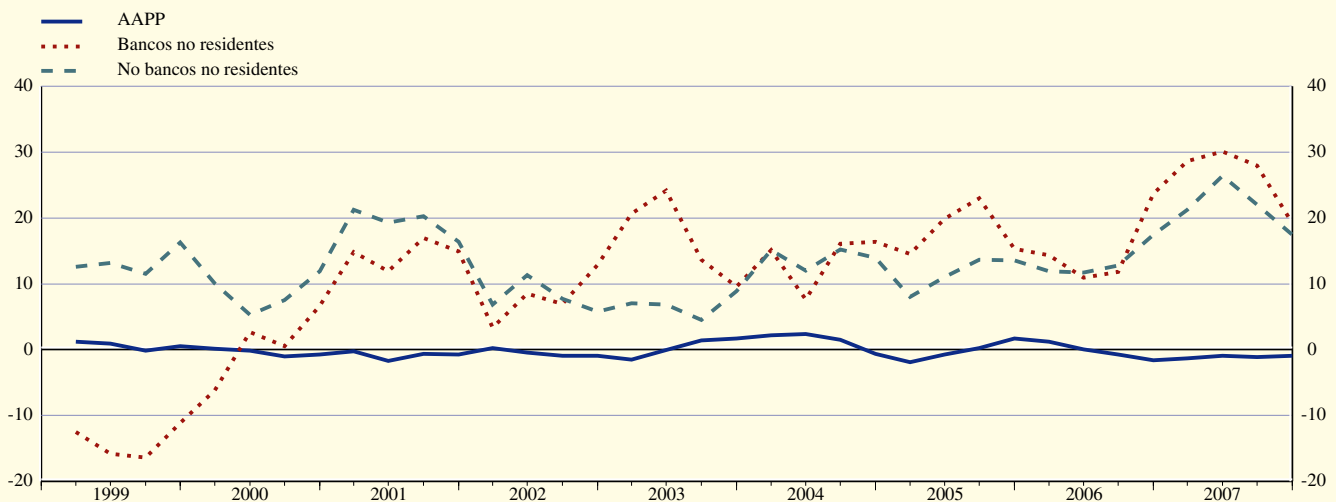
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 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	793,0	91,8	213,9	446,0	41,4	3.301,6	2.353,2	948,5	61,3	887,2
IV ^(p)	956,1	213,0	217,6	485,0	40,5	3.295,9	2.349,8	946,1	60,3	885,8
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	-0,1	129,6
2007 I	-8,2	-6,9	-6,3	-0,3	5,3	272,7	222,0	50,8	-2,7	53,4
II	-3,4	-1,8	-5,5	-2,5	6,4	135,3	79,6	55,7	1,8	53,9
III	-5,1	-3,8	-5,0	-0,2	3,8	76,1	56,5	19,6	1,2	18,3
IV ^(p)	9,0	7,6	3,8	-1,4	-0,9	58,6	36,3	22,4	0,3	22,0
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	-1,2	-8,8	-6,3	1,9	16,0	26,2	28,0	22,0	-2,0	24,1
Dic ^(p)	-1,0	-4,7	-5,6	-1,0	56,5	18,7	19,2	17,4	1,2	18,7

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)}

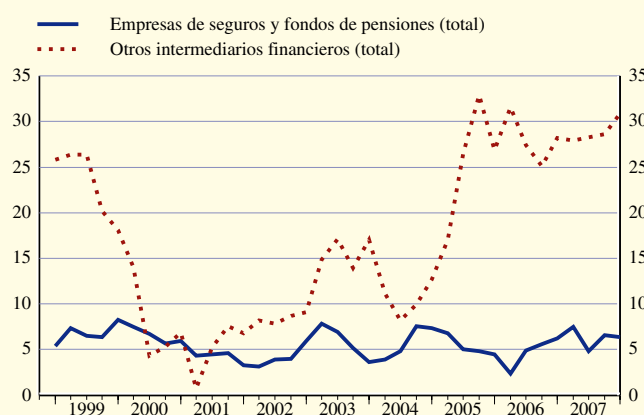
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	321,1	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	1.451,8	339,7	327,9	607,1	11,7	0,9	164,4
Dic	688,0	71,1	68,9	525,3	0,8	1,1	20,9	1.482,9	323,6	348,4	653,1	12,2	0,3	145,4
2008 Ene ^(p)	714,5	83,5	76,3	526,6	1,5	1,4	25,1	1.504,4	327,3	346,1	651,0	12,9	0,3	166,9
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	20,7	17,0	-12,8	7,2	-0,7	0,0	9,9
Dic	-3,7	2,1	-7,7	0,7	0,0	0,0	1,3	31,6	-16,1	20,6	46,2	0,5	-0,5	-19,0
2008 Ene ^(p)	23,6	12,1	5,9	1,2	0,1	0,0	4,3	18,8	3,5	-2,7	-1,9	0,5	-1,9	21,4
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	23,8	35,2	34,5	9,0	-	21,2
Dic	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	30,9	15,5	39,6	39,2	15,9	-	17,7
2008 Ene ^(p)	9,2	15,8	30,1	6,2	-21,5	-	3,6	28,6	7,8	41,7	37,3	24,0	-	23,6

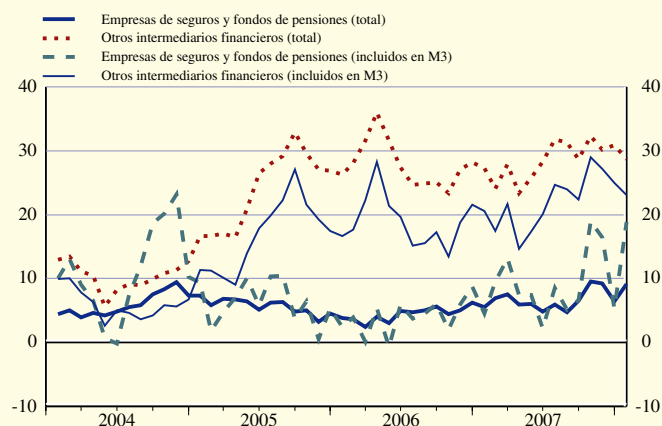
C8 Depósitos totales por sector²⁾

(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)}

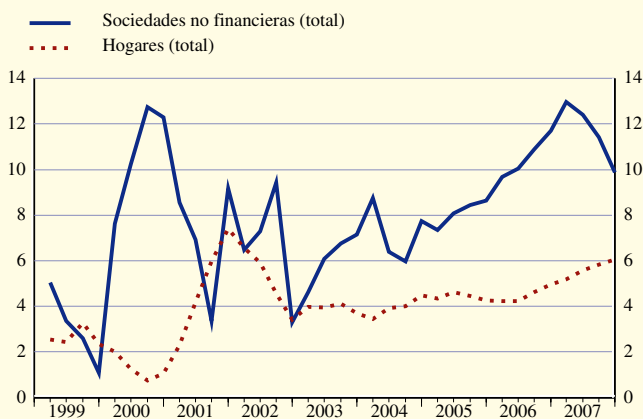
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	1.429,6	850,9	460,5	61,3	31,3	1,4	24,2	4.876,4	1.734,2	953,9	556,3	1.434,7	110,0	87,3
Dic	1.468,8	880,9	474,4	59,2	29,1	1,4	23,7	4.988,9	1.777,7	994,6	560,7	1.457,7	111,1	87,1
2008 Ene ⁴⁾	1.427,4	842,4	471,2	60,5	29,4	1,6	22,4	5.045,7	1.763,1	1.057,5	559,6	1.461,9	112,0	91,6
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	17,6	14,4	3,4	-2,4	2,3	0,0	0,0	21,7	4,0	26,7	-3,4	-7,5	1,0	1,0
Dic	39,3	29,8	14,0	-1,8	-2,2	0,0	-0,5	112,3	43,3	40,8	4,5	22,8	1,1	-0,2
2008 Ene ⁴⁾	-52,6	-42,5	-8,2	0,8	-1,4	0,0	-1,3	27,1	-21,1	45,8	-3,0	0,9	0,0	4,6
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	11,6	6,7	32,7	-11,7	-24,4	-31,8	1,8	6,0	1,8	47,1	-7,5	-4,0	12,5	27,5
Dic	9,9	3,6	34,7	-12,2	-26,9	-31,6	-4,5	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2008 Ene ⁴⁾	9,7	4,3	31,5	-11,2	-27,8	-34,7	-10,1	6,9	2,3	48,6	-7,2	-3,5	9,2	25,7

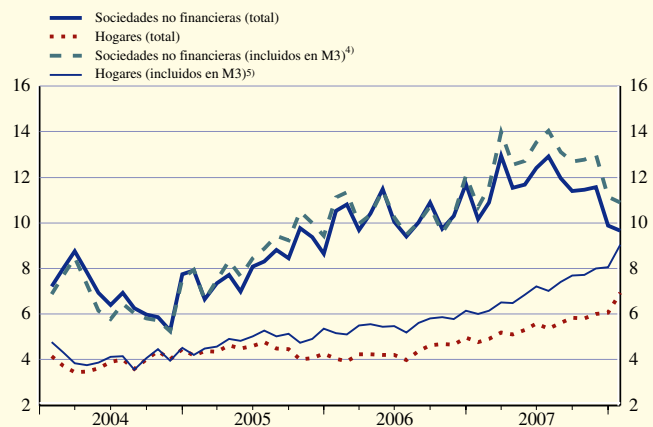
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

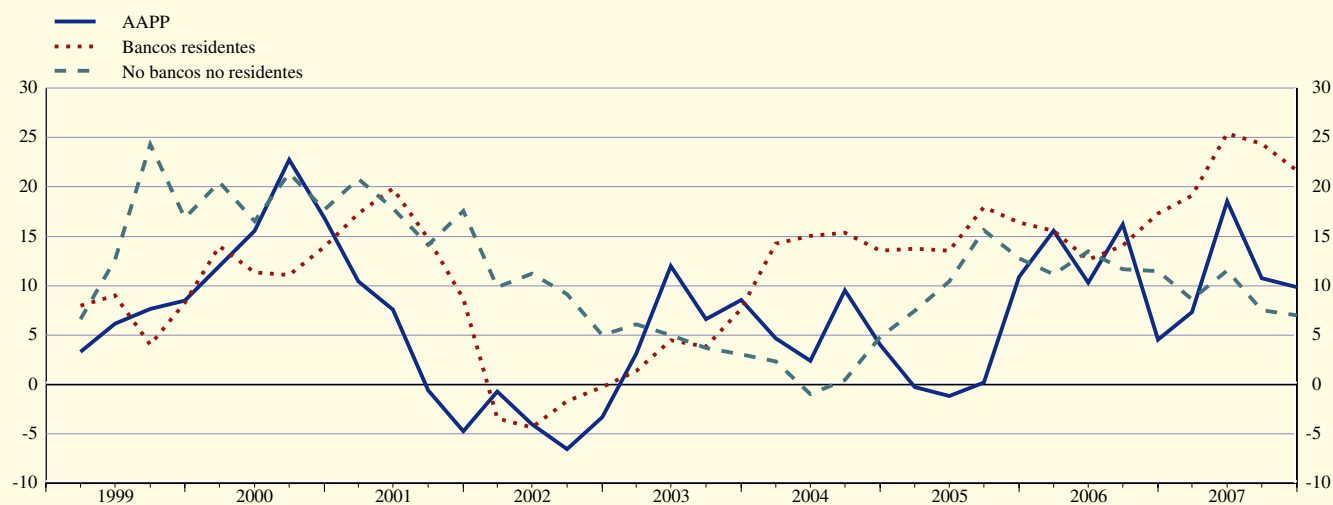
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	90,8	68,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 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	373,5	144,3	60,0	97,2	72,0	3.875,5	2.962,0	913,6	145,9	767,6
IV ^(p)	374,5	128,4	58,5	107,7	79,9	3.852,2	2.964,2	888,0	141,5	746,5
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	7,8	23,9	476,6	385,8	90,8	6,6	84,2
2007 I	7,8	14,1	-3,3	-2,3	-0,7	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	-7,3	-26,1	16,1	2,0	0,6	128,5	119,2	9,4	10,8	-1,4
IV ^(p)	-10,4	-20,6	-1,4	3,7	7,9	47,9	57,1	-9,3	-2,5	-6,8
Tasas de crecimiento										
2005 Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	16,8	12,0
2006 Dic	4,5	-16,5	18,4	9,6	53,5	15,8	17,3	11,5	5,3	12,6
2007 Mar	7,3	-6,3	10,4	12,2	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	10,7	-3,5	44,0	13,3	19,4	20,0	24,4	7,5	13,2	6,5
Dic ^(p)	9,9	-1,3	29,0	10,7	16,4	17,9	21,6	7,0	14,2	5,8

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.

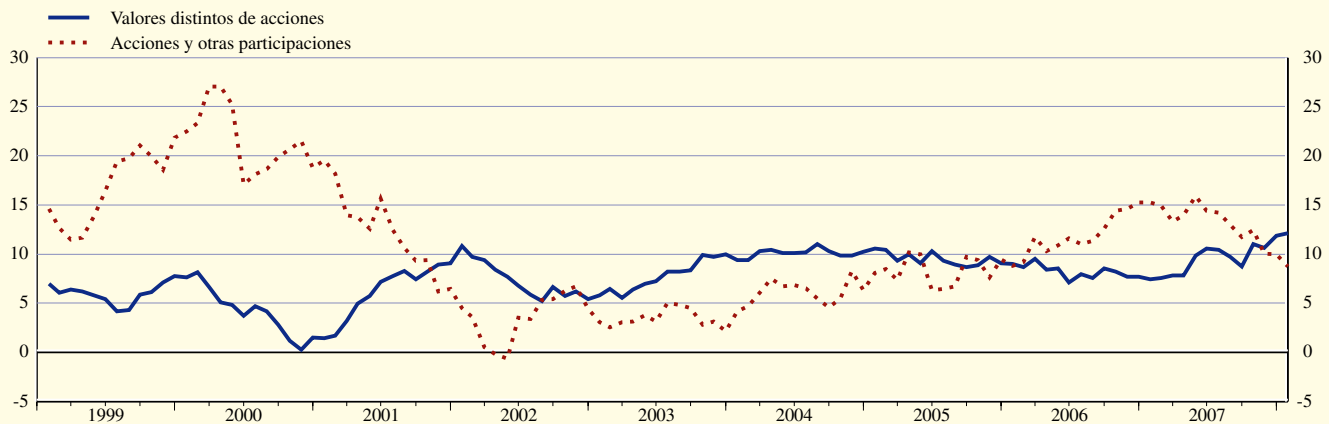
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

(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	4.664,3	1.560,6	72,3	1.260,4	16,2	615,8	30,1	1.108,9	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	5.010,7	1.637,5	79,0	1.266,0	15,6	727,4	34,1	1.251,1	1.623,3	406,8	867,1	349,4
III	4.973,8	1.646,4	82,1	1.200,4	14,7	769,4	35,7	1.225,2	1.607,5	412,5	844,6	350,3
2007 Oct	5.092,9	1.656,3	85,2	1.199,3	14,7	839,9	38,3	1.259,2	1.655,7	406,5	901,4	347,8
Nov	5.126,7	1.664,3	81,7	1.197,7	14,5	858,8	33,8	1.276,0	1.644,0	404,0	892,4	347,6
Dic	5.116,9	1.652,9	83,7	1.177,6	16,6	918,6	33,3	1.234,1	1.654,8	418,3	893,1	343,4
2008 Ene ^(p)	5.251,7	1.698,6	93,4	1.200,2	17,6	926,9	36,4	1.278,7	1.645,8	427,4	887,7	330,7
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	337,4	122,8	10,6	-122,7	0,5	100,6	6,5	219,0	194,4	58,8	97,0	38,6
2007 I	189,6	55,5	5,2	2,7	-0,8	36,9	7,6	82,6	78,5	20,6	20,7	37,2
II	172,3	26,5	2,4	-0,1	0,3	73,4	0,2	69,6	35,2	5,5	16,6	13,2
III	-6,1	6,4	5,7	-66,0	-0,4	43,2	3,0	2,0	-8,6	7,6	-18,0	1,8
2007 Oct	148,0	50,9	4,0	5,9	0,2	36,8	3,1	47,1	40,9	-5,4	48,4	-2,1
Nov	49,2	7,6	-2,0	-3,2	0,0	19,2	-3,8	31,5	-4,1	-2,0	-5,8	3,7
Dic	-1,1	-10,6	2,6	-18,2	2,3	59,3	-0,6	-35,9	6,4	13,0	-3,0	-3,5
2008 Ene ^(p)	100,7	29,8	7,2	11,9	0,7	4,9	2,9	43,1	19,9	8,8	10,8	0,3
Tasas de crecimiento												
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	26,0	-8,8	-7,0	28,1	43,4	29,4	14,4	17,7	7,5	31,0
Sep	8,7	6,3	27,2	-9,8	-5,7	31,4	49,2	21,1	11,8	19,2	3,9	25,3
2007 Oct	11,0	8,8	32,3	-8,7	-3,5	34,7	54,2	23,3	12,4	17,6	7,7	19,7
Nov	10,6	8,3	25,3	-9,0	-5,8	36,1	41,5	22,2	10,0	7,8	6,4	23,6
Dic	11,9	8,7	25,2	-6,2	10,7	43,1	33,1	17,9	9,9	10,4	7,2	17,0
2008 Ene ^(p)	12,1	8,9	32,2	-6,5	20,0	44,2	30,5	17,9	8,7	10,6	6,8	11,8

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
III	-0,8	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,3	-0,2	-0,5	-0,7
2007 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	-1,1	-0,3	-0,5	-0,4	-0,9	-0,1	0,0	-0,7	-1,3	-0,1	-0,8	-0,5
2008 Ene ^(p)	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,7	0,0	0,0	-0,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,3

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
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
III	-1,8	-0,4	-0,7	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1
2007 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	-3,4	-0,8	-1,9	-0,8	-2,7	-2,4	-0,3
2008 Ene ^(p)	-1,5	-0,8	-0,3	-0,4	-0,3	-0,1	-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
III	-1,6	1,0	0,1	1,0	-0,1	-1,0	-0,2	-2,6	-5,8	-1,7	-3,3	-0,8
2007 Oct	-3,3	0,6	0,0	-4,3	0,0	-0,4	0,0	0,8	6,0	0,4	2,9	2,6
Nov	-1,4	-0,6	0,0	1,5	0,0	-0,3	-0,1	-1,8	-7,6	-0,4	-3,2	-3,9
Dic	-4,7	-1,1	0,0	-1,9	0,0	0,5	-0,1	-2,1	4,4	2,0	3,0	-0,6
2008 Ene ^(p)	-7,5	-3,7	0,0	2,8	0,0	-3,1	-0,1	-3,5	-17,1	-1,6	-9,8	-5,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	5.697,1	91,2	8,8	5,3	0,4	1,3	1,0	8.553,2	96,1	3,9	2,4	0,3	0,1	0,6
IV ⁴⁾	6.088,4	92,1	7,9	4,7	0,4	1,2	1,0	9.003,1	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
De no residentes en la zona del euro														
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 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	2.962,0	46,1	53,9	33,6	2,6	2,3	11,9	913,6	49,5	50,5	33,8	1,1	1,9	9,6
IV ⁴⁾	2.964,2	46,8	53,2	33,3	2,8	2,5	11,5	888,0	50,1	49,9	32,8	1,6	1,6	10,1

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	4.862,4	80,8	19,2	9,7	1,7	1,8	3,6
IV ⁴⁾	4.946,2	81,4	18,6	9,3	1,6	1,8	3,4

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006	4.933,5	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007 I	5.097,6	-	-	-	-	-	10.242,4	96,4	3,6	1,7	0,2	1,1	0,5	
II	5.264,5	-	-	-	-	-	10.510,8	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6	
III	5.430,4	-	-	-	-	-	10.741,6	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5	
IV ^(p)	5.776,9	-	-	-	-	-	11.110,2	96,2	3,8	1,8	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	2.353,2	48,8	51,2	28,4	2,1	2,5	12,9	948,5	39,2	60,8	43,3	1,1	3,9	8,2
IV ^(p)	2.349,8	48,1	51,9	28,9	2,3	2,4	12,7	946,1	40,5	59,5	41,5	1,2	3,7	8,5

4. Valores distintos de acciones

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006	1.632,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,5	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 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	1.716,4	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,6	2.043,1	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
III	1.728,5	95,3	4,7	2,4	0,3	0,2	1,5	2.020,2	97,5	2,5	1,4	0,3	0,1	0,7
IV ^(p)	1.736,6	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.146,1	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006	514,5	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,4	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 I	545,5	52,7	47,3	28,5	0,6	0,5	14,4	636,2	38,1	61,9	36,9	4,4	0,6	14,8
II	584,0	51,9	48,1	28,5	0,7	0,5	14,6	667,1	37,4	62,6	36,9	4,3	0,7	15,7
III	574,3	53,9	46,1	26,7	0,7	0,4	15,0	650,9	35,4	64,6	38,9	4,1	0,7	14,5
IV ^(p)	578,2	55,3	44,7	27,5	0,7	0,4	13,0	655,9	36,1	63,9	39,3	4,0	0,8	13,2

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo

	Total 1	Depósitos 2	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones 6	Participaciones en fondos de inversión 7	Activo fijo 8	Otros activos 9
			Total 3	Hasta 1 año 4	Más de 1 año 5				
2006 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

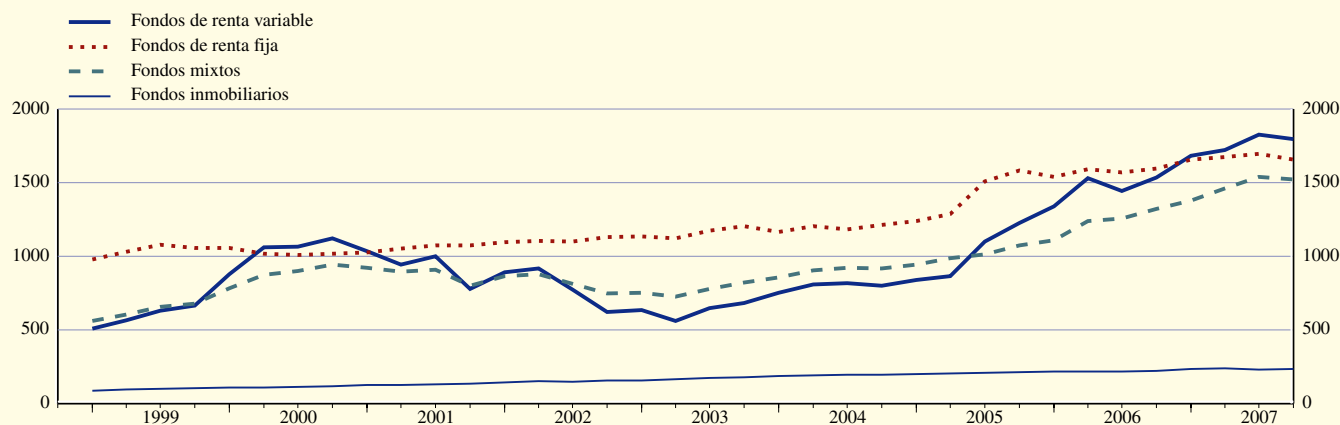
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2006 II	5.137,9	76,4	4.789,5	272,0
III	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
IV	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 I	5.713,3	82,2	5.349,7	281,8
II	5.989,0	85,9	5.586,9	316,6
III ^(a)	5.895,2	81,8	5.497,6	316,2

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

	Total 1	Fondos según su política de inversión				Fondos según el tipo de inversor		
		Fondos de renta variable 2	Fondos de renta fija 3	Fondos mixtos 4	Fondos inmobiliarios 5	Otros fondos 6	Fondos abiertos al público 7	Fondos de inversores especiales 8
2006 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 1	Depósitos 2	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones 6	Participaciones en fondos de inversión 7	Activo fijo 8	Otros activos 9
			Total 3	Hasta 1 año 4	Más de 1 año 5				
			Fondos de renta variable						
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 1	Depósitos 2	Valores distintos de acciones 3	Acciones y otras participaciones 4	Participaciones en fondos de inversión 5	Activo fijo 6	Otros activos 7
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						472,1
<i>Balanza comercial</i>						
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.

