



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

BOLETÍN MENSUAL  
MAYO

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 MAYO 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 7 de mayo de 2008.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



# ÍNDICE

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>	<b>ARTÍCULOS</b>	
<b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA</b>	<b>9</b>	Estabilidad de precios y crecimiento	<b>81</b>
Entorno exterior de la zona del euro	<b>9</b>	Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros	<b>95</b>
Evolución monetaria y financiera	<b>15</b>		
Precios y costes	<b>48</b>	<b>ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	<b>SI</b>
Producto, demanda y mercado de trabajo	<b>64</b>		
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	<b>74</b>	<b>ANEXOS</b>	
		Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	<b>I</b>
<b>Recuadros</b>		Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2007	<b>III</b>
1 La evolución monetaria subyacente: concepto e ilustración cuantitativa	<b>16</b>	Glosario	<b>IX</b>
2 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2008	<b>23</b>		
3 Evolución reciente de los diferenciales de rendimientos de la deuda pública	<b>38</b>		
4 Evaluación de la evolución de la inflación sectorial a partir de los datos de contabilidad nacional	<b>53</b>		
5 Mecanismos de indicación de los salarios en los países de la zona del euro	<b>57</b>		
6 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al segundo trimestre del 2008	<b>60</b>		
7 Evolución reciente de la actividad en los servicios de la zona del euro	<b>67</b>		



## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios del Total de la Economía
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 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 8 de mayo 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. Las tasas de inflación se han incrementado de forma significativa desde el otoño del 2007, debido principalmente al aumento de los precios de la energía y de los alimentos y, como ha declarado en ocasiones anteriores el Consejo de Gobierno, se espera que permanezcan elevadas durante un período bastante prolongado, antes de volver a reducirse de forma gradual. La información más reciente corrobora la valoración de que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, en un entorno de continuación del gran vigor de la expansión monetaria y crediticia. Al mismo tiempo, los fundamentos económicos de la zona del euro son sólidos y los últimos datos macroeconómicos continúan apuntando a un crecimiento moderado, aunque sostenido, del PIB real. No obstante, el nivel de incertidumbre derivado de las perturbaciones de los mercados financieros sigue siendo excepcionalmente elevado y todavía persisten las tensiones. 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 mantiene su firme compromiso de prevenir la generación de efectos de segunda vuelta y la materialización de riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio plazo y considera que la actual orientación de la política monetaria favorecerá la consecución de este objetivo. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

Por lo que se refiere al análisis económico, los datos más recientes sobre la actividad económica procedentes de las encuestas confirman las anteriores expectativas de crecimiento moderado, aunque sostenido, en el primer semestre del 2008. En particular, las cifras de producción industrial correspondientes a los primeros meses del año han mostrado capacidad de resistencia, mientras

que, en general, el clima económico ha continuado moderándose. En conjunto, la economía de la zona del euro se apoya en fundamentos sólidos y no presenta desequilibrios importantes.

En consonancia con las previsiones disponibles, se espera que tanto la demanda interna como la externa respalden la continuación del crecimiento del PIB real de la zona del euro en el 2008, aunque a tasas inferiores a las del 2007. Se espera que el crecimiento de la economía mundial, aún moderándose, mantenga el pulso, beneficiándose, en particular, del intenso crecimiento de economías emergentes, lo que continuaría prestando apoyo a la demanda externa de la zona del euro. Asimismo, el crecimiento de la inversión debería continuar favoreciendo la actividad económica, por cuanto la utilización de la capacidad productiva sigue siendo elevada y la rentabilidad del sector de sociedades no financieras se ha mantenido. Paralelamente, 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, lo cual favorece la renta real disponible y, en consecuencia, el crecimiento del consumo, pese a que el poder adquisitivo se está viendo reducido a causa del aumento de los precios de la energía y de los alimentos.

La incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento económico sigue siendo elevada y continúan existiendo riesgos a la baja. Estos riesgos están relacionados, en particular, con la posibilidad de que las perturbaciones en los mercados financieros tengan un impacto sobre la economía real más negativo de lo previsto. Asimismo, los riesgos a la baja tienen origen en el efecto moderador sobre el consumo y la inversión de nuevos aumentos no previstos de los precios de la energía y de los alimentos, así como en las presiones proteccionistas y en una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se ha mantenido por encima del 3% durante los seis meses precedentes y, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, se situó en el 3,3%

en abril del 2008. Estas cifras confirman la persistencia de las intensas presiones alcistas a corto plazo sobre la inflación, derivadas, principalmente, de los fuertes incrementos que han experimentado en todo el mundo los precios de la energía y de los alimentos durante los últimos meses.