3.3 Hogares

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

	2003	2004	2005	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
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
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.228,6	1.280,5	1.329,3	1.383,6	1.403,9	1.424,9	1.445,8	1.466,6
Intereses, recursos (+)	237,5	230,6	228,7	249,6	259,8	267,7	275,2	282,8
Intereses, empleos (-)	124,1	125,2	128,9	148,7	156,9	165,0	173,2	180,5
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	615,4	650,3	696,7	725,4	736,6	742,9	753,0	756,9
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	8,9	9,4	9,4	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	702,0	705,5	738,4	770,8	788,8	797,1	810,5	829,5
Cotizaciones sociales netas (-)	1.384,4	1.423,7	1.465,5	1.513,7	1.528,6	1.540,8	1.553,2	1.564,3
Prestaciones sociales netas (+)	1.396,7	1.440,7	1.484,2	1.518,6	1.529,3	1.536,3	1.544,0	1.553,7
Transferencias corrientes netas (+)	65,3	64,6	67,4	62,8	62,9	64,5	65,3	66,4
= Renta disponible bruta	4.997,7	5.182,1	5.348,4	5.497,5	5.545,8	5.605,1	5.660,8	5.705,9
Gasto en consumo final (-)	4.319,7	4.485,4	4.653,3	4.798,2	4.843,5	4.882,1	4.920,9	4.961,2
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	54,5	57,1	59,4	62,0	63,1	63,0	63,4	64,4
= Ahorro bruto	732,5	753,8	754,4	761,4	765,4	786,1	803,4	809,1
Consumo de capital fijo (-)	288,1	303,3	318,4	331,0	335,2	338,8	342,1	344,8
Transferencias de capital netas (+)	12,6	18,9	25,0	28,9	32,3	30,3	27,6	20,5
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	256,1	300,1	617,9	366,5	479,4	386,1	604,1	200,0
= Variaciones del patrimonio neto¹⁾	713,2	769,5	1.078,9	825,8	941,9	863,7	1.092,9	684,8
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	495,8	526,7	559,7	600,4	612,0	627,1	638,1	644,8
Consumo de capital fijo (-)	288,1	303,3	318,4	331,0	335,2	338,8	342,1	344,8
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	211,3	214,6	207,7	262,2	301,6	345,8	378,5	398,9
Efectivo y depósitos	226,5	213,0	247,9	265,6	283,8	293,2	316,9	328,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	25,1	-6,4	-20,2	-17,5	0,3	25,7	44,7	42,9
Valores distintos de acciones ²⁾	-40,3	8,0	-20,1	14,0	17,6	26,9	16,8	27,7
Activos a largo plazo	311,0	342,3	443,3	359,7	303,1	257,9	222,5	157,7
Depósitos	-5,7	33,7	-10,1	-0,3	-6,7	-19,7	-29,3	-34,1
Valores distintos de acciones	25,8	65,8	17,0	69,1	62,4	46,4	29,7	-2,0
Acciones y otras participaciones	59,9	-8,5	136,1	-7,3	-29,7	-26,3	-32,8	-32,5
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	7,6	-13,5	61,4	-8,7	-1,4	30,2	32,2	38,0
Participaciones en fondos de inversión	52,2	5,0	74,7	1,5	-28,3	-56,5	-65,0	-70,6
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	231,0	251,3	300,4	298,2	277,1	257,4	254,8	226,3
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	262,8	311,7	390,3	411,4	390,7	382,4	364,6	361,6
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	211,6	280,8	358,3	372,1	346,5	337,2	316,8	302,3
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	272,5	256,5	521,4	353,8	460,0	371,4	587,4	196,1
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	29,0	56,9	129,4	55,0	48,5	33,4	66,1	29,8
Otros flujos netos (+)	-55,5	-12,5	-73,8	-62,9	-57,4	-50,7	-92,9	-36,0
= Variaciones del patrimonio neto¹⁾	713,2	769,5	1.078,9	825,8	941,9	863,7	1.092,9	684,8
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.058,0	4.275,7	4.494,8	4.644,7	4.751,6	4.830,1	4.969,5	5.020,9
Efectivo y depósitos	3.710,1	3.926,0	4.176,7	4.318,2	4.456,5	4.497,3	4.613,3	4.653,9
Participaciones en fondos del mercado monetario	321,0	313,9	300,5	285,4	261,3	281,0	305,0	302,8
Valores distintos de acciones ²⁾	27,0	35,7	17,6	41,2	33,8	51,8	51,2	64,3
Activos a largo plazo	9.214,9	9.847,5	10.931,5	11.483,6	11.761,0	11.981,2	12.081,2	11.863,0
Depósitos	841,9	876,6	883,9	870,9	871,0	847,8	836,3	830,9
Valores distintos de acciones	1.202,1	1.243,3	1.239,6	1.286,8	1.286,5	1.301,8	1.256,5	1.261,1
Acciones y otras participaciones	3.629,8	3.878,4	4.529,1	4.808,2	4.999,0	5.160,4	5.241,1	4.997,3
Acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones	2.480,8	2.712,8	3.207,9	3.462,0	3.613,6	3.775,6	3.842,6	3.634,2
Participaciones en fondos de inversión	1.149,1	1.165,6	1.321,2	1.346,2	1.385,4	1.384,8	1.398,5	1.363,1
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	3.541,0	3.849,2	4.278,9	4.517,6	4.604,6	4.671,1	4.747,3	4.773,7
Otros activos netos (+)	190,2	228,0	184,0	203,9	202,6	215,0	207,8	219,8
Pasivos (-)								
Préstamos	3.922,2	4.245,6	4.630,0	4.915,9	5.015,6	5.099,1	5.195,5	5.275,2
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	3.521,2	3.812,5	4.195,9	4.464,5	4.543,0	4.611,3	4.692,7	4.752,9
= Riqueza financiera neta	9.540,8	10.105,6	10.980,3	11.416,3	11.699,7	11.927,2	12.063,0	11.828,5

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.4 Sociedades no financieras

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

	2003	2004	2005	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	3.835,1	3.989,3	4.112,9	4.240,3	4.296,1	4.353,8	4.409,9	4.467,2
Remuneración de los asalariados (-)	2.313,0	2.382,6	2.445,6	2.518,8	2.544,8	2.574,4	2.606,7	2.634,9
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	58,7	65,2	71,1	72,9	72,7	74,7	77,1	78,1
= Excedente bruto de explotación (+)	1.463,4	1.541,5	1.596,2	1.648,6	1.678,7	1.704,7	1.726,2	1.754,2
Consumo de capital fijo (-)	607,9	632,6	661,7	681,5	688,0	694,0	699,7	706,4
= Excedente neto de explotación (+)	855,4	908,9	934,4	967,1	990,7	1.010,7	1.026,5	1.047,8
Renta de la propiedad, recursos (+)	320,6	365,9	423,7	453,0	465,0	470,0	474,8	480,5
Intereses, recursos	126,6	121,9	132,5	149,3	154,7	159,1	163,7	166,9
Otra renta de la propiedad, recursos	194,1	244,1	291,2	303,7	310,3	311,0	311,1	313,6
Intereses y otras rentas, empleos (-)	228,6	226,4	235,1	265,0	278,2	290,3	301,5	311,1
= Renta empresarial neta (+)	947,5	1.048,4	1.123,0	1.155,1	1.177,5	1.190,4	1.199,8	1.217,2
Renta distribuida (-)	692,6	753,6	839,4	878,9	906,1	913,8	921,4	929,0
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	117,1	135,7	148,1	169,5	184,3	189,1	197,7	206,2
Cotizaciones sociales, recursos (+)	73,3	73,5	74,1	76,3	76,7	77,3	74,7	72,5
Prestaciones sociales, empleos (-)	59,7	60,3	62,1	62,4	61,9	62,0	61,9	62,1
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	55,9	62,1	60,4	60,1	59,9	60,6	59,9	58,9
= Ahorro neto	95,6	110,1	87,3	60,6	41,9	42,2	33,7	33,5
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	193,8	211,8	237,2	287,5	288,0	301,6	316,8	329,7
Formación bruta de capital fijo (+)	803,6	840,8	888,8	936,7	950,3	973,2	993,8	1.012,0
Consumo de capital fijo (-)	607,9	632,6	661,7	681,5	688,0	694,0	699,7	706,4
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	-1,8	3,6	10,1	32,3	25,8	22,5	22,7	24,1
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	106,0	102,9	125,9	156,3	179,2	210,0	221,1	185,7
Efectivo y depósitos	64,3	84,1	113,2	124,8	145,1	163,9	164,5	158,4
Participaciones en fondos del mercado monetario	22,5	16,5	8,6	8,0	3,6	19,7	23,5	-9,4
Valores distintos de acciones ¹⁾	18,5	-2,5	4,4	24,1	31,0	27,1	34,2	37,5
Activos a largo plazo	284,5	188,9	348,4	298,8	320,9	342,3	365,1	423,2
Depósitos	43,4	0,6	30,7	20,2	21,4	29,4	29,1	16,8
Valores distintos de acciones	-46,4	-53,2	-27,5	-36,2	-22,5	-30,1	-34,8	-31,5
Acciones y otras participaciones	147,3	175,8	214,3	191,5	174,6	176,1	192,1	240,2
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	140,2	65,7	130,9	123,2	147,4	166,8	178,7	197,7
Otros activos netos (+)	59,5	75,8	68,0	143,0	159,8	136,3	130,1	145,5
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	296,3	219,0	400,9	596,9	627,8	649,6	686,6	743,5
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	102,8	172,5	264,6	425,1	448,7	444,9	484,6	521,6
de la cual, valores distintos de acciones	63,1	7,3	3,3	28,4	41,3	44,3	59,7	40,6
Acciones y otras participaciones	205,7	192,1	230,3	162,3	197,4	212,9	224,4	229,0
Acciones cotizadas	19,0	11,9	100,5	37,8	34,3	46,5	66,2	74,1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	186,7	180,1	129,8	124,5	163,1	166,4	158,2	154,9
Transferencias netas de capital, recursos (-)	46,3	58,3	61,1	65,9	80,8	85,5	86,2	75,8
= Ahorro neto	95,6	110,1	87,3	60,6	41,9	42,2	33,7	33,5
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.307,5	1.368,0	1.499,8	1.603,2	1.672,7	1.711,8	1.766,3	1.780,9
Efectivo y depósitos	1.028,9	1.102,6	1.220,7	1.276,9	1.356,8	1.364,8	1.405,0	1.428,9
Participaciones en fondos del mercado monetario	143,8	163,7	176,3	194,4	185,8	204,2	205,2	185,6
Valores distintos de acciones ¹⁾	134,8	101,7	102,9	131,9	130,1	142,8	156,1	166,3
Activos a largo plazo	6.424,8	6.907,1	8.029,6	8.781,6	9.206,2	9.511,2	9.885,7	9.793,4
Depósitos	137,6	136,8	175,4	214,3	206,3	260,5	264,8	252,3
Valores distintos de acciones	377,6	324,4	285,2	255,5	260,7	234,1	236,1	213,9
Acciones y otras participaciones	4.563,9	5.047,2	6.049,0	6.697,8	7.059,1	7.283,6	7.605,0	7.503,3
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	1.345,7	1.398,7	1.520,0	1.614,0	1.680,2	1.733,0	1.779,9	1.823,9
Otros activos netos (+)	230,9	268,0	265,2	304,2	301,0	358,9	369,1	376,1
Pasivos								
Deuda	6.037,5	6.221,0	6.632,8	7.103,9	7.244,9	7.431,3	7.685,3	7.843,8
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	3.034,4	3.160,8	3.419,5	3.743,8	3.857,4	3.957,3	4.107,8	4.231,6
de la cual, valores distintos de acciones	628,2	667,8	671,3	696,9	698,8	710,4	742,9	733,0
Acciones y otras participaciones	8.241,7	9.172,2	10.715,8	11.634,5	12.349,5	12.770,6	13.416,1	13.201,4
Acciones cotizadas	2.731,9	2.987,1	3.680,9	4.077,3	4.451,5	4.664,2	5.061,3	4.934,6
Acciones no cotizadas y otras participaciones	5.509,8	6.185,2	7.034,9	7.557,1	7.897,9	8.106,4	8.354,8	8.266,8

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	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

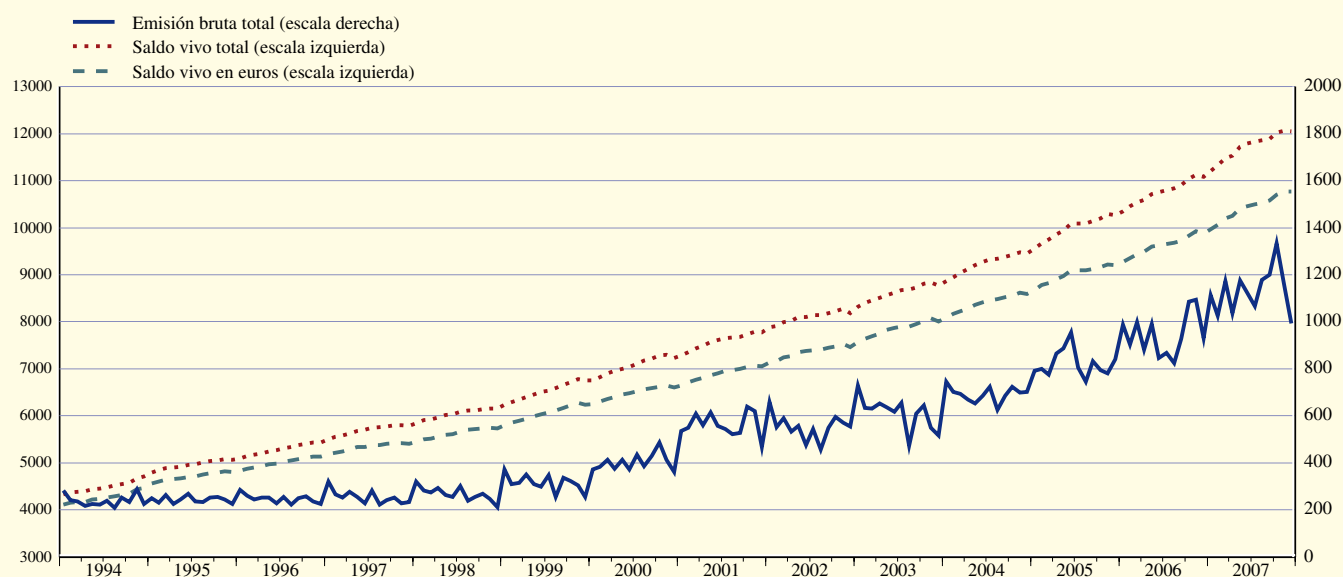
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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								
				En euros			En todas las monedas					
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	12
Total												
2006 Dic	11.736,7	977,7	-24,4	9.868,1	885,8	-55,4	11.083,2	930,5	-59,4	7,9	52,0	8,7
2007 Ene	11.836,2	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
Feb	11.946,3	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
Mar	12.178,1	1.258,2	230,6	10.200,2	1.119,6	136,1	11.470,5	1.172,2	142,3	8,5	108,0	10,1
Abr	12.201,5	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
May	12.415,4	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
Jun	12.546,0	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
Jul	12.550,0	1.075,0	2,9	10.491,7	1.002,8	28,6	11.830,8	1.065,3	46,4	9,2	62,1	9,4
Ago	12.577,9	1.183,3	28,2	10.517,8	1.130,7	26,3	11.852,2	1.179,2	27,2	9,2	84,4	9,2
Sep	12.672,0	1.243,0	92,4	10.577,0	1.153,1	57,6	11.884,1	1.200,4	48,3	9,1	59,8	8,2
Oct	12.769,3	1.338,3	96,2	10.695,0	1.266,0	117,0	12.017,8	1.333,9	134,2	9,1	118,1	9,1
Nov	12.856,1	1.173,1	84,9	10.764,2	1.104,7	67,2	12.060,3	1.154,4	61,6	8,6	45,4	7,4
Dic	12.885,5	1.031,8	32,4	10.762,9	950,0	1,7	12.043,3	992,0	-15,5	9,0	108,8	8,3
A largo plazo												
2006 Dic	10.735,0	172,0	19,2	9.012,2	133,5	16,5	10.073,5	153,6	13,8	8,2	59,8	9,0
2007 Ene	10.812,0	231,9	76,8	9.063,3	177,2	51,1	10.145,7	201,0	62,1	8,2	68,3	9,3
Feb	10.911,5	237,6	99,6	9.146,4	189,8	83,3	10.242,6	223,4	104,8	8,4	82,6	9,6
Mar	11.048,9	277,8	137,4	9.243,1	213,2	96,5	10.342,2	234,0	101,6	8,6	78,4	9,9
Abr	11.091,1	182,4	41,8	9.275,1	156,0	31,7	10.380,0	177,7	45,2	8,6	53,4	9,0
May	11.278,1	266,9	188,6	9.410,7	199,2	137,2	10.536,1	225,5	152,1	9,1	108,4	9,2
Jun	11.378,6	259,1	99,1	9.475,9	190,6	63,9	10.617,0	217,1	77,2	9,0	46,8	8,9
Jul	11.405,3	197,9	26,3	9.487,7	161,6	11,6	10.640,8	187,6	25,7	8,8	46,8	8,3
Ago	11.399,1	102,4	-6,8	9.480,5	86,6	-7,8	10.638,5	103,8	-2,8	8,6	50,3	7,6
Sep	11.425,8	157,1	25,5	9.499,4	131,8	17,6	10.630,9	146,2	16,4	8,0	11,9	6,2
Oct	11.491,3	225,2	66,5	9.551,7	189,0	53,6	10.681,4	213,0	60,2	7,7	68,6	6,5
Nov	11.569,7	172,4	76,7	9.609,8	138,8	56,3	10.720,6	151,7	52,4	7,0	32,8	5,0
Dic	11.629,6	190,4	60,7	9.659,0	156,5	50,0	10.756,4	167,3	38,6	7,3	82,7	5,6

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)

I. 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	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2006	11.083	4.564	1.171	636	4.408	305	11.337	8.377	423	1.113	1.339	85
2007	12.043	5.043	1.479	687	4.520	315	13.571	10.058	525	1.458	1.450	80
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	11.884	4.951	1.358	678	4.586	310	3.445	2.599	88	394	345	19
IV	12.043	5.043	1.479	687	4.520	315	3.480	2.654	177	326	302	21
2007 Sep	11.884	4.951	1.358	678	4.586	310	1.200	933	20	107	132	8
Oct	12.018	5.050	1.390	688	4.575	315	1.334	1.001	58	126	140	10
Nov	12.060	5.054	1.410	691	4.588	317	1.154	895	34	109	110	6
Dic	12.043	5.043	1.479	687	4.520	315	992	759	85	91	52	5
A corto plazo												
2006	1.010	570	12	94	329	4	9.175	7.375	59	1.023	686	31
2007	1.287	784	18	121	356	7	11.323	9.030	58	1.366	831	38
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	711	9	117	409	7	3.007	2.401	10	378	207	11
IV	1.287	784	18	121	356	7	2.948	2.424	20	303	192	10
2007 Sep	1.253	711	9	117	409	7	1.054	870	3	102	75	5
Oct	1.336	774	15	126	414	7	1.121	904	11	117	84	4
Nov	1.340	783	15	127	407	8	1.003	827	3	101	69	2
Dic	1.287	784	18	121	356	7	825	693	5	86	39	3
Total a largo plazo ¹⁾												
2006	10.074	3.994	1.159	542	4.079	301	2.163	1.002	363	90	653	54
2007	10.756	4.258	1.461	566	4.164	308	2.248	1.028	467	92	619	42
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	287	620	106	40	179	8
III	10.631	4.240	1.349	561	4.177	304	438	198	78	15	138	8
IV	10.756	4.258	1.461	566	4.164	308	532	231	157	23	110	11
2007 Sep	10.631	4.240	1.349	561	4.177	304	146	64	18	5	58	3
Oct	10.681	4.276	1.375	562	4.161	308	213	97	46	9	55	5
Nov	10.721	4.271	1.395	565	4.180	309	152	68	31	8	41	4
Dic	10.756	4.258	1.461	566	4.164	308	167	66	80	6	14	2
Del cual: a tipo fijo												
2006	7.049	2.136	544	413	3.720	237	1.291	475	143	56	577	39
2007	7.318	2.271	590	429	3.777	250	1.278	530	117	57	538	36
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
IV	7.318	2.271	590	429	3.777	250	273	126	23	17	99	8
2007 Sep	7.309	2.254	592	422	3.795	246	87	27	2	2	52	3
Oct	7.316	2.280	589	426	3.771	250	122	54	11	6	47	4
Nov	7.340	2.281	587	430	3.790	252	95	41	4	8	39	4
Dic	7.318	2.271	590	429	3.777	250	56	31	8	3	13	1
Del cual: a tipo variable												
2006	2.604	1.508	605	115	312	64	717	406	216	31	49	15
2007	2.983	1.609	852	126	338	58	798	368	341	33	51	5
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	2.867	1.605	741	127	336	57	137	71	51	7	8	1
IV	2.983	1.609	852	126	338	58	220	82	131	7	8	3
2007 Sep	2.867	1.605	741	127	336	57	46	28	14	1	4	0
Oct	2.902	1.607	770	125	342	58	74	28	35	3	6	1
Nov	2.920	1.607	790	124	343	57	47	19	26	1	2	0
Dic	2.983	1.609	852	126	338	58	100	25	70	3	0	1

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 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

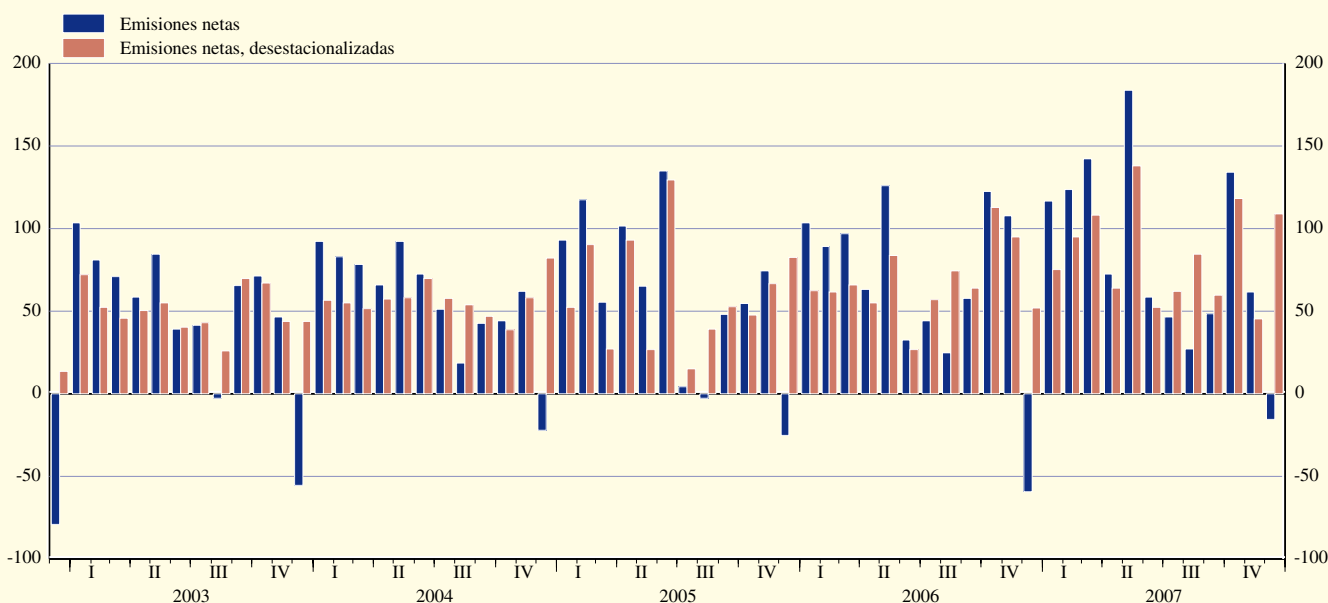
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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												
2006	808,5	419,1	244,1	32,6	90,5	22,3	810,2	424,5	240,4	32,8	90,1	22,3
2007	999,4	482,3	328,8	56,8	120,7	10,8	1.010,6	492,6	324,2	59,5	123,5	10,8
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	314,6	105,1	61,2	36,3	112,1	-0,1	253,8	113,4	47,7	28,1	65,4	-0,9
III	121,9	97,1	37,3	-3,7	-11,1	2,3	206,3	122,6	65,6	3,4	8,4	6,3
IV	180,2	93,0	134,3	11,2	-63,1	4,8	272,2	134,2	97,4	17,4	20,4	2,8
2007 Sep	48,3	30,1	0,9	-3,5	18,1	2,6	59,8	40,3	6,1	1,4	8,3	3,7
Oct	134,2	85,8	42,9	10,6	-9,8	4,6	118,1	61,7	39,9	5,9	6,2	4,4
Nov	61,6	18,3	22,3	4,4	14,5	2,1	45,4	19,9	13,2	5,0	8,4	-1,1
Dic	-15,5	-11,1	69,1	-3,8	-67,8	-1,9	108,8	52,7	44,4	6,4	5,8	-0,5
A largo plazo												
2006	759,2	346,5	238,7	29,2	121,5	23,3	759,2	348,4	235,2	29,0	123,3	23,3
2007	733,7	281,1	323,1	29,6	92,0	8,0	731,3	282,9	318,7	29,6	92,4	7,9
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	39,3	14,1	39,0	-0,3	-14,0	0,4	109,1	27,8	67,7	2,3	7,0	4,2
IV	151,3	25,3	125,4	6,7	-11,0	4,8	184,2	51,5	88,8	4,0	37,0	2,8
2007 Sep	16,4	-7,0	2,1	-1,1	21,6	0,9	11,9	-9,4	7,1	0,3	12,3	1,7
Oct	60,2	33,0	36,7	1,2	-14,9	4,2	68,6	30,4	32,8	-0,6	2,2	3,9
Nov	52,4	3,9	22,3	3,9	20,7	1,6	32,8	5,6	13,5	3,7	11,4	-1,5
Dic	38,6	-11,6	66,5	1,5	-16,9	-0,9	82,7	15,5	42,5	0,9	23,4	0,4

CI6 Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar

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

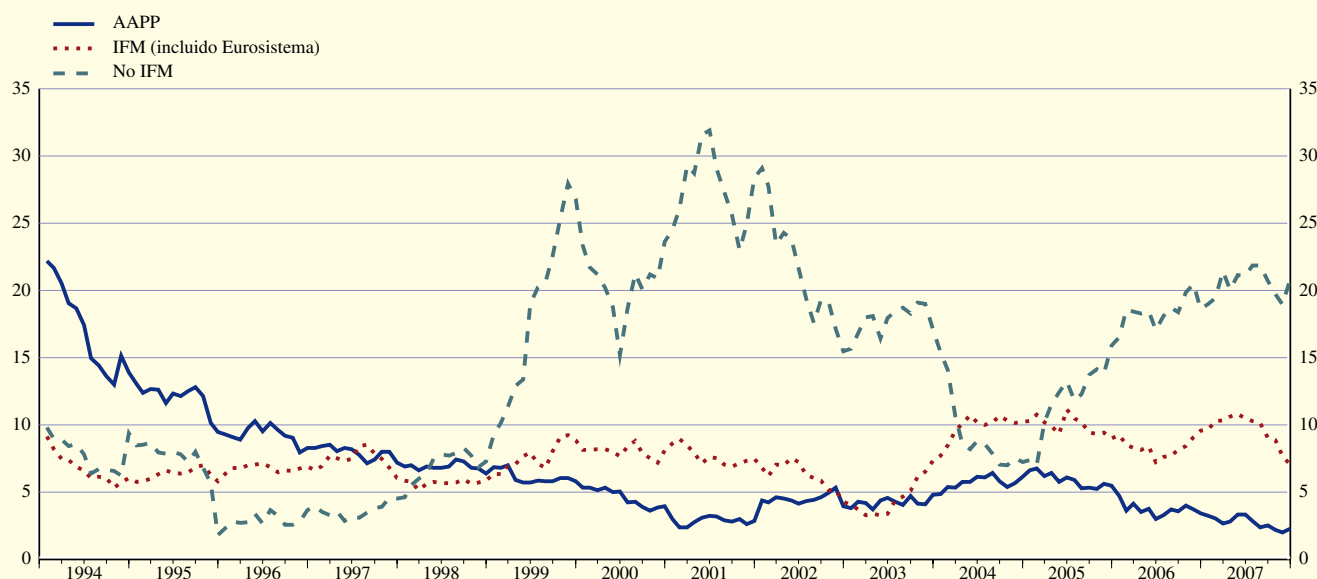


Fuente: BCE.

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 Euro-sistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
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	4,3
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
Mar	8,5	10,4	30,3	5,7	2,4	6,6	10,1	11,7	37,1	7,3	3,1	5,1
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
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
Jun	9,2	10,7	28,6	8,2	3,8	3,3	9,7	10,5	29,9	12,4	4,3	1,1
Jul	9,2	10,8	29,0	10,1	3,3	2,5	9,4	9,6	30,0	15,5	3,9	0,7
Ago	9,2	11,0	28,9	9,7	3,1	2,6	9,2	9,8	27,1	12,0	3,9	3,1
Sep	9,1	10,9	27,5	8,5	3,2	4,3	8,2	10,2	18,7	9,9	3,3	3,5
Oct	9,1	11,0	26,6	8,9	3,0	5,5	9,1	11,1	24,6	10,0	3,0	5,3
Nov	8,6	10,4	25,2	8,8	2,7	4,3	7,4	9,4	19,9	9,4	1,6	5,3
Dic	9,0	10,6	28,2	9,0	2,7	3,6	8,3	10,9	26,5	6,2	1,3	6,0
	A largo plazo											
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
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
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
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
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
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
Jul	8,8	10,3	29,4	7,2	2,9	2,7	8,3	9,2	30,7	8,3	2,1	0,6
Ago	8,6	10,1	29,3	7,0	2,4	2,7	7,6	7,9	27,7	7,9	2,1	2,8
Sep	8,0	9,0	28,0	6,2	2,4	3,5	6,2	6,1	19,5	6,7	2,8	2,0
Oct	7,7	8,8	26,5	5,8	2,0	4,6	6,5	5,9	24,0	5,7	2,4	3,7
Nov	7,0	7,7	25,1	6,0	1,9	3,1	5,0	4,3	19,4	6,0	1,3	3,4
Dic	7,3	7,0	28,0	5,5	2,3	2,7	5,6	3,8	25,7	2,3	2,1	4,7

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



Fuente: BCE.

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

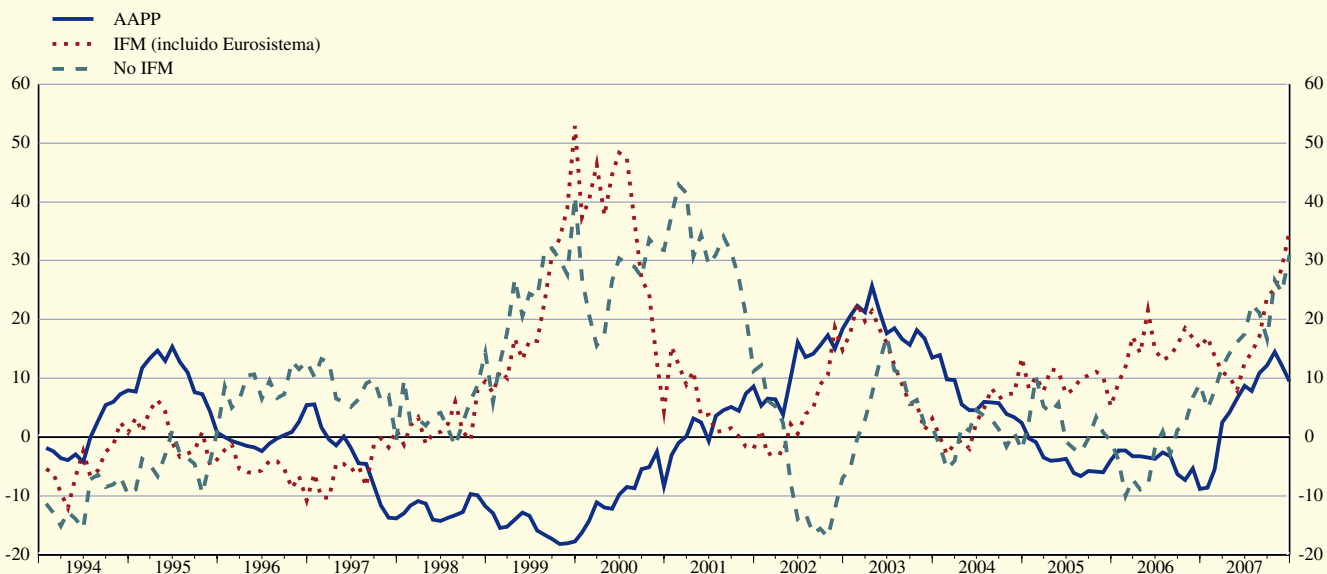
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2006	4,5	4,7	13,9	0,8	3,2	13,4	16,4	11,8	41,1	28,0	5,0	4,5
2007	5,2	7,1	17,8	3,8	2,4	6,6	15,7	11,1	37,2	18,2	3,8	-1,8
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	39,3	19,5	4,4	-4,7
IV	4,5	6,7	13,6	5,0	1,8	6,3	14,7	9,0	37,7	13,2	4,8	-6,5
2007 Jul	5,4	8,3	17,6	4,9	2,2	4,8	16,6	11,0	40,0	20,2	6,3	-5,5
Ago	5,3	8,2	18,4	5,1	1,9	4,7	16,0	11,1	39,0	19,1	3,0	-5,0
Sep	5,1	6,8	16,7	4,2	2,5	5,6	15,3	10,6	38,0	18,7	1,3	-4,3
Oct	4,6	6,9	13,9	5,1	1,7	6,8	15,3	9,9	37,6	13,0	4,9	-3,4
Nov	4,3	6,5	12,7	5,3	1,7	6,4	13,8	8,3	35,6	12,8	4,6	-9,3
Dic	4,3	6,7	11,7	5,1	1,7	5,8	15,0	7,0	41,7	9,5	8,3	-8,9
En euros												
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
2007	4,6	6,4	14,6	2,2	2,7	6,7	15,0	10,2	34,9	18,2	3,9	-2,4
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	15,6	10,3	37,5	18,7	4,5	-5,6
IV	4,1	6,2	11,5	3,7	2,1	6,6	14,5	8,6	36,2	12,1	4,9	-7,2
2007 Jul	4,8	7,4	14,9	3,7	2,4	4,9	15,9	10,0	38,2	19,4	6,4	-6,4
Ago	4,6	7,4	15,3	3,9	2,1	5,0	15,5	10,5	37,2	18,0	3,2	-6,0
Sep	4,5	5,9	13,6	2,4	2,9	5,9	14,7	9,8	36,3	17,7	1,5	-5,2
Oct	4,1	6,3	12,0	3,4	1,9	7,1	14,9	9,5	35,7	11,7	5,1	-4,2
Nov	4,0	6,1	10,7	4,3	1,9	6,8	13,6	8,1	33,8	11,6	4,8	-10,0
Dic	3,9	6,2	10,0	4,3	1,9	6,1	15,4	6,8	41,6	8,6	8,6	-9,0

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)

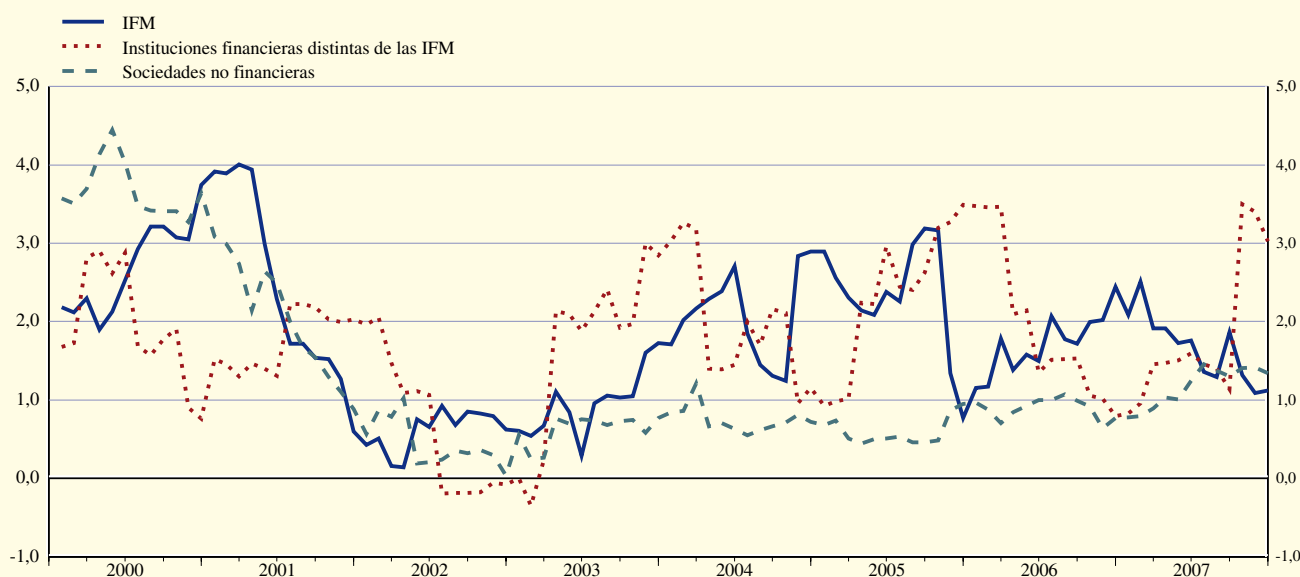
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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 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	6.343,4	104,6	1,0	1.107,3	2,1	645,1	0,8	4.591,0	0,8
Feb	6.258,8	104,7	1,1	1.077,3	2,5	636,7	1,0	4.544,9	0,8
Mar	6.484,7	104,8	1,1	1.095,9	1,9	648,1	1,5	4.740,7	0,9
Abr	6.733,1	105,0	1,2	1.152,2	1,9	674,2	1,5	4.906,7	1,0
May	7.011,4	105,1	1,2	1.157,2	1,7	687,5	1,5	5.166,7	1,0
Jun	6.932,5	105,4	1,4	1.111,2	1,8	675,7	1,6	5.145,6	1,2
Jul	6.700,6	105,6	1,4	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	1,3	627,8	3,5	5.222,3	1,4
Nov	6.590,2	106,0	1,5	1.013,9	1,1	577,9	3,4	4.998,4	1,4
Dic	6.547,2	106,2	1,5	999,1	1,1	577,7	3,0	4.970,4	1,3

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

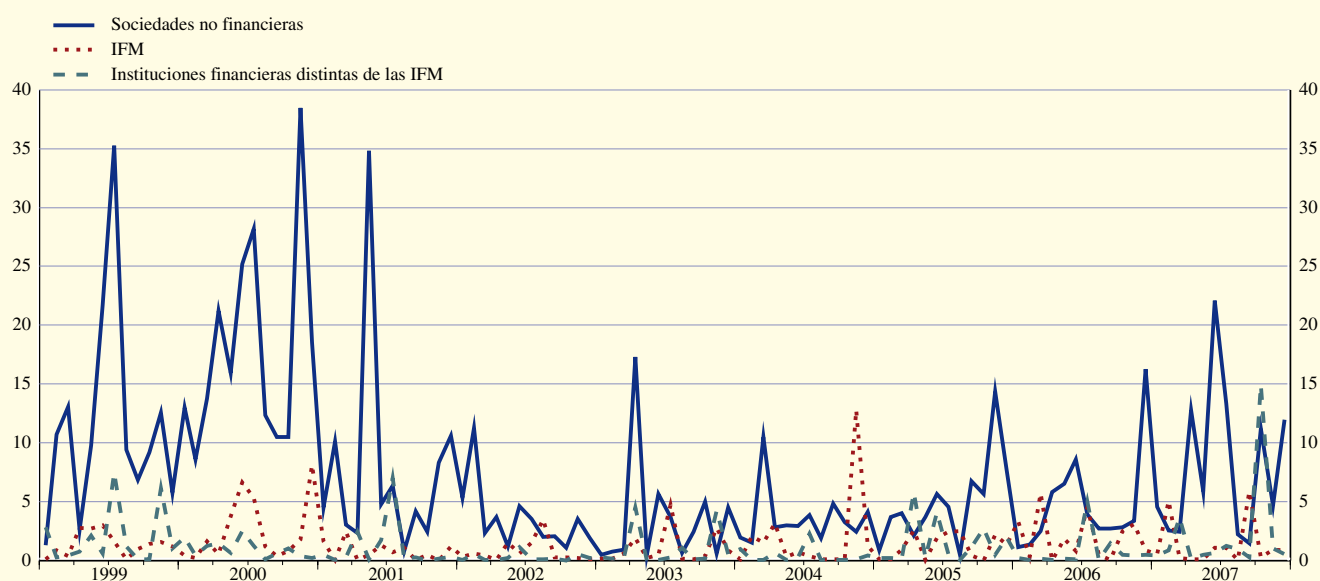
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2005 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	4,5	3,8	0,7
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	22,2	1,0	0,0	1,0	0,6	0,0	0,6	22,1	1,6	20,5
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	8,0	18,3	0,3	3,2	-3,0	14,9	0,5	14,4	11,2	4,3	6,9
Nov	6,5	3,3	3,2	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	4,7	2,0	2,7
Dic	13,3	4,4	8,9	0,9	0,0	0,9	0,5	2,2	-1,6	12,0	2,3	9,7

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007 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)

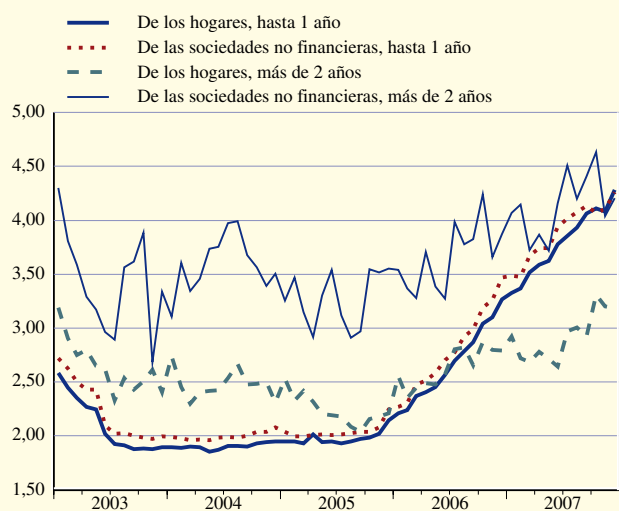
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8		9
2007 Ene	0,98	2,99	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