En cuanto al futuro, tomando como base los actuales precios de los futuros sobre la energía y los alimentos, es probable que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles significativamente superiores al 2% en los próximos meses y que se modere, aunque sólo de forma gradual, durante el 2008. En consecuencia, la zona del euro está atravesando un período bastante prolongado de tasas de inflación interanuales elevadas. Para garantizar que los altos niveles actuales sigan revistiendo carácter temporal es indispensable que no se afiancen en las expectativas de inflación a más largo plazo y que no den lugar a efectos de segunda vuelta generalizados sobre el proceso de fijación de precios y salarios.

Las perspectivas de inflación a medio plazo siguen estando sujetas a riesgos claramente al alza, entre los que se incluye la posibilidad de nuevas subidas de los precios de la energía y de los alimentos, así como de aumentos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta ahora. Lo que es más importante, existe el riesgo de que el proceso de fijación de precios y salarios pudiera intensificar las presiones inflacionistas. En particular, es posible que la capacidad de fijación de precios de las empresas, especialmente en los segmentos de mercado con un bajo nivel de competencia, resulte mayor de lo previsto; a ello se añade que el crecimiento de los salarios puede ser más dinámico de lo esperado, teniendo en cuenta la elevada utilización de la capacidad productiva, la ausencia de holguras en los mercados de trabajo y el riesgo de aparición de efectos de segunda vuelta debido al elevado nivel de las actuales tasas de inflación.

En estas circunstancias, resulta crucial que todas las partes, tanto del sector privado como del sector público, asuman sus responsabilidades. En el proceso de determinación de los salarios, es preciso tener en cuenta la evolución de la productividad, el

nivel todavía alto del desempleo en muchas economías y los niveles de competitividad de precios. La moderación de los incrementos de los costes laborales resulta especialmente necesaria en aquellos países que han visto reducida su competitividad en términos de precios en los últimos años. Deben evitarse efectos de segunda vuelta derivados del impacto del aumento de los precios de la energía y de los alimentos sobre el proceso de fijación de precios y salarios. 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 Consejo de Gobierno realiza un seguimiento particularmente atento de las negociaciones salariales en la zona del euro. En su opinión, es fundamental que los acuerdos salariales sigan siendo responsables, a fin de mantener la estabilidad de precios a medio plazo y, en consecuencia, el poder adquisitivo de los ciudadanos de la zona del euro.

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 fortaleza situándose en el 10,3% en marzo, respaldado por el continuado dinamismo del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de M1 continuó moderándose en marzo, debido a que el aumento de los tipos de interés a corto plazo fomentó nuevos desplazamientos desde depósitos a la vista hacia depósitos a plazo. El impacto de la curva de rendimientos plana y otros factores de naturaleza temporal sugieren que actualmente el crecimiento interanual de M3 sobrestima del ritmo de crecimiento monetario subyacente. 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.

El aumento del endeudamiento de los hogares se ha moderado durante los últimos meses, como re-

flejo de la influencia de la subida de los tipos de interés a corto plazo y del enfriamiento de los mercados de la vivienda en algunos lugares de la zona del euro. Sin embargo, el crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras ha mantenido su notable fortaleza. El endeudamiento bancario de las sociedades no financieras de la zona del euro creció a una tasa interanual del 15% en el período de doce meses hasta marzo del 2008 y el flujo de préstamos ha sido intenso en los últimos meses, si bien cabe esperar que el ritmo disminuya en cierta medida en el futuro, dados el endurecimiento de las condiciones de financiación y la mayor lentitud del crecimiento económico.

Por el momento, existe poca evidencia de que las perturbaciones observadas en los mercados financieros desde principios de agosto del 2007 hayan influido significativamente en la evolución del agregado monetario amplio y de los préstamos. 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 de 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 claramente 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 en el que no existen señales significativas de restricciones en la oferta de préstamos bancarios. Los fundamentos económicos de la zona del euro son sólidos y los últimos datos macroeconómicos continúan apuntando a un crecimiento moderado, aunque sostenido, 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 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 orienta-

ción de la política monetaria favorecerá la consecución de este objetivo y mantiene su firme compromiso de prevenir 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.

En lo concerniente a las políticas fiscales, las últimas previsiones de la Comisión Europea apuntan a un incremento de la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro en el 2008, seguido de un ligero aumento adicional en el 2009. Este deterioro se debe en parte a las condiciones menos favorables del entorno económico y a que probablemente dejen de obtenerse ingresos extraordinarios como en años precedentes. Sin embargo, también refleja la paralización del saneamiento presupuestario y la introducción de nuevas medidas que incrementan el déficit en una serie de países con desequilibrios presupuestarios, algunos de ellos con déficit elevados. En varios países, existen riesgos claros para el cumplimiento de sus objetivos a medio plazo a más tardar en el 2010, conforme al compromiso adquirido por los gobiernos de la zona del euro en su reunión celebrada en Berlín en abril del 2007. En dichos países, es imprescindible aplicar políticas mucho más ambiciosas. En todos los países, unas políticas fiscales prudentes contribuirían asimismo a contener las actuales presiones inflacionistas.