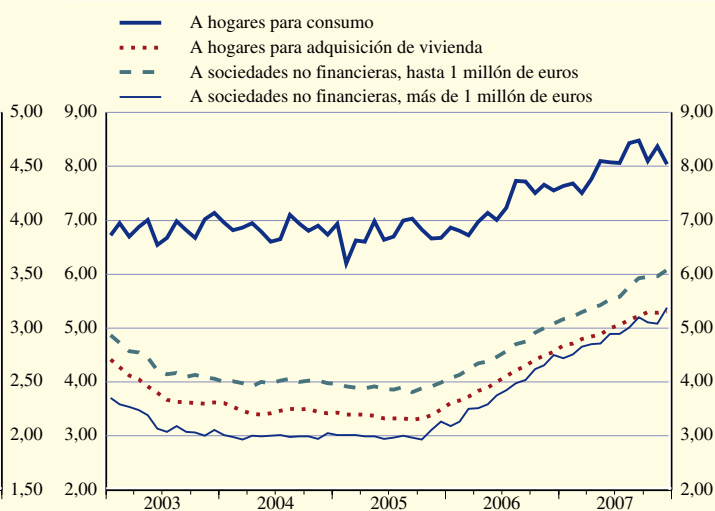
C21 Nuevos depósitos a plazo

(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)

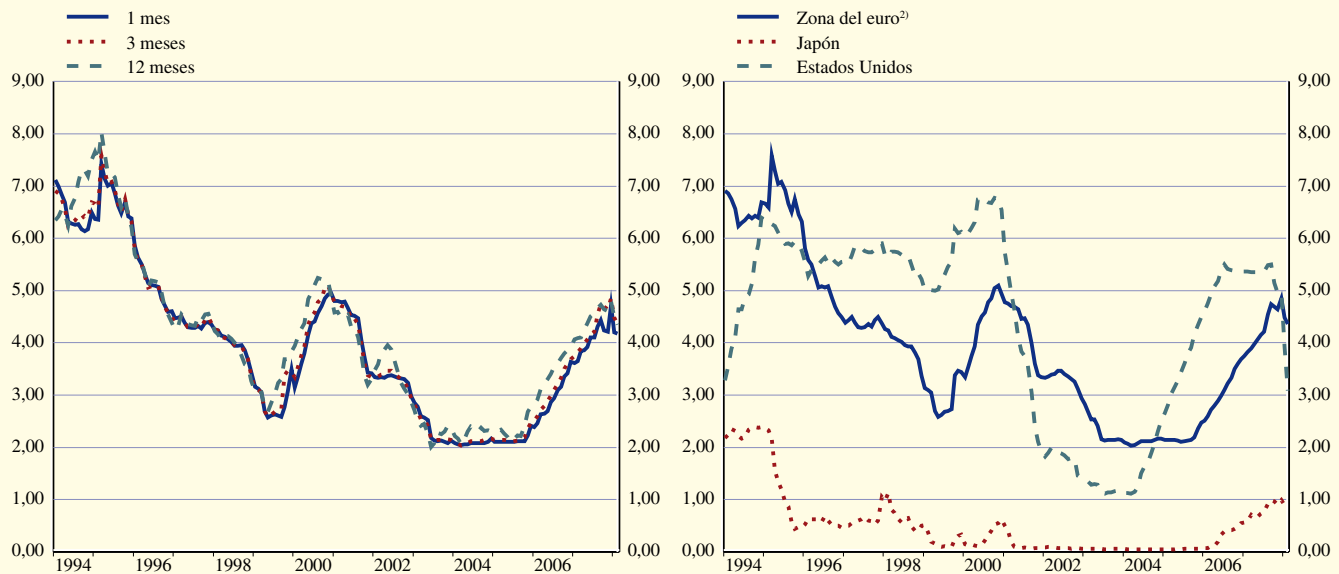
	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
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 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	4,48	4,50	4,50	3,92	0,89
Feb	4,03	4,18	4,36	4,36	4,35	3,09	0,90

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.

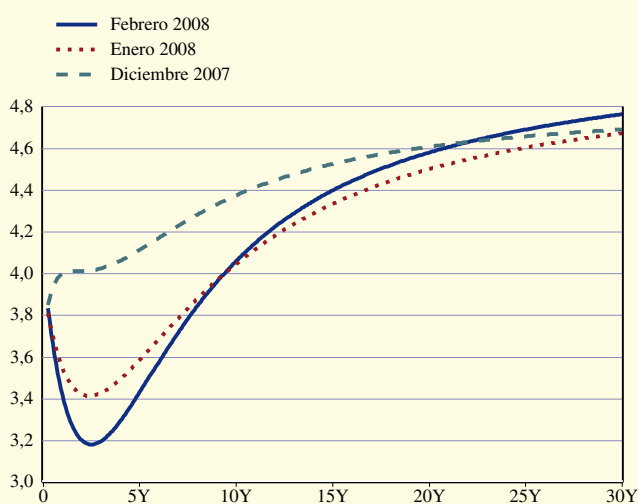
2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro¹⁾

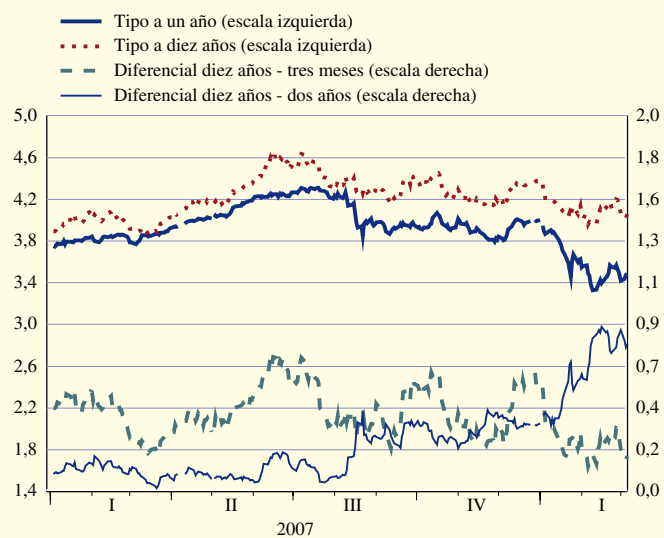
(deuda de las administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	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
Feb	3,83	3,42	3,20	3,43	3,72	4,06	0,23	0,86	3,04	3,03	4,16	4,99

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.

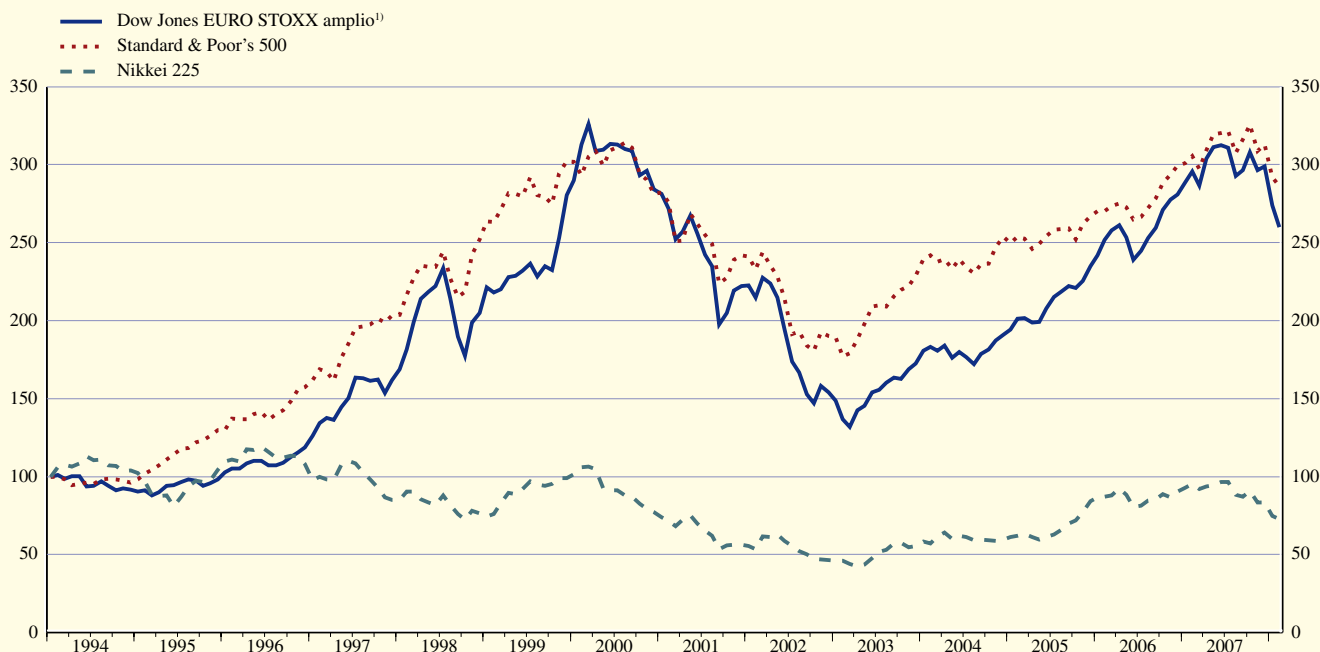
4.8 Índices bursátiles

(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 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
Feb	360,6	3.776,6	520,7	194,0	323,8	407,6	311,9	417,7	356,2	573,9	493,2	452,6	1.354,6	13.522,6

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo¹⁾

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
% del total ³⁾	100,0	100,0	82,6	59,1	40,9	100,0	11,9	7,6	29,8	9,8	40,9	87,8	12,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	1,9	3,6
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,6
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,2	2,0
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	2,7
2007 I	102,9	1,9	1,9	1,6	2,4	0,5	0,3	0,1	0,3	1,0	0,7	1,8	2,4
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	2,1
III	104,4	1,9	2,0	1,5	2,5	0,6	1,1	0,9	0,2	0,7	0,6	1,9	1,7
IV	105,7	2,9	2,3	3,2	2,5	1,0	2,5	1,2	0,3	2,9	0,6	3,1	1,8
2007 Sep	104,7	2,1	2,0	1,9	2,5	0,2	0,7	0,3	0,1	0,6	0,1	2,2	1,7
Oct	105,2	2,6	2,1	2,6	2,5	0,4	1,1	0,6	0,1	0,6	0,2	2,7	1,8
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	1,8
Dic	106,2	3,1	2,3	3,4	2,5	0,2	0,6	0,1	0,0	-0,3	0,3	3,3	1,8
2008 Ene ⁴⁾	105,8	3,2	2,3	3,7	2,5	0,3	0,9	0,4	-0,2	1,6	0,2	3,4	2,1
Feb 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⁾	19,5	11,9	7,6	39,6	29,8	9,8	10,0	6,0	6,1	3,3	14,7	6,8
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
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 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
2008 Ene	4,8	5,8	3,3	3,1	0,7	10,6	2,6	1,9	3,1	-2,9	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 2008.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales que abarcan normalmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre el precio de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales, de la construcción, de los inmuebles residenciales y de las materias primas

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	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⁾	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6	100,0	32,8			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	105,8	2,3	2,6	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	4,0	4,1	7,5	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,9	2,9	1,4	1,1	1,3	1,1	13,6	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	5,9	2,0	1,6	2,0	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	4,0	4,5	3,2	3,7	1,5	3,6	1,9	3,9	6,9	.	.	23,5	1,6	61,0
2007 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	3,2	3,6	1,5	3,7	1,9	4,0	8,0	-	-	26,9	-0,1	62,8
Dic	121,7	4,3	4,8	3,2	3,5	1,5	3,9	1,9	4,3	8,5	-	-	24,1	1,4	62,8
2008 Ene	122,6	4,9	5,1	3,3	3,7	1,3	4,2	2,1	4,6	10,6	-	-	37,5	10,4	62,4
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	37,2	15,0	64,0

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁸⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	113,7	2,5	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	3,4	2,1	2,2	2,3
2007	.	.	.	.	.	.	.	2,1
2006 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
IV	.	.	.	.	.	.	.	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	0,5	3,4	2,0	1,8	3,2	
2004	107,8	1,1	-9,5	-0,6	3,5	0,3	2,5	2,1	
2005	108,9	1,0	7,0	-1,0	3,3	0,6	1,7	1,8	
2006	109,8	0,9	1,0	-0,8	1,5	0,1	2,0	2,4	
2006 III	109,8	1,2	3,0	-0,4	1,7	-0,3	2,5	2,6	
IV	109,8	0,2	-0,6	-1,1	2,4	-0,4	2,0	0,9	
2007 I	110,7	0,9	-0,4	-1,0	2,0	-0,3	3,4	2,0	
II	111,4	1,3	0,7	0,2	6,1	0,4	3,3	0,7	
III	111,3	1,3	0,6	-0,9	6,0	0,9	2,7	1,8	
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	0,3	-3,7	1,8	-0,3	-0,1	0,7	-0,6	
2004	102,0	1,0	11,9	3,4	-0,5	1,1	-0,6	0,2	
2005	102,8	0,8	-5,2	2,5	-0,8	1,1	0,3	0,1	
2006	104,2	1,4	0,2	4,1	1,8	1,6	-0,4	-0,3	
2006 III	104,4	1,3	-0,5	4,0	1,7	1,6	-0,7	0,0	
IV	104,8	1,6	3,4	4,3	1,0	2,3	-0,4	-0,4	
2007 I	105,0	1,3	3,7	3,6	1,4	1,7	-0,9	0,2	
II	104,7	0,6	4,0	3,2	-2,9	0,9	-1,5	0,2	
III	105,1	0,7	3,9	3,9	-2,6	0,3	-1,0	-0,1	

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	109,4	1,9	2,1	2,1	2,2	2,4	1,0	1,4
2005	111,5	1,9	2,3	2,1	2,5	2,4	2,5	3,6
2006	113,6	1,9	2,3	2,2	1,9	2,7	2,7	3,8
2007	116,1	2,2	2,1	1,9	1,2	2,9	1,7	1,4
2006 IV	114,4	1,7	1,7	1,8	0,3	2,8	1,9	1,9
2007 I	115,1	2,1	1,7	1,7	1,1	3,2	1,6	0,6
II	115,9	2,2	1,9	1,7	0,4	3,1	1,9	1,0
III	116,4	2,2	1,9	1,6	1,2	2,8	1,5	0,9
IV	117,0	2,3	2,8	2,5	1,9	2,6	1,8	3,0

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	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2004	7.775,8	7.616,7	4.450,1	1.587,1	1.573,3	6,2	159,1	2.844,5	2.685,5
2005	8.057,3	7.940,3	4.615,4	1.651,6	1.660,0	13,4	117,0	3.057,6	2.940,6
2006	8.445,0	8.344,0	4.802,3	1.717,6	1.795,4	28,7	101,0	3.392,5	3.291,5
2007	8.853,0	8.706,7	4.961,7	1.773,8	1.936,2	35,0	146,4	3.655,2	3.508,9
2006 IV	2.149,3	2.110,3	1.215,1	432,3	463,4	-0,4	38,9	879,4	840,5
2007 I	2.179,7	2.145,0	1.220,3	438,7	476,1	9,9	34,7	890,5	855,8
II	2.200,5	2.160,9	1.235,2	440,7	479,6	5,4	39,6	904,8	865,3
III	2.226,2	2.190,1	1.246,6	445,9	487,2	10,3	36,1	925,6	889,5
IV	2.246,6	2.210,6	1.259,6	448,5	493,2	9,3	36,0	934,3	898,3
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2007	100,0	98,3	56,0	20,0	21,9	0,4	1,7	-	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2006 IV	0,8	0,2	0,4	0,3	1,6	-	-	3,1	1,7
2007 I	0,8	1,0	0,0	1,1	1,7	-	-	0,9	1,4
II	0,3	0,1	0,6	0,2	0,0	-	-	0,8	0,3
III	0,7	0,9	0,5	0,7	1,2	-	-	2,1	2,5
IV	0,4	0,0	-0,1	-0,1	0,8	-	-	0,5	-0,4
<i>tasas de variación interanual</i>									
2004	2,1	1,9	1,6	1,4	2,3	-	-	7,2	6,9
2005	1,6	1,8	1,5	1,5	2,9	-	-	4,7	5,4
2006	2,8	2,6	1,7	2,0	5,0	-	-	7,9	7,7
2007	2,6	2,2	1,7	2,4	4,4	-	-	5,9	5,1
2006 IV	3,2	2,4	2,1	2,2	5,7	-	-	9,0	7,1
2007 I	3,1	2,9	1,4	2,2	6,9	-	-	6,6	6,0
II	2,4	2,0	1,6	2,1	4,1	-	-	5,8	5,0
III	2,6	2,1	1,6	2,2	4,5	-	-	7,1	5,9
IV	2,2	1,9	1,1	1,8	3,7	-	-	4,4	3,8
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2006 IV	0,8	0,2	0,2	0,1	0,3	-0,5	0,6	-	-
2007 I	0,8	1,0	0,0	0,2	0,4	0,4	-0,2	-	-
II	0,3	0,1	0,4	0,0	0,0	-0,3	0,2	-	-
III	0,7	0,9	0,3	0,1	0,3	0,2	-0,1	-	-
IV	0,4	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,4	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>									
2004	2,1	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,6	1,7	0,9	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2006	2,8	2,6	1,0	0,4	1,0	0,1	0,2	-	-
2007	2,6	2,2	1,0	0,5	0,9	-0,2	0,4	-	-
2006 IV	3,2	2,4	1,2	0,5	1,2	-0,4	0,8	-	-
2007 I	3,1	2,8	0,8	0,4	1,4	0,1	0,3	-	-
II	2,4	2,0	0,9	0,4	0,9	-0,2	0,4	-	-
III	2,6	2,1	0,9	0,5	1,0	-0,2	0,5	-	-
IV	2,2	1,9	0,6	0,4	0,8	0,1	0,3	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2004	6.979,9	153,7	1.430,5	412,6	1.479,3	1.909,2	1.594,5	795,9
2005	7.218,8	142,3	1.462,3	439,5	1.518,4	1.999,6	1.656,8	838,5
2006	7.540,0	138,9	1.525,4	481,9	1.570,8	2.104,9	1.718,1	905,0
2007	7.896,7	150,7	1.610,4	521,3	1.629,2	2.213,6	1.771,4	956,4
2006 IV	1.916,6	35,4	388,6	124,9	399,7	535,0	433,0	232,7
2007 I	1.942,1	35,9	396,1	128,8	402,4	541,3	437,5	237,6
II	1.962,9	36,4	401,5	129,1	405,9	549,1	440,9	237,7
III	1.989,3	38,8	406,5	131,2	410,5	557,0	445,2	236,9
IV	2.002,5	39,6	406,3	132,2	410,4	566,2	447,8	244,1
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2007	100,0	1,9	20,4	6,6	20,6	28,0	22,4	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior)¹⁾								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2006 IV	0,7	0,7	0,9	1,2	0,7	0,8	0,2	1,6
2007 I	0,9	2,1	1,2	1,8	0,6	0,9	0,5	0,0
II	0,4	-1,0	0,6	-1,4	0,6	0,7	0,3	-0,7
III	0,7	-0,3	1,4	0,4	0,9	0,7	0,2	0,9
IV	0,4	1,2	0,4	0,2	0,0	0,8	0,3	0,2
<i>tasas de variación interanual</i>								
2004	2,2	10,5	2,7	0,9	2,6	1,7	1,5	1,0
2005	1,6	-6,1	0,9	1,6	1,7	2,7	1,5	1,6
2006	2,7	-1,3	3,5	4,4	2,9	3,0	1,3	3,1
2007	2,7	2,3	3,6	3,3	2,8	3,1	1,2	1,6
2006 IV	3,2	0,8	4,2	5,2	3,7	3,4	1,2	3,3
2007 I	3,2	2,8	3,8	7,1	3,3	3,4	1,3	2,5
II	2,5	1,6	3,4	2,5	2,7	2,8	1,3	1,4
III	2,7	1,6	4,1	2,0	2,7	3,1	1,2	1,9
IV	2,4	2,1	3,7	1,0	2,1	3,0	1,3	0,5
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2006 IV	0,7	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2007 I	0,9	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	-
II	0,4	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	-
III	0,7	0,0	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1	-
IV	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2004	2,2	0,2	0,6	0,1	0,5	0,5	0,3	-
2005	1,6	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,7	0,3	-
2006	2,7	0,0	0,7	0,3	0,6	0,8	0,3	-
2007	2,7	0,0	0,7	0,2	0,6	0,9	0,3	-
2006 IV	3,2	0,0	0,8	0,3	0,8	0,9	0,3	-
2007 I	3,2	0,1	0,8	0,4	0,7	0,9	0,3	-
II	2,5	0,0	0,7	0,2	0,6	0,8	0,3	-
III	2,7	0,0	0,8	0,1	0,6	0,9	0,3	-
IV	2,4	0,0	0,7	0,1	0,4	0,8	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	Total
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	1,3	103,9	1,3	1,3	1,1	0,8	2,8	0,4	-1,0	0,7	1,4	0,4
2006	4,1	108,1	4,0	4,4	4,4	4,9	6,0	2,5	4,2	2,2	0,9	4,1
2007	3,5	111,8	3,4	4,0	3,9	3,8	5,8	2,5	1,2	2,7	-0,4	3,6
2007 I	4,8	110,7	4,0	5,9	6,0	6,7	7,0	4,0	4,2	3,9	-7,5	11,0
II	3,0	111,1	2,8	3,3	3,2	3,2	4,8	2,1	1,3	2,2	-0,5	3,1
III	3,9	112,7	4,0	4,3	4,2	3,5	6,7	3,2	2,2	3,4	1,4	2,2
IV	2,6	112,8	3,0	2,5	2,3	1,8	4,9	0,8	-2,4	1,4	5,7	-0,2
2007 Jul	4,1	112,1	4,1	4,8	4,8	4,2	7,3	2,9	1,7	3,2	-1,1	3,1
Ago	4,5	113,5	4,6	4,9	4,9	3,5	7,6	5,1	4,6	5,2	1,7	2,9
Sep	3,2	112,4	3,4	3,2	3,1	2,8	5,4	1,9	1,2	2,0	3,9	0,8
Oct	4,3	113,1	4,3	4,0	3,8	3,2	7,1	2,0	0,5	2,2	6,7	3,1
Nov	2,7	112,7	3,1	2,4	2,2	1,9	5,0	0,8	-3,6	1,5	6,2	-0,8
Dic	0,8	112,5	1,4	1,0	0,6	0,2	2,6	-0,4	-4,4	0,2	4,5	-3,3
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2007 Jul	0,7	-	0,6	0,7	0,7	0,4	1,3	0,3	-0,3	0,4	0,0	0,3
Ago	1,0	-	1,2	1,2	1,2	1,2	1,4	1,8	3,7	1,4	0,8	-0,1
Sep	-0,9	-	-0,9	-1,3	-1,4	-1,4	-1,3	-1,7	-3,8	-1,3	0,6	-0,3
Oct	0,8	-	0,6	0,6	0,5	0,6	1,0	0,2	-0,1	0,2	0,5	0,6
Nov	-0,6	-	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,2	-0,4	-2,0	-0,2	0,3	-1,0
Dic	-0,1	-	-0,2	0,0	0,0	0,3	-0,7	-0,1	0,0	-0,1	0,6	-0,6

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	1,2	0,7	1,7	2,3	1,2	943	1,5
2006	119,3	9,3	118,9	7,3	2,8	108,3	1,5	0,2	2,4	2,6	4,1	975	3,3
2007	128,6	8,1	126,2	6,4	2,3	109,2	0,8	-0,4	1,6	2,9	1,6	964	-1,1
2007 I	125,2	7,8	124,5	7,6	2,7	109,2	1,6	0,4	2,7	4,2	4,3	956	-1,7
II	129,1	10,2	126,0	6,4	2,2	109,2	1,0	-0,2	1,7	3,1	2,5	953	-1,9
III	128,8	6,4	127,5	6,3	2,5	109,7	1,3	-0,6	2,6	5,4	2,3	962	0,7
IV	131,3	8,0	127,0	5,2	1,7	108,8	-0,7	-1,2	-0,4	-0,2	-1,8	985	-1,0
2007 Ago	129,1	5,3	128,3	6,4	2,2	109,6	1,1	0,2	1,4	0,9	2,0	962	0,7
Sep	127,9	2,3	126,6	2,6	2,8	109,9	1,5	-0,1	2,6	9,4	0,7	972	0,3
Oct	131,3	10,8	127,5	9,4	3,0	109,2	0,8	0,5	1,1	1,8	-0,3	964	-0,2
Nov	133,9	11,4	128,1	4,7	1,7	108,7	-0,7	-1,1	-0,7	-1,0	-2,5	957	-3,8
Dic	128,7	1,6	125,3	1,4	0,8	108,5	-1,8	-2,5	-1,3	-1,2	-2,3	1.035	0,9
2008 Ene	.	.	.	.	3,0	108,9	-0,1	-1,0	0,4	.	.	950	-1,3
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2007 Ago	-	-0,3	-	0,6	0,1	-	-0,1	0,1	-0,3	-0,4	0,3	-	1,0
Sep	-	-0,9	-	-1,3	0,5	-	0,2	0,3	0,1	2,0	-1,3	-	1,1
Oct	-	2,7	-	0,7	-0,2	-	-0,6	-0,4	-0,6	-3,1	-0,5	-	-0,9
Nov	-	1,9	-	0,5	-0,2	-	-0,5	-0,7	-0,4	-0,6	-0,8	-	-0,7
Dic	-	-3,9	-	-2,1	0,2	-	-0,1	-0,5	0,0	0,3	0,6	-	8,1
2008 Ene	-	.	-	.	0,8	-	0,4	0,6	0,4	.	.	-	-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 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
Feb	100,1	0	-2	7	9	-	-12	-7	-18	12	-12

	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 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	-13	1	-3	-2	18	10	13	6	12	19
Feb	-7	-13	-1	1	5	16	14	10	3	13	13

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		78,1		21,9		49,7		50,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	13,091	8,8	10,151	7,7	2,940	17,0	6,549	7,9	6,542	9,9
2005	13,316	8,8	10,363	7,8	2,953	17,2	6,711	8,0	6,605	9,9
2006	12,517	8,2	9,781	7,2	2,736	16,1	6,214	7,4	6,302	9,3
2007	11,352	7,4	8,880	6,5	2,472	14,8	5,599	6,6	5,753	8,4
2006 IV	12,004	7,9	9,337	6,9	2,666	15,8	5,926	7,0	6,077	8,9
2007 I	11,610	7,6	9,098	6,7	2,512	15,0	5,683	6,7	5,927	8,7
II	11,408	7,4	8,950	6,6	2,459	14,7	5,593	6,6	5,816	8,5
III	11,273	7,3	8,822	6,4	2,451	14,6	5,587	6,6	5,686	8,3
IV	11,082	7,2	8,680	6,3	2,402	14,4	5,531	6,5	5,551	8,1
2007 Ago	11,292	7,3	8,835	6,5	2,457	14,6	5,597	6,6	5,695	8,3
Sep	11,196	7,3	8,762	6,4	2,434	14,5	5,558	6,5	5,638	8,2
Oct	11,154	7,2	8,737	6,4	2,417	14,5	5,555	6,5	5,599	8,1
Nov	11,079	7,2	8,679	6,3	2,400	14,4	5,532	6,5	5,547	8,1
Dic	11,012	7,1	8,625	6,3	2,387	14,3	5,505	6,5	5,507	8,0
2008 Jan.	10,944	7,1	8,576	6,2	2,368	14,2	5,467	6,4	5,477	7,9

Fuente: Eurostat.

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

2) En el año 2006.

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

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

FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Total		Recursos corrientes									Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuest. directos	Hogares		Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital	
				3	4										5	6	7	8	9	10	11	12	13
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

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios ³⁾	
	1	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		
														2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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
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⁾											Otros ¹⁰⁾
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones 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⁾

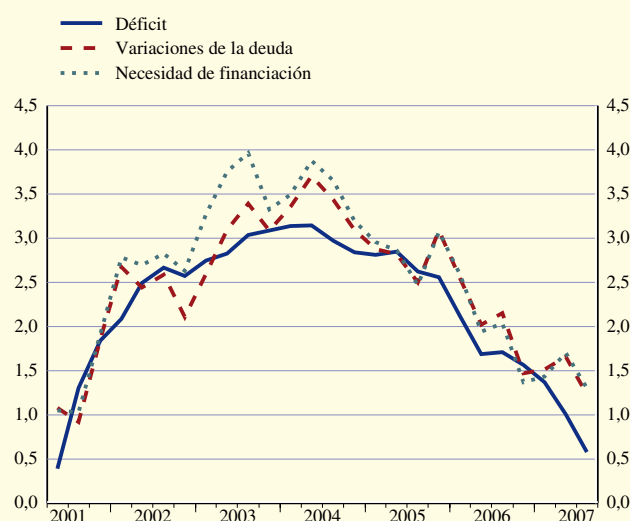
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2004 IV	69,5	2,2	11,9	5,0	50,5
2005 I	70,9	2,2	11,9	5,2	51,5
II	71,6	2,3	11,7	5,2	52,4
III	71,1	2,4	11,8	5,2	51,8
IV	70,3	2,4	11,8	4,7	51,4
2006 I	70,7	2,5	11,7	4,9	51,5
II	70,8	2,5	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

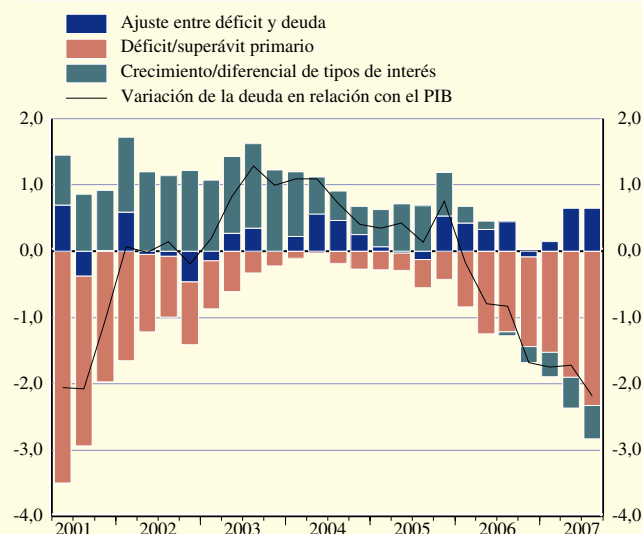
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(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

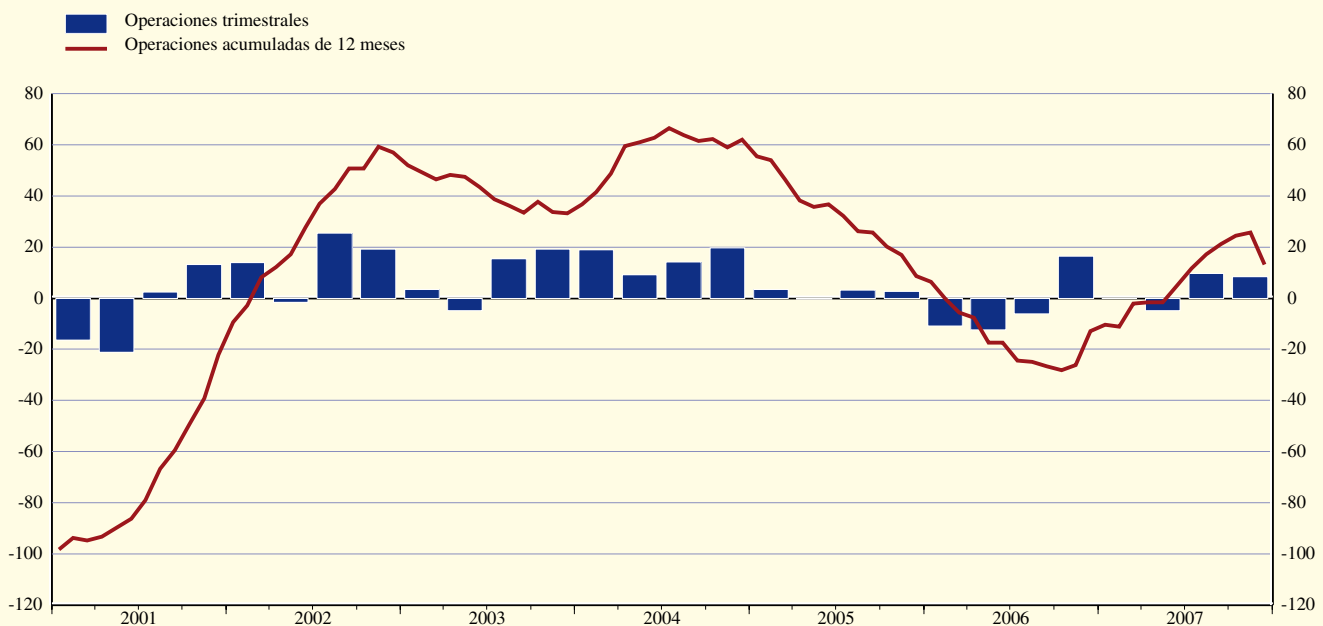
7.1 Resumen de la balanza de pagos¹⁾

(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
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
2007	13,1	60,7	42,4	-6,6	-83,4	14,7	27,8	1,5	-108,4	232,5	-123,2	5,5	-4,9	-29,3
2006 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
IV	8,4	13,6	7,6	7,8	-20,5	6,0	14,4	-117,4	10,8	-45,9	-51,1	-35,6	4,5	102,9
2006 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	2,7	6,3	2,3	1,0	-6,9	1,1	3,8	-13,1	10,6	8,7	-31,6	-1,0	0,2	9,3
Dic	1,9	-1,5	2,2	4,5	-3,3	3,6	5,6	-23,6	-21,0	1,5	-12,6	3,7	4,8	18,1
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2007 Dic	13,1	60,7	42,4	-6,6	-83,4	14,7	27,8	1,5	-108,4	232,5	-123,2	5,5	-4,9	-29,3

C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

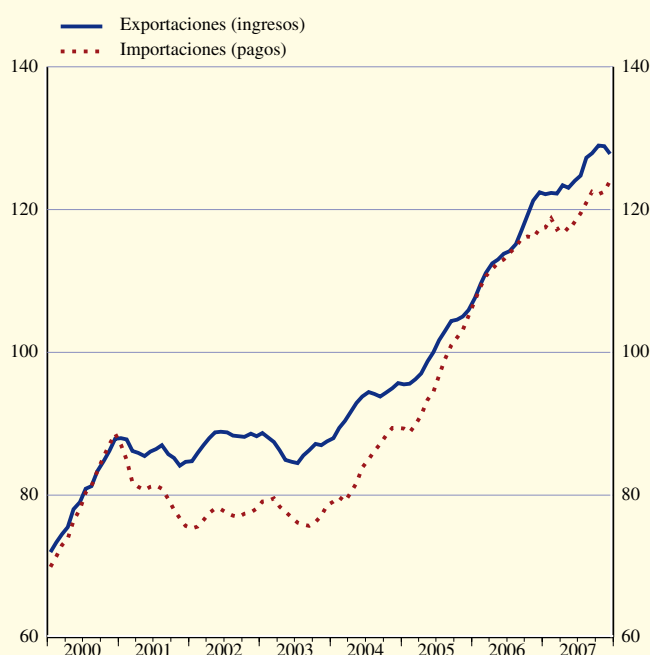
(mm de euros; operaciones)

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

	Cuenta corriente													Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes				Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
											Remesas trabajad.		Remesas trabajad.		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2005	2.071,2	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
2007	2.591,7	2.578,6	13,1	1.505,1	1.444,4	465,5	423,1	535,2	541,8	85,8	-	169,2	-	25,9	11,3
2006 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
IV	678,4	670,0	8,4	395,2	381,6	119,0	111,5	139,6	131,9	24,6	-	45,1	-	9,1	3,2
2007 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	223,7	221,1	2,7	136,4	130,1	37,5	35,2	44,7	43,7	5,2	-	12,1	-	2,2	1,1
Dic	224,0	222,1	1,9	118,3	119,7	40,6	38,4	50,1	45,6	15,1	-	18,4	-	4,9	1,3
	Datos desestacionalizados														
2006 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	-	-	-
IV	656,1	661,0	-4,9	383,3	372,0	118,0	109,1	136,1	135,1	18,8	-	44,8	-	-	-
2007 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	221,1	218,8	2,3	128,8	122,9	39,3	35,8	47,5	47,3	5,5	-	12,9	-	-	-
Dic	213,5	223,7	-10,3	125,3	128,5	39,9	37,3	40,9	42,3	7,4	-	15,7	-	-	-

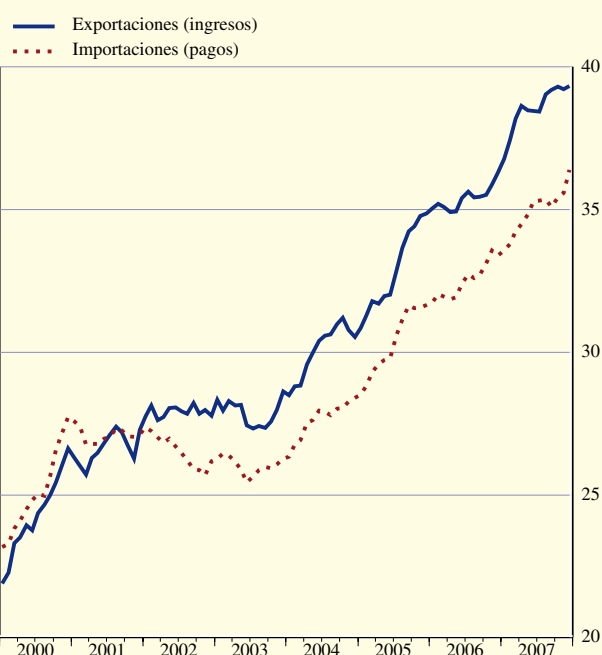
C31 Bienes

(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	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	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
Tranferencias 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	-
Tranferencias 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	-
Tranferencias 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 y otros flujos durante el período)

1. Resumen de la cuenta financiera

	Total ¹⁾			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2003	7.817,7	8.608,3	-790,7	104,4	115,0	-10,6	2.169,3	2.084,2	2.655,4	3.585,9	-19,8	2.706,1	2.938,3	306,7
2004	8.604,1	9.492,8	-888,7	110,5	121,9	-11,4	2.321,2	2.243,0	3.036,5	4.081,3	-37,3	3.002,7	3.168,5	281,0
2005	10.729,0	11.566,7	-837,7	133,1	143,5	-10,4	2.809,4	2.447,6	3.876,6	5.110,5	-46,1	3.769,1	4.008,6	320,1
2006	12.191,6	13.216,0	-1.024,4	144,4	156,6	-12,1	3.075,9	2.658,8	4.441,3	5.965,2	-43,5	4.392,0	4.592,0	325,8
2007 II	13.388,1	14.567,7	-1.179,6	154,8	168,5	-13,6	3.318,0	2.798,1	4.812,7	6.629,5	-11,4	4.943,5	5.140,1	325,3
III	13.624,6	14.923,5	-1.298,9	155,8	170,6	-14,9	3.374,0	2.876,9	4.820,4	6.684,7	-0,5	5.090,2	5.361,9	340,5
Variaciones de los saldos vivos														
2003	509,9	593,8	-83,9	6,8	7,9	-1,1	162,6	257,7	363,5	341,4	-7,2	50,4	-5,2	-59,4
2004	786,4	884,4	-98,0	10,1	11,4	-1,3	151,9	158,8	381,2	495,4	-17,5	296,6	230,2	-25,7
2005	2.124,9	2.073,9	51,0	26,4	25,7	0,6	488,2	204,6	840,0	1.029,2	-8,9	766,4	840,2	39,1
2006	1.462,6	1.649,3	-186,7	17,3	19,5	-2,2	266,5	211,2	564,7	854,8	2,7	623,0	583,4	5,7
2007 II	579,6	691,6	-112,0	26,3	31,4	-5,1	176,3	87,0	220,5	357,0	14,0	174,9	247,6	-6,2
III	236,5	355,9	-119,4	10,8	16,2	-5,4	56,0	78,8	7,8	55,2	10,9	146,7	221,8	15,2
Operaciones														
2003	664,7	649,5	15,2	8,9	8,7	0,2	146,8	136,5	281,5	337,2	13,8	250,4	175,7	-27,8
2004	814,4	797,6	16,8	10,5	10,2	0,2	163,1	96,3	344,7	416,8	8,3	310,7	284,5	-12,5
2005	1.332,8	1.357,0	-24,2	16,5	16,8	-0,3	355,4	146,7	412,1	553,4	16,4	566,8	656,9	-18,0
2006	1.589,6	1.707,6	-118,0	18,8	20,2	-1,4	334,3	197,9	535,0	811,4	-2,5	721,5	698,3	1,3
2007 II	482,2	505,8	-23,6	21,9	23,0	-1,1	111,6	44,7	153,0	225,4	23,2	190,3	235,7	4,2
III	407,3	497,9	-90,6	18,6	22,7	-4,1	109,4	71,6	34,0	110,2	32,5	227,8	316,1	3,6
IV	297,8	180,4	117,4	12,9	7,8	5,1	66,5	77,3	76,2	30,2	51,1	108,5	72,8	-4,5
2007 Ago	55,2	113,8	-58,6	.	.	.	27,9	28,3	-5,8	-3,9	8,4	25,6	89,5	-1,0
Sep	261,1	247,2	13,9	.	.	.	56,8	19,3	-7,1	41,8	11,1	198,7	186,1	1,6
Oct	236,3	155,7	80,6	.	.	.	24,0	45,3	68,2	12,1	6,9	136,7	98,3	0,5
Nov	163,0	149,9	13,1	.	.	.	20,8	31,3	35,2	43,9	31,6	75,7	74,7	-0,2
Dic	-101,6	-125,2	23,6	.	.	.	21,7	0,7	-27,3	-25,7	12,6	-103,9	-100,2	-4,8
Otros flujos														
2003	-154,8	-55,6	-99,2	-2,1	-0,7	-1,3	15,7	121,2	82,0	4,1	-21,0	-200,0	-180,9	-31,6
2004	-27,9	86,8	-114,7	-0,4	1,1	-1,5	-11,2	62,5	36,4	78,6	-25,8	-14,1	-54,3	-13,3
2005	792,1	716,9	75,2	9,8	8,9	0,9	132,8	57,9	427,9	475,8	-25,3	199,6	183,2	57,1
2006	-127,0	-58,2	-68,7	-1,5	-0,7	-0,8	-67,8	13,3	29,7	43,4	5,1	-98,5	-114,9	4,4
2007 II	97,4	185,8	-88,4	4,4	8,4	-4,0	64,7	42,3	67,6	131,6	-9,2	-15,4	11,9	-10,4
III	-170,8	-142,0	-28,8	-7,8	-6,5	-1,3	-53,4	7,2	-26,3	-55,0	-21,6	-81,2	-94,2	11,6
Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio														
2003	-433,2	-179,8	-253,4	-5,8	-2,4	-3,4	-101,8	26,9	-103,8	-49,8	.	-195,5	-156,9	-32,1
2004	-182,4	-138,1	-44,3	-2,3	-1,8	-0,6	-34,7	8,2	-67,3	-92,1	.	-71,0	-54,2	-9,4
2005	371,6	221,3	150,3	4,6	2,7	1,9	83,2	-20,9	120,5	125,5	.	149,3	116,8	18,7
2006	-292,2	-140,3	-151,9	-3,5	-1,7	-1,8	-65,9	14,4	-84,8	-51,1	.	-126,3	-103,6	-15,2
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2003	218,9	158,4	60,5	2,9	2,1	0,8	74,1	32,5	165,4	125,8	-21,0	.	.	0,4
2004	119,2	243,1	-123,9	1,5	3,1	-1,6	37,8	28,2	110,3	214,9	-25,8	.	.	-3,1
2005	287,1	351,4	-64,3	3,6	4,4	-0,8	74,0	55,8	196,2	295,6	-25,3	.	.	42,2
2006	317,8	272,1	45,7	3,8	3,2	0,5	75,6	46,2	220,7	225,9	5,1	.	.	16,4
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2003	59,5	-34,3	93,8	0,8	-0,5	1,3	43,4	61,7	20,4	-72,0	.	-4,5	-24,0	0,2
2004	35,3	-18,2	53,5	0,5	-0,2	0,7	-14,3	26,2	-6,5	-44,2	.	56,9	-0,2	-0,7
2005	133,4	144,3	-10,9	1,7	1,8	-0,1	-24,4	23,1	111,2	54,8	.	50,3	66,4	-3,7
2006	-152,6	-190,0	37,4	-1,8	-2,3	0,4	-77,5	-47,3	-106,2	-131,4	.	27,8	-11,3	3,3
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2003	9,2	8,2	.	.	.	.	7,4	7,4	12,4	10,5	.	9,5	6,1	-7,9
2004	10,3	9,2	.	.	.	.	7,5	4,6	12,8	11,4	.	11,4	9,6	-4,1
2005	15,0	13,9	.	.	.	.	14,9	6,5	13,0	13,1	.	18,3	20,1	-5,9
2006	15,0	14,9	.	.	.	.	12,1	8,1	13,9	16,0	.	19,4	17,6	0,3
2007 II	17,2	16,0	.	.	.	.	12,2	6,9	14,0	16,7	.	24,4	20,6	3,5
III	17,2	16,3	.	.	.	.	12,9	8,2	11,2	15,4	.	25,7	22,5	3,6
IV	14,9	13,7	.	.	.	.	12,3	10,2	9,2	10,7	.	20,5	19,7	1,5

Fuente: BCE.