En las circunstancias actuales, también es importante reforzar el programa de reformas estructurales, especialmente a fin de fomentar la integración del mercado y de reducir las rigideces de los mercados de trabajo y productos. Unas políticas encaminadas a mejorar la competencia en aquellos segmentos del mercado en los que ésta es reducida, como el de servicios y el energético, permitirían un ajuste del comportamiento de los precios y, en consecuencia, contribuirían a reducir las presiones inflacionistas. Asimismo, unas políticas dirigidas a incrementar el crecimiento de la productividad tendencial contribuirían a atenuar las subidas de los costes laborales unitarios y, en última instancia, también a aumentar el empleo.



La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primer artículo se analizan las razones por las que cabe esperar que la inflación ejerza sistemáticamente un efecto perjudicial sobre la actividad económica real, se examina parte de la evidencia empírica sobre la relación entre la inflación y el crecimiento del producto y se exponen los efectos positivos del mantenimiento de la estabilidad de precios sobre el potencial productivo a largo plazo de la economía. El segundo artículo analiza

la ejecución de las operaciones de mercado abierto del Eurosistema durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros. La conclusión que se extrae del artículo es que el marco operativo del Eurosistema ha demostrado flexibilidad y bastante capacidad de resistencia frente a esas turbulencias y no ha sido necesario realizar cambios estructurales para hacer frente al aumento de la volatilidad observado en el mercado monetario de la zona del euro desde el pasado mes de agosto.

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

En el contexto de las turbulencias que han afectado a los mercados financieros, la actividad económica mundial, aunque sigue, en general, dando muestras de resistencia, continúa viéndose afectada por el debilitamiento que experimentan las principales economías desarrolladas. No obstante, la relativa solidez del crecimiento económico en los mercados emergentes sigue respaldando el ritmo de expansión de la economía mundial. Al mismo tiempo, la inflación general medida por los precios de consumo se mantiene en niveles elevados en los países de la OCDE, como resultado de las persistentes presiones al alza sobre los precios de las materias primas. En general, los riesgos para las perspectivas de crecimiento continúan situándose a la baja.

### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

En el contexto de las turbulencias que han afectado a los mercados financieros, la actividad económica mundial, aunque sigue, en general, dando muestras de resistencia, continúa viéndose afectada por el debilitamiento que experimentan las principales economías desarrolladas. No obstante, la relativa solidez del crecimiento económico en los mercados emergentes sigue respaldando el ritmo de expansión de la economía mundial. En abril, la evidencia de las encuestas indicaba que dicha actividad podría haberse desacelerado algo más, especialmente en el sector manufacturero.

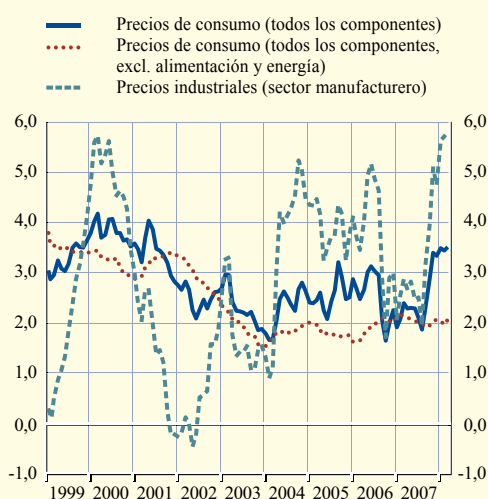
En los países de la OCDE, la inflación general, medida por los precios de consumo, se mantiene en niveles elevados, como resultado de las persistentes presiones al alza sobre los precios de las materias primas. En marzo aumentó un 3,5% (en tasa interanual), en comparación con el 3,4% del mes anterior. Excluidos los alimentos y la energía, la tasa de inflación interanual permaneció prácticamente estable en marzo en un 2,1%. La evidencia de las encuestas sobre los precios mundiales de los consumos intermedios sugiere que la inflación de costes se mantiene en niveles elevados, como consecuencia en gran medida de los altos precios del petróleo, la escasez de algunas materias primas y el aumento de los costes laborales.

#### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el ritmo de la actividad económica siguió siendo moderado en el primer trimestre del 2008. El PIB real creció a una tasa intertrimestral anualizada del 0,6% según las estimaciones preliminares, la misma tasa que en el último trimestre del 2007. La mayor contribución al crecimiento del PIB tuvo su origen en un ajuste de las existencias, que sumó 0,8 puntos porcentuales al crecimiento anualizado y compensó con creces la contracción de la demanda interna final. La demanda exterior neta de bienes y servicios también respaldó el crecimiento del PIB, aunque en menor medida que en los trimestres anteriores. Los componentes de la demanda interna final indican un nuevo descenso de la tasa de crecimiento del gasto en consumo personal (hasta una tasa anualizada del 1%, desde el 2,3% del trimestre anterior) y una contracción de la inversión tanto residencial como no residencial. La inversión residencial se redujo a una tasa anualizada del 26,7% en el primer trimestre del

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: OCDE.