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

7.3 Cuenta financiera

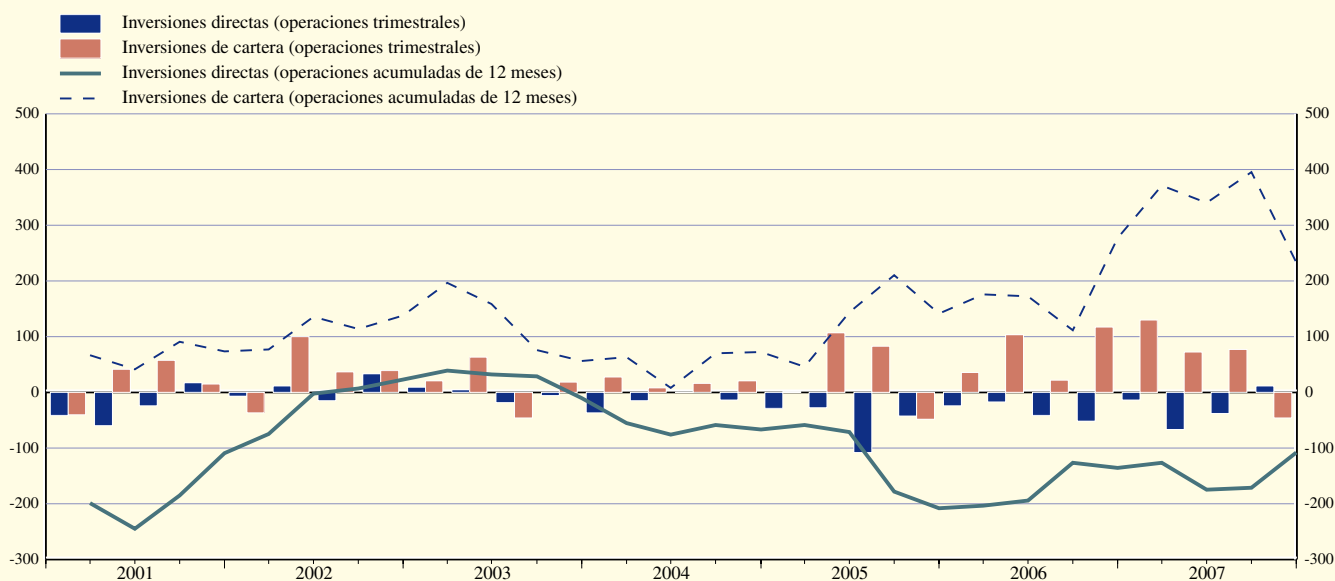
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual, saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones durante el período)

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
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
IV	66,5	53,9	-9,7	63,7	12,6	0,3	12,3	77,3	42,1	1,6	40,5	35,3	1,5	33,8
2007 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	20,8	11,5	3,1	8,4	9,3	-0,8	10,1	31,3	7,0	0,4	6,6	24,3	1,6	22,8
Dic	21,7	18,3	-0,7	19,0	3,4	1,7	1,7	0,7	5,0	1,0	3,9	-4,2	0,1	-4,4
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	12,2	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
II	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
III	12,3	11,1	7,5	11,4	17,9	-44,7	18,3	10,2	8,9	3,6	9,0	14,6	10,5	14,5
IV														

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		Total	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
				Euro-sistema	AAPP		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM			
									Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema	AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2005	3.876,6	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 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
IV	76,2	11,9	12,8	0,0	-0,9	-	61,3	17,9	1,1	43,4	-	3,0	17,0	0,3	-14,1	-
2007 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	35,2	9,1	2,2	0,0	6,9	.	37,5	33,2	0,5	4,3	.	-11,3	-2,7	-0,4	-8,7	.
Dic	-27,3	-6,8	1,3	0,0	-8,1	.	-8,6	-28,2	0,3	19,6	.	-11,8	-7,9	0,7	-3,9	.
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	No IFM		Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario			
				Euro-sistema	AAPP	Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM	
								Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema	AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2005	5.110,5	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 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	
IV	30,2	-4,5	-19,9	15,4	70,2	17,0	53,2	-	-35,4	3,3	-38,7	-	
2007 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	43,9	0,1	.	.	46,2	.	.	.	-2,4	.	.	.	
Dic	-25,7	-7,3	.	.	3,3	.	.	.	-21,8	.	.	.	
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 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	
IV	10,7	7,5	11,1	6,5	14,0	18,0	12,2	-	12,5	20,8	6,7	-	

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

5. Otras inversiones: activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	3.769,1	5,8	5,4	0,4	2.514,7	2.458,5	56,2	127,6	19,7	60,8	11,8	1.121,0	189,5	800,8	345,6
2006	4.392,0	8,8	8,4	0,4	2.938,3	2.879,1	59,2	117,1	14,1	57,8	15,4	1.327,9	187,7	988,7	375,2
2007 II	4.943,5	17,3	17,0	0,3	3.333,7	3.265,1	68,6	125,9	13,7	67,1	27,5	1.466,6	198,2	1.112,6	422,4
III	5.090,2	19,5	19,2	0,3	3.351,9	3.284,4	67,5	106,1	13,5	48,0	13,3	1.612,7	197,3	1.265,5	426,0
Operaciones															
2005	566,8	0,9	0,9	0,0	395,2	392,1	3,1	-4,6	0,0	-5,8	2,4	175,3	9,0	149,4	3,9
2006	721,5	2,9	2,9	0,0	524,1	520,0	4,1	-1,8	0,0	-2,6	3,1	196,2	5,4	178,6	26,4
2007 II	190,3	3,5	3,5	0,0	130,6	126,4	4,2	17,6	0,0	17,1	17,4	38,7	2,4	30,2	-3,3
III	227,8	1,7	1,7	0,0	77,5	80,3	-2,8	-18,2	-0,1	-18,4	-14,1	166,8	2,6	163,9	6,5
IV	108,5	0,2	-	-	60,5	-	-	2,0	-	-	0,1	45,8	-	-	-12,2
2007 Ago	25,6	2,6	-	-	9,0	-	-	-0,5	-	-	-0,8	14,5	-	-	-1,5
Sep	198,7	-0,5	-	-	32,1	-	-	0,5	-	-	0,9	166,6	-	-	20,7
Oct	136,7	1,3	-	-	101,5	-	-	-4,3	-	-	-4,3	38,2	-	-	10,2
Nov	75,7	-1,5	-	-	57,3	-	-	3,4	-	-	4,3	16,5	-	-	-8,5
Dic	-103,9	0,4	-	-	-98,2	-	-	2,9	-	-	0,0	-8,9	-	-	-13,9
Tasas de crecimiento															
2005	18,3	19,4	19,9	13,6	19,2	19,6	6,0	-3,5	0,2	-9,2	12,6	19,3	5,2	23,4	1,5
2006	19,4	50,5	53,4	9,8	21,2	21,5	7,4	-1,5	0,0	-4,3	26,1	17,7	2,9	22,6	7,5
2007 II	24,4	115,0	119,5	11,2	28,7	28,8	22,3	3,4	-0,1	4,4	32,9	16,8	1,9	20,6	5,7
III	25,7	150,5	156,9	10,2	25,9	26,2	15,1	-2,3	-0,9	-6,9	11,4	26,7	4,8	33,6	9,4
IV	20,5	122,0	-	-	19,1	-	-	-5,1	-	-	-11,9	25,1	-	-	8,1

6. Otras inversiones: pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	4.008,6	82,4	82,1	0,2	3.098,0	3.045,8	52,3	44,3	0,0	40,5	3,8	783,9	133,1	580,8	70,1
2006	4.592,0	100,2	99,9	0,2	3.467,3	3.413,5	53,8	47,8	0,0	43,9	3,8	976,8	144,5	744,5	87,7
2007 II	5.140,1	116,1	115,8	0,3	3.877,0	3.814,8	50,9	0,0	45,7	5,2	62,2	1.096,1	148,6	844,9	102,6
III	5.361,9	114,1	113,8	0,3	3.934,0	3.869,0	54,7	0,0	48,7	6,1	65,0	1.259,1	154,2	1.003,6	101,3
Operaciones															
2005	656,9	6,7	6,7	0,0	483,3	481,7	1,6	-2,2	0,0	-1,9	-0,3	169,2	13,5	149,2	6,5
2006	698,3	18,5	18,5	0,0	495,7	492,5	3,2	1,4	0,0	1,5	-0,1	182,6	11,9	159,7	11,0
2007 II	235,7	10,9	10,9	-0,1	180,5	178,3	2,1	0,0	0,0	-0,9	0,9	44,2	4,9	38,8	0,5
III	316,1	-1,3	-1,3	0,0	131,7	131,0	0,7	3,9	0,0	3,1	0,8	181,6	3,8	179,3	-1,4
IV	72,8	24,5	-	-	46,0	-	-	-1,4	-	-	-	3,8	-	-	-
2007 Ago	89,5	4,3	-	-	51,8	-	-	4,2	-	-	-	29,3	-	-	-
Sep	186,1	1,2	-	-	32,0	-	-	1,4	-	-	-	151,4	-	-	-
Oct	98,3	3,8	-	-	89,9	-	-	1,8	-	-	-	2,8	-	-	-
Nov	74,7	5,0	-	-	60,0	-	-	2,8	-	-	-	6,9	-	-	-
Dic	-100,2	15,7	-	-	-103,9	-	-	-6,0	-	-	-	-6,0	-	-	-
Tasas de crecimiento															
2005	20,1	8,9	8,9	4,3	19,1	19,4	4,3	-4,9	26,4	-4,7	-7,2	27,9	11,4	34,4	13,1
2006	17,6	22,6	22,6	6,6	16,2	16,4	6,0	3,1	-41,1	3,7	-3,2	22,9	8,8	27,0	15,6
2007 II	20,6	28,6	28,6	14,4	22,0	22,1	14,2	10,9	26,1	9,5	27,5	15,3	6,4	16,8	17,2
III	22,5	20,7	20,7	8,4	20,1	20,3	10,2	4,3	80,3	1,1	43,7	31,4	6,9	39,0	8,9
IV	19,7	39,7	-	-	18,1	-	-	8,4	-	-	-	22,8	-	-	-

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

7. Activos de reserva

	Activos de reserva													Pro memoria		
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos	Activos	Pasivos	
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores					Derivados financieros	Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
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 Nov	339,2	188,6	355,290	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	44,1	-38,5
2008 Ene	374,6	219,4	353,340	4,7	3,6	146,9	12,1	26,7	107,8	-	-	-	0,3	0,0	38,5	-43,9
Operaciones																
2005	-18,0	-3,9	-	0,2	-8,6	-5,7	-0,2	-7,2	1,6	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-
2006	1,3	-4,2	-	0,5	-5,2	10,2	-6,1	2,7	13,7	0,0	19,4	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	4,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2007 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	-	-
IV	-4,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tasas de crecimiento																
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 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	-	-	-
IV	1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

8. Desagregación geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2006	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
Inversiones directas	417,1	-47,3	-7,2	-21,0	-218,6	199,8	-0,3	37,3	22,1	-6,2	78,1	-24,5	-5,6	-0,2	363,2
En el exterior	3.075,9	1.147,6	35,1	83,4	803,8	225,2	0,0	90,2	24,9	68,2	300,0	608,0	329,1	0,0	508,0
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.510,5	934,2	32,0	58,1	644,5	199,5	0,0	71,0	20,1	63,5	250,1	453,1	306,8	0,0	411,7
Otro capital	565,4	213,4	3,1	25,3	159,3	25,7	0,0	19,2	4,8	4,7	49,9	154,9	22,2	0,0	96,3
En la zona del euro	2.658,8	1.194,9	42,3	104,4	1.022,5	25,4	0,3	52,8	2,7	74,4	221,8	632,5	334,7	0,3	144,7
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.039,8	958,9	36,8	86,2	825,4	10,2	0,2	47,0	0,3	60,7	163,9	477,0	208,9	0,0	123,2
Otro capital	619,0	236,0	5,5	18,2	197,1	15,2	0,1	5,8	2,5	13,7	57,9	155,5	125,8	0,3	21,5
Inversiones de cartera	4.441,3	1.375,2	65,5	140,8	1.002,5	97,9	68,6	84,5	37,5	262,7	141,1	1.452,6	527,7	32,1	527,7
Acc. y participaciones	2.012,0	487,1	12,3	58,0	393,0	23,6	0,1	22,6	35,2	181,0	128,6	670,9	216,5	1,4	268,7
Valores distintos de acciones	2.429,3	888,1	53,2	82,8	609,5	74,2	68,4	61,9	2,3	81,7	12,5	781,7	311,2	30,7	259,0
Bonos y obligaciones	2.051,5	730,9	48,4	70,9	471,2	72,3	68,2	59,7	2,3	62,2	8,4	657,6	271,9	29,7	228,8
Instrum. mercado monetario	377,8	157,2	4,8	11,9	138,3	2,0	0,2	2,2	0,0	19,6	4,0	124,1	39,4	1,0	30,3
Otras inversiones	-200,0	103,9	86,3	13,3	121,7	31,3	-148,7	-1,4	3,9	-37,5	-49,3	-5,4	-212,8	-20,0	18,7
Activos	4.392,0	2.306,6	111,2	69,0	1.986,6	130,4	9,4	19,4	25,2	73,6	263,1	585,9	438,3	45,7	634,2
AAPP	117,1	25,2	2,1	0,1	14,2	1,5	7,4	0,0	1,9	0,2	0,1	3,1	1,4	38,5	46,7
IFM	2.947,1	1.730,6	95,5	47,7	1.489,5	97,2	0,6	11,0	12,0	38,8	162,3	344,0	274,4	6,6	367,5
Otros sectores	1.327,9	550,9	13,6	21,2	482,9	31,7	1,4	8,4	11,4	34,7	100,7	238,8	162,5	0,6	220,0
Pasivos	4.592,0	2.202,8	25,0	55,7	1.864,9	99,1	158,1	20,8	21,3	111,2	312,4	591,4	651,1	65,6	615,5
AAPP	47,8	24,1	0,0	0,3	2,4	0,0	21,4	0,0	0,0	0,7	0,0	6,2	0,2	2,7	13,8
IFM	3.567,5	1.662,0	19,4	35,0	1.433,5	77,1	97,0	13,9	8,5	60,2	252,4	416,2	580,4	60,4	513,5
Otros sectores	976,8	516,7	5,5	20,4	429,0	22,0	39,8	6,8	12,8	50,3	59,9	169,0	70,5	2,6	88,2
IV 2006 a III 2007	Operaciones acumuladas														
Inversiones directas	171,7	44,2	-5,5	4,4	16,1	29,3	-0,1	21,0	0,9	-8,5	21,9	-9,2	23,4	0,0	78,1
En el exterior	387,0	123,5	2,0	6,5	81,0	34,1	0,0	28,7	3,4	3,3	32,5	77,0	42,0	0,0	83,2
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	274,6	70,6	1,8	2,7	35,4	30,8	0,0	18,4	2,2	3,0	19,0	68,2	29,7	0,0	63,6
Otro capital	112,4	52,9	0,2	3,8	45,6	3,4	0,0	10,3	1,2	0,3	13,5	8,8	12,3	0,0	13,0
En la zona del euro	215,3	79,4	7,5	2,1	64,8	4,8	0,1	7,7	2,5	11,9	10,7	86,2	18,6	0,0	-1,6
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	155,1	58,5	7,5	0,8	47,5	2,5	0,1	0,4	0,4	8,3	6,4	69,2	6,5	0,0	5,5
Otro capital	60,2	20,9	0,0	1,3	17,3	2,3	0,0	7,3	2,1	3,6	4,3	17,0	12,1	0,0	-7,1
Inversiones de cartera: activos	480,0	136,9	10,7	17,0	95,2	6,9	7,1	5,7	-2,0	-6,6	-1,0	172,6	78,3	-2,0	98,2
Acc. y participaciones	69,8	1,5	2,4	2,0	-3,5	0,4	0,2	-1,0	-2,5	-2,0	-3,8	21,5	33,3	0,0	22,8
Valores distintos de acciones	410,2	135,4	8,3	15,0	98,7	6,5	6,9	6,7	0,5	-4,7	2,7	151,1	45,0	-2,0	75,3
Bonos y obligaciones	343,1	105,6	8,2	14,8	71,7	4,5	6,4	5,5	0,5	1,8	2,4	126,9	27,1	-1,8	75,1
Instrum. mercado monetario	67,1	29,8	0,2	0,2	26,9	2,0	0,6	1,3	0,0	-6,5	0,3	24,2	17,9	-0,2	0,2
Otras inversiones	60,3	118,7	25,6	-10,2	80,6	39,3	-16,5	-4,0	0,4	-33,9	-3,6	-116,7	58,8	0,1	40,5
Activos	1.059,8	558,8	24,9	-1,4	472,2	59,9	3,2	3,3	4,2	-16,8	38,9	260,7	93,4	9,4	107,9
AAPP	-2,3	-2,2	1,2	-0,8	-2,9	-0,1	0,4	-0,1	0,0	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,9	-1,2
IFM	720,8	417,0	22,1	2,5	333,5	58,5	0,4	-0,9	1,9	-8,9	39,0	96,6	82,6	8,5	84,9
Otros sectores	341,3	144,0	1,5	-3,0	141,5	1,5	2,4	4,2	2,3	-8,3	0,0	164,2	10,8	0,0	24,2
Pasivos	999,5	440,1	-0,7	8,9	391,6	20,6	19,7	7,3	3,8	17,1	42,6	377,4	34,6	9,3	67,3
AAPP	2,4	6,3	-0,2	0,0	-1,6	0,0	8,0	0,0	0,0	-0,2	-2,6	0,3	0,1	0,2	-1,7
IFM	697,5	368,9	-1,4	6,9	341,4	16,2	5,8	5,3	2,9	17,1	27,5	186,5	26,3	9,0	54,0
Otros sectores	299,6	64,9	0,9	2,0	51,7	4,4	5,8	2,0	0,9	0,2	17,7	190,6	8,3	0,1	15,0

Fuente: BCE.

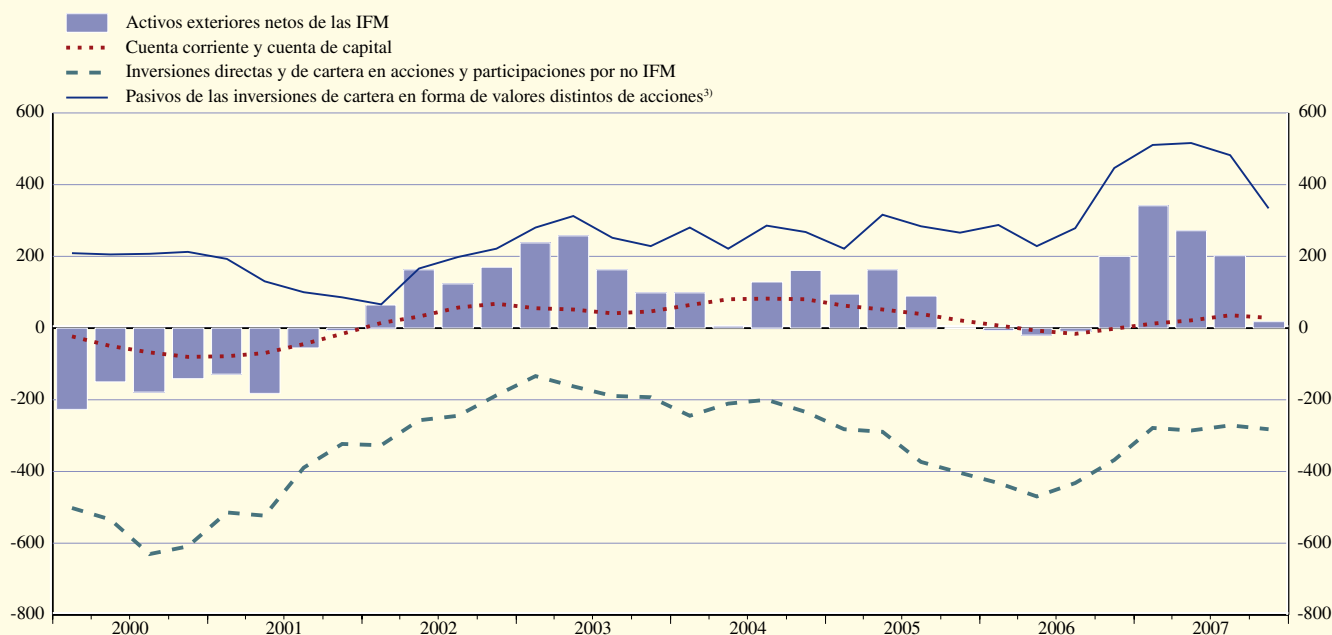
7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y partici- paciones ²⁾	Valores distintos de acciones ³⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	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	200,4
2007	27,8	-364,1	269,2	-195,4	176,7	334,0	-330,0	240,6	-123,2	-29,3	6,6	18,2
2006 IV	21,6	-57,4	21,6	-68,4	67,8	159,2	-56,8	63,5	-2,7	21,2	169,6	176,3
2007 I	4,8	-89,5	78,3	-54,6	94,8	150,8	-77,4	8,4	-16,4	-9,5	89,7	101,6
II	-2,4	-104,2	43,8	-68,7	60,4	123,9	-56,2	44,3	-23,2	-21,2	-3,5	-8,7
III	11,0	-94,5	71,3	-43,5	35,3	48,7	-148,6	185,6	-32,5	-101,6	-68,8	-67,8
IV	14,4	-75,9	75,8	-28,5	-13,8	10,7	-47,8	2,3	-51,1	102,9	-10,8	-6,9
2006 Dic	18,1	-28,9	12,8	-18,5	21,6	24,9	6,4	29,2	-5,5	15,7	75,7	81,3
2007 Ene	-1,4	-25,7	12,9	-16,3	39,9	45,7	-38,9	3,5	-4,2	-41,2	-25,8	-23,1
Feb	-2,4	-42,0	33,3	-22,0	40,7	44,3	-24,3	27,6	-7,9	0,5	47,5	40,0
Mar	8,7	-21,7	32,1	-16,3	14,2	60,7	-14,1	-22,6	-4,3	31,2	68,0	84,7
Abr	-4,0	-23,9	17,0	-21,3	-14,5	38,5	-10,6	24,1	-9,9	-37,2	-41,8	-38,5
May	-10,9	-43,0	19,7	-20,3	10,9	41,1	-23,1	3,4	-2,9	14,6	-10,5	-17,2
Jun	12,4	-37,2	7,1	-27,2	64,0	44,2	-22,5	16,7	-10,4	1,5	48,7	46,9
Jul	5,6	-24,1	24,4	-19,1	34,6	19,0	32,5	-0,8	-12,9	-51,4	7,7	5,6
Ago	0,5	-25,5	28,6	-14,2	-14,6	23,6	-14,0	33,4	-8,4	-59,1	-49,7	-51,3
Sep	4,9	-44,9	18,3	-10,2	15,3	6,1	-167,1	152,9	-11,1	9,0	-26,8	-22,1
Oct	5,1	-36,7	45,5	-18,4	-21,1	-11,0	-33,9	4,6	-6,9	75,5	2,6	11,6
Nov	3,8	-18,5	29,7	-2,5	3,9	49,3	-19,9	9,7	-31,6	9,3	33,3	28,1
Dic	5,6	-20,7	0,6	-7,6	3,5	-27,6	6,0	-12,0	-12,6	18,1	-46,7	-46,6
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2007 Dic	27,8	-364,1	269,2	-195,4	176,7	334,0	-330,0	240,6	-123,2	-29,3	6,6	18,2

C34 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, veáanse las Notas Generales.
- 2) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.
- 3) Excluidos valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona del euro.

7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

1. Comercio en términos nominales, reales y valores unitarios por producto

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2004	8,9	9,4	1.145,7	544,7	247,1	314,8	995,5	1.073,5	603,6	184,2	256,2	767,6	128,9
2005	7,8	13,5	1.240,5	590,6	270,1	335,1	1.069,7	1.225,2	704,7	208,1	276,5	842,6	186,2
2006	11,6	13,7	1.386,8	670,7	293,5	372,6	1.187,6	1.395,0	832,4	213,5	307,4	942,9	224,4
2007	8,3	5,6	1.501,4	.	.	.	1.282,5	1.470,8	.	.	.	1.009,3	.
2006 III	8,3	10,5	347,8	169,4	71,9	92,6	297,3	353,0	213,3	52,0	76,8	237,1	59,9
IV	12,2	7,8	362,9	176,5	76,3	97,2	313,3	355,9	212,0	53,0	79,3	246,1	52,3
2007 I	9,3	5,5	369,7	177,9	78,1	97,8	318,8	359,8	213,4	53,7	79,8	254,7	47,3
II	9,3	3,7	371,3	178,6	78,3	98,4	316,2	360,2	217,3	50,6	79,3	248,2	52,7
III	9,9	6,0	380,7	183,4	79,9	100,5	326,5	373,2	222,7	52,9	82,4	258,5	57,1
IV	5,1	7,0	379,7	.	.	.	321,1	377,6	.	.	.	248,0	.
2007 Jul	14,2	9,9	125,4	60,5	25,7	33,5	107,0	124,7	75,1	17,7	27,1	85,9	19,3
Ago	12,2	5,5	128,4	62,3	27,1	33,7	110,6	125,0	74,3	17,8	27,7	87,2	19,0
Sep	4,0	2,9	126,8	60,6	27,1	33,4	108,9	123,5	73,2	17,4	27,6	85,4	18,8
Oct	10,4	8,5	128,3	61,8	27,0	33,7	108,8	126,0	74,9	17,2	27,7	84,9	19,4
Nov	4,4	6,4	127,3	60,8	27,1	33,1	108,4	125,4	76,1	16,8	27,2	82,6	.
Dic	0,1	6,0	124,1	.	.	.	103,9	126,2	.	.	.	80,5	.
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2004	9,0	6,5	117,6	115,4	120,1	118,4	118,1	108,2	104,1	109,4	117,7	108,3	104,9
2005	4,9	5,1	123,8	120,2	129,6	123,6	124,3	114,3	107,6	124,2	123,7	116,4	109,7
2006	7,8	6,0	133,7	131,1	138,1	133,3	134,4	121,3	114,9	127,3	133,0	125,9	109,4
2007	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 III	5,3	4,7	134,2	132,1	136,2	132,6	134,8	121,9	116,5	125,2	132,6	126,3	116,2
IV	9,5	6,1	139,0	136,5	142,6	138,9	140,5	125,1	118,5	128,1	136,9	130,7	109,7
2007 I	7,5	6,5	140,7	135,9	146,0	138,3	142,0	126,3	118,7	130,4	137,7	134,5	102,0
II	6,4	3,6	140,0	135,0	145,5	139,3	140,0	124,7	118,3	124,4	136,5	131,2	106,1
III	7,2	4,9	143,2	138,1	147,8	141,8	144,5	127,7	119,2	129,7	140,5	136,6	111,4
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 Jul	11,0	8,5	141,4	136,6	142,6	140,8	141,7	128,0	120,3	130,9	138,8	136,0	112,4
Ago	9,6	6,1	145,3	141,0	150,9	142,8	147,1	129,0	120,4	131,9	141,9	138,8	112,1
Sep	1,4	0,5	142,9	136,8	150,0	141,6	144,5	126,0	116,8	126,2	140,7	134,9	109,8
Oct	8,1	4,1	144,8	139,7	150,0	142,6	145,0	127,4	116,7	126,7	142,5	135,6	105,1
Nov	2,5	0,4	143,6	137,6	150,6	140,6	144,9	124,6	115,8	123,5	139,3	131,6	.
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Índices de valor unitario (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2004	-0,1	2,6	97,5	96,4	95,7	101,4	97,1	97,3	98,4	91,7	98,9	96,3	99,6
2005	2,8	7,9	100,2	100,2	96,8	103,4	99,1	105,0	111,2	91,2	101,5	98,3	137,6
2006	3,5	7,4	103,8	104,4	98,8	106,6	101,8	112,8	123,1	91,3	105,0	101,8	166,8
2007	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 III	2,8	5,6	103,7	104,7	98,2	106,5	101,6	113,6	124,4	90,5	105,2	102,1	167,5
IV	2,5	1,6	104,5	105,6	99,4	106,7	102,8	111,6	121,5	90,2	105,2	102,4	154,9
2007 I	1,6	-0,9	105,2	106,9	99,4	107,8	103,4	111,8	122,2	89,8	105,3	103,0	150,8
II	2,7	0,1	106,1	108,0	100,1	107,8	104,1	113,3	124,8	88,7	105,6	102,8	161,3
III	2,6	1,0	106,4	108,4	100,4	108,2	104,1	114,7	127,0	88,9	106,6	102,9	166,5
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 Jul	2,9	1,3	106,5	108,5	100,6	108,8	104,4	114,6	127,2	88,4	106,3	103,0	167,7
Ago	2,3	-0,6	106,2	108,2	100,1	107,9	103,9	114,0	125,9	88,4	106,2	102,4	165,1
Sep	2,5	2,4	106,6	108,6	100,6	107,8	104,1	115,4	127,8	89,9	107,1	103,3	166,8
Oct	2,1	4,3	106,4	108,4	100,3	108,2	103,7	116,4	130,8	88,9	105,9	102,1	179,8
Nov	1,8	6,0	106,5	108,4	100,3	107,9	103,4	118,4	134,0	88,9	106,3	102,3	.
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (comercio en términos reales y desestacionalización de los índices de valor unitario).

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			Africa	América Latina	Otros países
	1	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	6	7	8	9	China	Japón	13	14	15	
Exportaciones (f.o.b.)															
2004	1.145,7	25,8	42,2	204,3	138,7	35,9	66,6	31,9	172,6	225,3	40,4	33,3	64,5	40,6	97,4
2005	1.240,5	29,0	45,2	202,9	158,4	43,7	70,8	34,7	185,0	243,7	43,3	34,0	73,2	46,9	107,0
2006	1.386,8	31,6	49,7	216,0	195,2	55,1	77,3	38,8	199,6	271,1	53,6	34,4	77,6	54,4	120,3
2007	1.501,4	.	.	.	.	66,8	81,6	40,8	194,3	294,3	60,0	34,0	86,7	61,2	-
2006 III	347,8	7,9	12,7	54,4	49,6	14,1	19,5	9,6	49,4	67,8	13,6	8,6	19,2	13,5	30,2
IV	362,9	8,1	13,1	54,7	52,3	15,6	20,9	9,6	50,9	71,7	14,7	8,6	20,0	14,2	31,7
2007 I	369,7	8,3	13,6	56,6	54,2	15,8	20,5	10,3	50,0	72,3	14,4	8,8	21,4	14,8	31,9
II	371,3	8,4	13,9	55,9	55,3	16,7	20,0	9,9	48,6	72,8	14,9	8,9	21,4	15,4	32,9
III	380,7	8,5	14,1	58,7	58,1	17,1	20,6	10,2	49,1	74,6	15,3	8,3	22,1	15,6	32,0
IV	379,7	.	.	.	.	17,2	20,6	10,3	46,5	74,6	15,5	8,0	21,8	15,4	-
2007 Jul	125,4	2,9	4,8	19,4	19,1	5,7	6,8	3,3	16,3	24,8	5,0	2,8	7,3	5,2	9,9
Ago	128,4	2,9	4,8	20,2	19,6	5,7	6,8	3,5	16,4	25,0	5,1	2,9	7,5	5,4	10,7
Sep	126,8	2,7	4,6	19,1	19,4	5,6	7,0	3,5	16,4	24,8	5,2	2,6	7,3	5,1	11,3
Oct	128,3	2,9	4,8	19,3	19,8	5,8	6,9	3,4	16,1	25,1	5,2	2,8	7,3	5,3	11,6
Nov	127,3	.	.	.	.	5,8	7,0	3,5	15,8	25,0	5,1	2,7	7,2	5,1	-
Dic	124,1	.	.	.	.	5,6	6,6	3,4	14,7	24,6	5,2	2,5	7,2	5,0	-
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2007	100,0	.	.	.	.	4,4	5,4	2,7	12,9	19,6	4,0	2,3	5,8	4,1	-
Importaciones (c.i.f.)															
2004	1.073,5	25,4	39,8	144,4	116,8	56,6	53,3	23,2	113,3	308,5	92,2	54,0	72,8	45,1	74,4
2005	1.225,2	26,3	42,2	152,4	129,4	76,2	58,0	25,5	119,9	362,1	117,9	53,0	95,9	53,7	83,5
2006	1.395,0	28,3	47,7	166,0	154,2	95,5	62,2	29,4	125,6	416,9	144,2	56,8	110,4	66,1	92,6
2007	1.470,8	.	.	.	.	97,1	66,9	32,1	130,1	441,7	169,1	57,8	112,1	74,2	-
2006 III	353,0	7,2	12,1	41,3	39,4	24,1	16,0	7,5	31,3	104,5	35,6	14,3	28,3	16,8	24,6
IV	355,9	7,0	12,6	40,7	41,5	22,1	15,9	7,6	32,3	107,4	39,7	14,3	27,7	17,4	23,4
2007 I	359,8	7,0	12,9	40,8	42,4	22,6	16,9	7,9	33,7	110,7	42,4	14,9	26,3	17,9	20,7
II	360,2	7,0	12,7	41,3	43,3	23,8	16,5	7,9	32,0	107,1	39,6	14,2	27,0	18,3	23,3
III	373,2	7,3	12,8	42,4	45,4	23,6	17,1	8,1	33,0	113,1	44,3	14,5	28,0	18,7	23,7
IV	377,6	.	.	.	.	27,2	16,4	8,3	31,4	110,8	42,9	14,1	30,8	19,2	-
2007 Jul	124,7	2,5	4,2	14,3	14,7	8,2	5,7	2,7	10,8	38,0	14,8	4,7	9,4	6,1	8,0
Ago	125,0	2,4	4,3	14,4	15,3	7,8	5,8	2,7	11,0	38,2	14,9	5,1	9,2	6,2	7,8
Sep	123,5	2,4	4,2	13,7	15,4	7,6	5,7	2,7	11,1	37,0	14,6	4,8	9,4	6,4	7,9
Oct	126,0	2,3	4,3	14,1	15,5	9,0	5,6	2,7	10,6	37,3	14,7	4,9	9,5	6,4	8,7
Nov	125,4	.	.	.	.	9,1	5,5	2,8	10,6	36,5	14,2	4,6	10,1	6,5	-
Dic	126,2	.	.	.	.	9,1	5,4	2,8	10,2	37,0	14,0	4,7	11,2	6,3	-
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2007	100,0	.	.	.	.	6,6	4,6	2,2	8,9	30,0	11,5	3,9	7,6	5,0	-
Saldo															
2004	72,2	0,4	2,4	60,0	21,9	-20,7	13,3	8,7	59,3	-83,2	-51,9	-20,7	-8,4	-4,5	23,0
2005	15,3	2,7	3,0	50,5	29,1	-32,5	12,8	9,2	65,1	-118,5	-74,6	-19,0	-22,7	-6,7	23,4
2006	-8,2	3,2	2,0	50,1	41,0	-40,4	15,1	9,4	74,0	-145,7	-90,5	-22,4	-32,7	-11,8	27,7
2007	30,6	.	.	.	.	-30,3	14,7	8,7	64,2	-147,4	-109,2	-23,8	-25,4	-13,1	-
2006 III	-5,2	0,7	0,6	13,1	10,2	-9,9	3,5	2,2	18,1	-36,8	-22,0	-5,7	-9,1	-3,3	5,6
IV	7,0	1,1	0,5	14,0	10,8	-6,5	5,0	2,0	18,5	-35,7	-25,0	-5,7	-7,7	-3,2	8,3
2007 I	9,9	1,3	0,6	15,8	11,8	-6,8	3,6	2,4	16,3	-38,4	-28,0	-6,1	-5,0	-3,1	11,2
II	11,1	1,4	1,1	14,6	12,0	-7,1	3,5	2,0	16,6	-34,3	-24,7	-5,4	-5,6	-2,9	9,6
III	7,5	1,2	1,3	16,3	12,7	-6,5	3,5	2,2	16,1	-38,6	-29,0	-6,2	-5,9	-3,1	8,3
IV	2,1	.	.	.	.	-10,0	4,1	2,1	15,1	-36,1	-27,4	-6,2	-9,0	-3,9	-
2007 Jul	0,7	0,5	0,5	5,1	4,3	-2,5	1,1	0,6	5,4	-13,2	-9,8	-1,9	-2,1	-1,0	1,9
Ago	3,5	0,5	0,4	5,8	4,4	-2,0	1,1	0,8	5,4	-13,2	-9,7	-2,2	-1,7	-0,9	3,0
Sep	3,4	0,3	0,4	5,4	4,0	-2,0	1,3	0,8	5,3	-12,2	-9,5	-2,1	-2,1	-1,3	3,4
Oct	2,2	0,6	0,5	5,2	4,3	-3,2	1,3	0,7	5,5	-12,2	-9,4	-2,1	-2,2	-1,1	2,9
Nov	2,0	.	.	.	.	-3,3	1,5	0,8	5,1	-11,5	-9,1	-1,9	-2,8	-1,4	-
Dic	-2,1	.	.	.	.	-3,5	1,3	0,6	4,5	-12,4	-8,8	-2,2	-4,0	-1,4	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (saldo y columnas 5, 12 y 15).



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-22						TCE-42	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	103,3	104,2	102,5	102,3	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 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	110,0	-	-	-	117,6	109,6
Dic	111,2	111,7	110,1	-	-	-	117,6	109,4
2008 Ene	112,0	112,4	110,5	-	-	-	118,3	110,0
Feb	111,8	112,2	110,2	-	-	-	118,2	109,7
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2008 Feb	-0,2	-0,2	-0,2	-	-	-	-0,1	-0,2
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2008 Feb	6,0	5,6	5,1	-	-	-	5,6	4,7

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

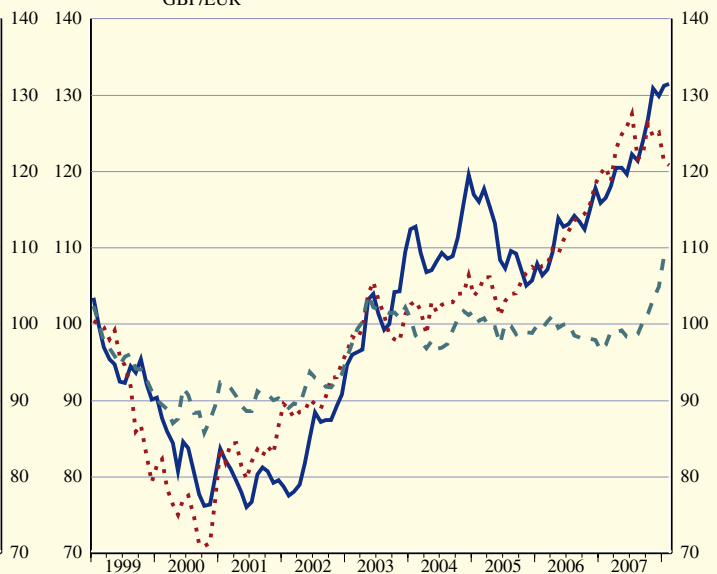
— TCE-22 nominal
 TCE-22 real deflactado por el IPC



C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Won sur-coreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2007 II	7,4500	9,2573	0,67880	1,3481	162,89	1,6478	1.252,05	10,5372	2,0562	1,4791	8,1060	1,6214
2007 III	7,4446	9,2639	0,68001	1,3738	161,90	1,6473	1.274,31	10,7250	2,0841	1,4374	7,9175	1,6229
2007 IV	7,4557	9,2899	0,70782	1,4486	163,83	1,6596	1.334,12	11,2639	2,1061	1,4201	7,8778	1,6279
2007 Ago	7,4429	9,3231	0,67766	1,3622	159,05	1,6383	1.273,37	10,6469	2,0744	1,4420	7,9735	1,6442
2007 Sep	7,4506	9,2835	0,68887	1,3896	159,82	1,6475	1.291,46	10,8151	2,1009	1,4273	7,8306	1,6445
2007 Oct	7,4534	9,1735	0,69614	1,4227	164,95	1,6706	1.301,67	11,0327	2,0849	1,3891	7,6963	1,5837
2007 Nov	7,4543	9,2889	0,70896	1,4684	162,89	1,6485	1.348,46	11,4211	2,1242	1,4163	7,9519	1,6373
2007 Dic	7,4599	9,4319	0,72064	1,4570	163,55	1,6592	1.356,79	11,3619	2,1108	1,4620	8,0117	1,6703
2008 Ene	7,4505	9,4314	0,74725	1,4718	158,68	1,6203	1.387,66	11,4863	2,1062	1,4862	7,9566	1,6694
2008 Feb	7,4540	9,3642	0,75094	1,4748	157,97	1,6080	1.392,57	11,4996	2,0808	1,4740	7,9480	1,6156
	% variación sobre mes anterior											
2008 Feb	0,0	-0,7	0,5	0,2	-0,4	-0,8	0,4	0,1	-1,2	-0,8	-0,1	-3,2
	% variación sobre año anterior											
2008 Feb	0,0	1,9	12,4	12,8	0,2	-0,8	13,7	12,6	3,8	-3,7	-1,7	-3,3
	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2005	29,782	15,6466	0,6962	3,4528	248,05	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	7,4008	1,6771	
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090	
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	33,775	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865	
2007 II	28,272	15,6466	0,6986	3,4528	248,31	3,8005	33,751	1,9558	3,2789	7,3494	1,8029	
2007 III	27,941	15,6466	0,6988	3,4528	251,82	3,7900	33,579	1,9558	3,2321	7,3080	1,7685	
2007 IV	26,826	15,6466	0,7005	3,4528	252,86	3,6584	33,424	1,9558	3,4489	7,3281	1,7261	
2007 Ago	27,860	15,6466	0,6978	3,4528	255,20	3,8116	33,603	1,9558	3,2246	7,3161	1,7921	
2007 Sep	27,573	15,6466	0,7021	3,4528	253,33	3,7891	33,829	1,9558	3,3481	7,3134	1,7536	
2007 Oct	27,335	15,6466	0,7030	3,4528	251,02	3,7062	33,624	1,9558	3,3537	7,3284	1,7089	
2007 Nov	26,733	15,6466	0,7005	3,4528	254,50	3,6575	33,232	1,9558	3,4739	7,3365	1,7498	
2007 Dic	26,317	15,6466	0,6975	3,4528	253,18	3,6015	33,404	1,9558	3,5351	7,3178	1,7195	
2008 Ene	26,050	15,6466	0,6982	3,4528	256,03	3,6092	33,546	1,9558	3,6937	7,3155	1,7322	
2008 Feb	25,377	15,6466	0,6967	3,4528	262,15	3,5768	33,085	1,9558	3,6557	7,2707	1,7632	
	% variación sobre mes anterior											
2008 Feb	-2,6	0,0	-0,2	0,0	2,4	-0,9	-1,4	0,0	-1,0	-0,6	1,8	
	% variación sobre año anterior											
2008 Feb	-10,1	0,0	-0,5	0,0	3,5	-8,2	-4,1	0,0	8,1	-1,2	-3,4	
	Real brasileño ¹⁾	Yuan renminbi chino	Corona islandesa	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano ^{b)}	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2005	3,0360	10,1955	78,23	12.072,83	4,7119	13,5643	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	
2006	2,7333	10,0096	87,76	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	
2007	2,6603	10,4178	87,63	12.528,33	4,7076	14,9801	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214	
2007 II	2,6590	10,3476	85,82	12.082,62	4,6204	14,6736	1,8188	63,134	34,8589	9,5688	44,011	
2007 III	2,6333	10,3834	86,71	12.705,62	4,7608	15,0578	1,8508	63,035	35,0350	9,7645	43,220	
2007 IV	2,5863	10,7699	88,69	13.374,03	4,8613	15,7217	1,8965	62,330	35,6947	9,8088	45,097	
2007 Ago	2,6735	10,3162	88,46	12.765,65	4,7457	15,0491	1,8786	62,862	34,9211	9,8391	43,337	
2007 Sep	2,6455	10,4533	88,59	12.927,37	4,8249	15,3293	1,9358	63,911	35,1723	9,8912	44,570	
2007 Oct	2,5653	10,6741	86,30	12.945,80	4,8005	15,4044	1,8739	62,894	35,4008	9,6371	44,898	
2007 Nov	2,5920	10,8957	89,34	13.608,92	4,9279	15,9776	1,9231	63,271	35,9174	9,8553	46,120	
2007 Dic	2,6050	10,7404	90,82	13.620,45	4,8576	15,8096	1,8930	60,556	35,7927	9,9626	44,153	
2008 Ene	2,6111	10,6568	94,50	13.839,19	4,8090	16,0639	1,9054	60,079	36,0300	10,3101	44,758	
2008 Feb	2,5516	10,5682	98,06	13.542,26	4,7548	15,8786	1,8513	59,845	36,1357	11,2899	46,085	
	% variación sobre mes anterior											
2008 Feb	-2,3	-0,8	3,8	-2,1	-1,1	-1,2	-2,8	-0,4	0,3	9,5	3,0	
	% variación sobre año anterior											
2008 Feb	-6,8	4,3	11,4	14,2	4,0	10,5	-1,8	-5,3	5,0	20,4	3,7	

Fuente: BCE.

1) Desde el 1 de enero del 2008, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	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 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
2008 Ene	11,7	7,9	3,0	11,3	15,6	10,0	7,4	4,4	7,3	3,2	3,0	2,2
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 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
2008 Ene	5,07	4,54	4,15	-	5,71	4,73	7,11	5,81	6,93	4,48	4,09	4,26
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período												
2007 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
2008 Ene	6,55	3,96	4,73	7,03	9,01	5,69	7,78	5,64	8,43	4,32	4,52	5,66
PIB real												
2006	6,1	6,4	3,9	11,2	11,9	7,7	3,9	6,2	7,9	8,5	4,1	2,9
2007	.	.	1,8	7,0	.	8,8	.	6,5	6,0	10,3	2,6	3,1
2007 II	6,6	6,2	-0,1	7,6	11,0	7,6	1,6	6,7	5,7	9,3	2,8	3,2
III	4,5	6,1	1,5	6,4	10,9	11,6	1,0	6,0	5,7	9,4	2,6	3,3
IV	.	.	2,0	4,5	.	8,2	0,6	6,7	6,6	14,1	2,6	2,9
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB												
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	-20,4	-2,5	1,2	-14,4	-22,4	-11,6	-3,8	-2,6	-14,3	-4,9	7,0	-5,2
2007 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	-24,3	-10,2	-3,2	-1,9	-11,0	-6,6	5,5	-6,2
IV	.	.	1,1	.	.	-9,9	.	-1,9	-13,4	-6,5	8,2	.
Costes laborales unitarios												
2006	4,5	1,7	1,6	8,0	14,0	8,5	.	.	.	1,7	-0,2	2,6
2007	.	.	3,8	.	.	.	.	.	.	.	3,9	.
2007 II	13,2	2,4	5,8	20,1	.	7,7	.	.	.	-0,4	3,3	2,4
III	16,6	3,0	4,3	20,7	.	5,9	.	.	.	0,3	3,4	2,3
IV	.	.	3,2	.	.	.	.	.	.	.	4,7	.
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	6,8	5,3	3,7	5,0	5,9	4,3	7,2	9,6	.	11,3	6,1	.
2007 II	7,1	5,5	3,9	5,0	6,0	4,3	7,2	9,9	6,6	11,4	6,1	5,3
III	6,7	5,2	3,8	4,8	5,8	4,1	7,2	9,2	6,5	11,3	5,8	5,2
IV	6,0	4,8	3,2	5,2	5,3	4,1	7,2	8,6	.	11,0	5,8	.
2007 Sep	6,5	5,1	3,8	4,9	5,6	4,1	7,2	9,0	6,5	11,2	5,9	5,2
Oct	6,2	5,0	3,3	5,1	5,4	4,1	7,2	8,9	.	11,2	5,8	5,2
Nov	6,0	4,9	3,2	5,3	5,3	4,1	7,2	8,6	.	11,0	5,9	5,1
Dic	5,9	4,7	3,1	5,3	5,2	4,1	7,2	8,4	.	10,7	5,6	.
2008 Ene	6,2	4,7	.	5,6	5,0	4,5	7,2	8,6	.	10,4	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

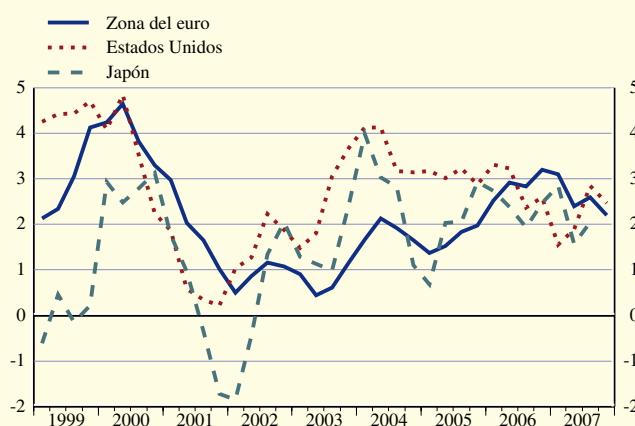
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ (cupón cero) ⁴⁾ fin de período	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2004	2,7	-0,1	3,6	3,0	5,5	4,7	1,62	4,80	1,2439	-4,4	48,9
2005	3,4	-0,5	3,1	4,0	5,1	4,4	3,56	5,05	1,2441	-3,6	49,2
2006	3,2	-1,5	2,9	5,0	4,6	4,8	5,19	5,26	1,2556	-2,6	48,6
2007	2,9	1,7	2,2	2,0	4,6	5,9	5,30	4,81	1,3705	.	.
2006 IV	1,9	0,4	2,6	3,6	4,4	4,9	5,37	5,26	1,2887	-2,1	48,6
2007 I	2,4	0,9	1,5	2,3	4,5	5,4	5,36	5,27	1,3106	-3,0	49,5
II	2,7	2,4	1,9	2,0	4,5	6,1	5,36	5,78	1,3481	-2,7	48,3
III	2,4	3,0	2,8	1,8	4,7	6,3	5,45	5,34	1,3738	-3,2	48,7
IV	4,0	0,5	2,5	1,9	4,8	5,9	5,02	4,81	1,4486	.	.
2007 Oct	3,5	-	-	1,8	4,8	6,0	5,15	5,23	1,4227	-	-
Nov	4,3	-	-	2,4	4,7	6,0	4,96	4,70	1,4684	-	-
Dic	4,1	-	-	1,4	5,0	5,9	4,97	4,81	1,4570	-	-
2008 Ene	4,3	-	-	2,0	4,9	5,8	3,92	4,37	1,4718	-	-
Feb	.	-	-	.	.	.	3,09	4,47	1,4748	-	-
Japón											
2004	0,0	-4,9	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,53	134,44	-6,2	157,6
2005	-0,3	-0,6	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,66	136,85	-6,4	164,2
2006	0,2	-2,6	2,4	4,8	4,1	1,1	0,30	1,85	146,02	.	.
2007	0,1	.	2,1	2,7	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	.	.
2006 IV	0,3	-3,6	2,4	5,9	4,1	0,6	0,49	1,85	151,72	.	.
2007 I	-0,1	-2,2	2,9	3,0	4,0	1,0	0,62	1,85	156,43	.	.
II	-0,1	.	1,7	2,4	3,8	1,5	0,69	2,11	162,89	.	.
III	-0,1	.	1,9	2,7	3,8	1,9	0,89	1,88	161,90	.	.
IV	0,5	.	1,8	2,9	3,8	2,0	0,96	1,70	163,83	.	.
2007 Oct	0,3	-	-	4,8	4,0	1,9	0,97	1,82	164,95	-	-
Nov	0,6	-	-	3,0	3,8	2,0	0,91	1,73	162,89	-	-
Dic	0,7	-	-	0,8	3,8	2,0	0,99	1,70	163,55	-	-
2008 Ene	0,7	-	-	.	3,8	2,1	0,89	1,63	158,68	-	-
Feb	.	-	-	.	.	.	0,90	1,60	157,97	-	-

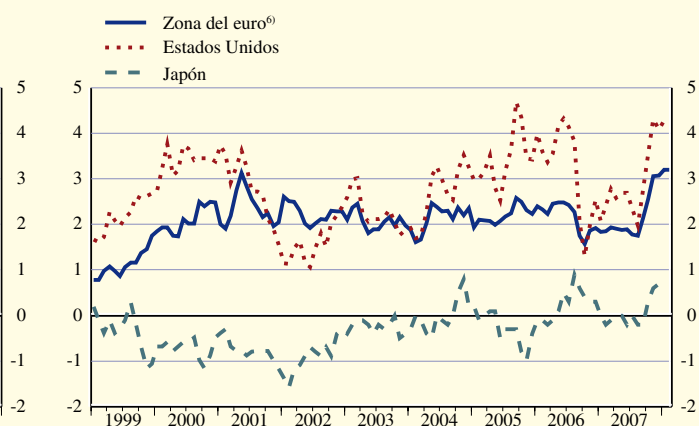
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón), datos de la zona del euro en el gráfico]; Reuters (columnas 7 y 8); cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C9	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C11	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C13	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C14	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C15	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C21	Nuevos depósitos a plazo	S43
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
C26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C30	Cuenta corriente	S60
C31	Bienes	S61
C32	Servicios	S61
C33	Inversiones netas directas y de cartera	S64
C34	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S69
C35	Tipos de cambio efectivos	S72
C36	Tipos de cambio bilaterales	S72
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C38	Índices de precios de consumo	S75



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

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

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajusta-

dos³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En el cuadro 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. Por lo que respecta a las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. De la misma manera, en la cuenta financiera también se refleja esta identidad contable, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de los cuadros 3.1 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo.

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

2 Para más detalles, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez, y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo n.º 9628, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

El excedente neto de explotación y la renta mixta sólo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta sólo se define para los sectores residentes y se calcula como suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define sólo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), y más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos (lo que se conoce también como variaciones del patri-

monio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones). Para los sectores de hogares y de sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre estos saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera, respectivamente.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital, las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente, se excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenido a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de sal-

dos nocionales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nocionales en el mes t queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nocionales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nocionales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

4 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se

realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de bienes también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

RELATIVAS A LA SECCIÓN 7.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre t se calcula a partir de las transacciones (F_t) y posiciones trimestrales (L_t), de la siguiente manera:

$$q) \quad a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services» se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintas bases de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 5 de marzo 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 subsidios recibidos por éste) y por

3 Véase Svensson, L. E., 1994, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n.º 1051.

4 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 86, de 27.3.2001, p. 11.

6 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

7 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, (salvo las ventas de automóviles y motocicletas) excepto las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial. Las series de la zona del euro excluyen Chipre y Malta

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su

mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 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 n° 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 3605/93 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas⁹. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con

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 mantengan en el 3,50%, 4,50% y 2,50%, respectivamente.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE, 6 DE DICIEMBRE DE 2007, 10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO Y 6 DE MARZO 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.

EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)



FLUJOS DE PAGOS DE TARGET

En el cuarto trimestre del 2007, TARGET procesó una media diaria de 389.859 pagos, por un importe medio total diario de 2.573 mm de euros. En comparación con el trimestre precedente, ello supuso un aumento del 8% en el número de órdenes y del 6% en su importe. En relación con el mismo período del año anterior, el número de operaciones procesadas creció un 11% y el importe, un 18%. La cuota total de mercado de TARGET se mantuvo estable en el 90%, en lo que respecta al importe de los pagos, y se situó en el 60%, en cuanto al número de órdenes procesadas. El día de máxima actividad de TARGET durante el trimestre fue el 21 de diciembre, el viernes anterior a las Navidades, fecha en que se alcanzó un máximo histórico de 574.840 pagos. En el cuarto trimestre, TARGET2 empezó a funcionar el 19 de noviembre de 2007, con la migración de un primer grupo de países (Alemania, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Austria y Eslovenia) a la plataforma compartida única. Esta operación, que se llevó a cabo con éxito, no tuvo incidencia alguna en la disponibilidad o estabilidad general de TARGET.

PAGOS INTRA-ESTADO MIEMBRO

TARGET procesó una media diaria de 304.590 pagos intra-Estado miembro, por un importe medio total diario de 1.655 mm de euros, en el cuarto trimestre del 2007. Con respecto al trimestre precedente, estos resultados supusieron un aumento del 8% en el número de operaciones procesadas y del 6% en su importe. En relación con el mismo período del 2006, el número de órdenes de pago creció un 12%, y el importe, un 15%. Los pagos intra-Estado miembro representaron el 78% del total de operaciones procesadas por TARGET y el 64% de su importe. El importe medio de estas operaciones se mantuvo en 5,4 millones de euros. Por tramos de importes, el 65% de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 9% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos intra-Estado miembro por un importe superior a mil millones de euros se situó en 193 operaciones. El día de máxima actividad del trimestre fue el 21 de di-

ciembre, fecha en que se procesó un total de 466.422 pagos.

PAGOS ENTRE ESTADOS MIEMBROS

En cuanto a las operaciones entre Estados miembros, TARGET procesó una media diaria de 85.269 pagos, por un importe medio total diario de 918 mm de euros, en el cuarto trimestre del 2007. En comparación con el trimestre anterior, esta cifra supuso un aumento del 6% en el número de pagos y del 2% en el importe. Con respecto al mismo período del 2006, el número de operaciones creció un 9% y el importe, un 21%. La proporción de pagos interbancarios en relación con la media diaria de operaciones entre Estados miembros fue del 46% en lo que se refiere al número de operaciones y del 95% en cuanto al importe. El importe medio de un pago interbancario disminuyó de 22,2 millones de euros a 22 millones de euros, y el de los pagos de clientes se mantuvo en 1,1 millones de euros. Por tramos de importes, el 64% de los pagos entre Estados miembros se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 14% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos entre Estados miembros por un importe superior a mil millones de euros se situó en 101 operaciones. El día de máxima actividad del trimestre fue el 20 de diciembre, fecha en que se procesó un total de 129.677 pagos.

DISPONIBILIDAD DE TARGET Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el cuarto trimestre del 2007, TARGET logró una disponibilidad general del 99,90%, en comparación con el 99,94% del trimestre anterior. El número de incidencias que afectó a la disponibilidad del sistema fue de 14, cinco más que en el trimestre precedente. Las incidencias que se consideran para calcular la disponibilidad de TARGET son las que impiden que se procesen los pagos durante diez minutos o más. En el cuarto trimestre del 2007 se produjo una incidencia de duración superior a dos horas. En el cuadro 3 se muestra la disponibilidad de TARGET para cada componente nacional, para la plataforma compartida única y



Cuadro 1 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: número de operaciones

(número de pagos)	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	22.062.699	22.069.092	22.882.111	23.473.483	24.951.015
Media diaria	350.202	344.830	369.066	361.130	389.859
Pagos intra-Estado miembro					
Total	17.153.073	17.071.952	17.746.830	18.261.887	19.493.777
Media diaria	272.271	266.749	286.239	280.952	304.590
Pagos entre Estados miembros					
Total	4.909.629	4.997.140	5.135.281	5.211.596	5.457.238
Media diaria	77.931	78.080	82.827	80.178	85.269
Otros sistemas					
EURO1 (EBA)					
Total	12.390.099	12.540.775	13.252.906	13.210.577	14.856.086
Media diaria	196.668	195.876	213.757	203.240	232.126
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	1.700.859	1.678.885	1.659.684	1.636.102	1.454.570
Media diaria	26.998	26.235	26.769	25.171	22.728
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	136.200	136.111	173.124	150.046	141.813
Media diaria	2.162	2.126	2.792	2.308	2.216

Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: importe de las operaciones

(mm de euros)	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	137.943	143.598	150.143	158.305	164.686
Media diaria	2.190	2.244	2.422	2.436	2.573
Pagos intra-Estado miembro					
Total	90.307	93.776	95.905	99.826	105.905
Media diaria	1.434	1.465	1.547	1.536	1.655
Pagos entre Estados miembros					
Total	47.637	49.822	54.237	58.478	58.782
Media diaria	756	778	875	900	918
Otros sistemas					
EURO1 (EBA)					
Total	12.766	13.480	13.876	15.112	15.766
Media diaria	203	210	224	233	246
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	3.795	3.883	4.459	4.571	3.352
Media diaria	60	61	72	70	52
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	114	128	115	111	114
Media diaria	2	2	2	2	2

Cuadro 3 Disponibilidad de TARGET para cada componente nacional y para el mecanismo de pagos del BCE

Componente nacional de TARGET	Disponibilidad IV 2007
Bélgica	99,94%
Dinamarca	99,78%
Alemania ¹	100,00%
Estonia	100,00%
Irlanda	100,00%
Grecia	99,74%
España	99,91%
Francia	99,64%
Italia	100,00%
Luxemburgo ¹	100,00%
Países Bajos	100,00%
Austria ¹	100,00%
Polonia	100,00%
Portugal	99,75%
Finlandia	99,54%
Reino Unido	100,00%
Mecanismo de pagos del BCE	99,35%
Plataforma compartida única ²	100,00%
Disponibilidad general de TARGET	99,90%

1) Estos componentes nacionales dejaron de funcionar el 16 de noviembre de 2007.

2) TARGET2 empezó a funcionar el 19 de noviembre de 2007, con la migración del primer grupo de países (Alemania, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Austria y Eslovenia) a la plataforma compartida única.

para el mecanismo de pagos del BCE. En el trimestre analizado, el 97,48% de los pagos entre Estados miembros se procesó en menos de cinco minutos, el 2,40% tardó de cinco a quince minutos, y el 0,09%, entre quince y treinta minutos. En promedio, el tiempo de procesamiento fue superior a treinta minutos en 30 pagos diarios, lo que debe considerarse en el contexto de una media de 85.269 pagos entre Estados miembros procesados diariamente.



DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2007

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

- 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 IWF 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.
- 862 «Stock market volatility and learning», por K. Adam, A. Marcet y J. P. Nicolini, febrero 2008.
- 863 «Population ageing and public pension reforms in a small open economy», por C. Nickel, P. Rother y A. Theophilopoulou, febrero 2008.
- 864 «Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects», por A. Afonso y M. St. Aubyn, febrero 2008.
- 865 «Explaining the Great Moderation: it is not the shocks», por D. Giannone, M. Lenza y L. Reichlin, febrero 2008.
- 866 «VAR analysis and the Great Moderation», por L. Benati y P. Surico, febrero 2008.
- 867 «Do monetary indicators lead euro area inflation?», por B. Hofmann, febrero 2008.
- 868 «Purdah: on the rationale for central bank silence around policy meetings», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, febrero 2008.
- 869 «The reserve fulfilment path of euro area commercial banks: empirical testing using panel data», por N. Cassola, febrero 2008.
- 870 «Risk management in action: robust monetary policy rules under structured uncertainty», por P. Levine, P. McAdam, J. Pearlman y R. Pierse, febrero 2008.
- 871 «The impact of capital flows on domestic investment in transition economies», por E. Mileva, febrero 2008.

- 872 «Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis», por H. Buddelmeyer, G. Mourre y M. Ward, febrero 2008.
- 873 «The Feldstein-Horioka fact», por D. Giannone y M. Lenza, febrero 2008.
- 874 «How arbitrage-free is the Nelson-Siegel model?», por L. Coroneo, K. Nyholm y R. Vidova-Koleva, febrero 2008.
- 875 «Global macro-financial shocks and expected default frequencies in the euro area», por O. Castrén, S. Déés y F. Zaher, febrero 2008.
- 876 «Are sectoral stock prices useful for predicting euro area GDP?», por M. Andersson y A. D'Agostino, febrero 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 (sólo en Internet).
«TARGET2-Securities progress report», octubre 2007 (sólo en Internet).
«Fifth progress report on TARGET2» con el anejo 1 «Information guide for TARGET2 users (version 1.0), el anejo 2 «User information guide to TARGET2 pricing» y el anejo 3 «TARGET2 compensation scheme, claim form», octubre 2007 (sólo en Internet).
«EU banking sector stability», noviembre 2007 (sólo en Internet).
«Euro money market survey», noviembre 2007 (sólo en Internet).
«Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution», noviembre 2007 (sólo en Internet).
«Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties», diciembre 2007.
«Financial Stability Review», diciembre 2007.
«Financial Stability Review», diciembre 2007.
«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union», enero 2008 (sólo en Internet).
«Oversight framework for card payment schemes – standards», enero 2008 (sólo en Internet).
«The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006», febrero 2008.

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.