2008, la mayor caída intertrimestral registrada desde el inicio del ajuste del mercado de la vivienda actualmente en curso, mientras que la inversión no residencial descendió un 2,5%.

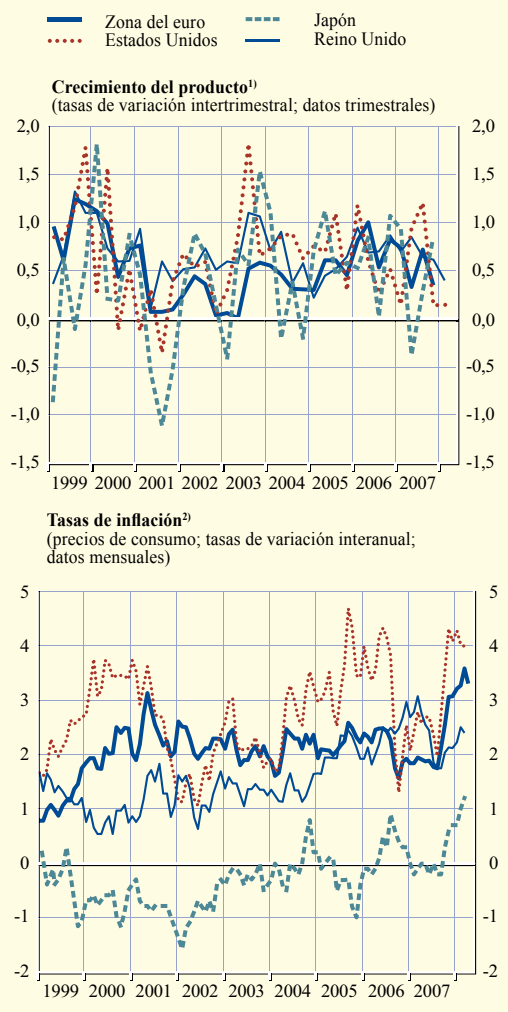
Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación general medida por el IPC se mantuvo en el 4% en marzo, sin cambios con respecto a febrero. Las presiones al alza sobre la inflación, como consecuencia de las nuevas alzas de los precios de la energía han persistido en los meses siguientes. La inflación subyacente medida por el IPC (excluidos los alimentos y la energía) aumentó un 2,4% en marzo en comparación con la cifra registrada un año antes, ligeramente con respecto al 2,3% observado en febrero.

El 30 de abril, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió rebajar en 25 puntos básicos, hasta el 2%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. En el comunicado que acompañó a la decisión se señalaba que la actividad económica seguía siendo débil y que los mercados financieros estaban sometidos a considerables tensiones. Entre los factores que podrían afectar al crecimiento económico en los próximos trimestres se mencionaban las restrictivas condiciones en materia de concesión de créditos y la intensificación de la contracción en el mercado de la vivienda. Para mejorar la situación de liquidez, la Reserva Federal anunció nuevas medidas de política monetaria el 2 de mayo, incluido un aumento del volumen de recursos de la *Term Auction Facility*, una ampliación de las garantías pignorable en el marco de la *Term Securities Lending Facility*, e incrementos en los mecanismos monetarios recíprocos transitorios con el Banco Central Europeo y el Banco Nacional de Suiza.

## JAPÓN

En Japón, se ha producido una desaceleración de la actividad económica en los últimos meses, tras la revisión de la Ley de Normas de Edificación en junio del 2007, que trajo consigo una significativa caída de las viviendas iniciadas en el segundo semestre del pasado año. Los resultados de la encuesta Tankan del Banco de Japón, correspondiente a marzo del 2008, apuntan a un nuevo y ligero deterioro de la situación económica de las grandes empresas en el primer trimestre del 2008 en un contexto de creciente incertidumbre en la economía mundial. Además, el clima empresarial entre las pequeñas y medianas empresas volvió a empeorar en el primer trimestre del 2008. En general, de la encuesta Tankan se deduce que, a corto plazo, las perspectivas de la economía japonesa son menos favorables.

**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.

La inflación medida por los precios de consumo ha repuntado últimamente como resultado de la subida de los precios de las materias primas importadas, mientras que las presiones inflacionistas internas han seguido siendo moderadas (véase gráfico 2). En marzo del 2008, la tasa de variación interanual del IPC (y del PIC, excluidos los alimentos frescos) fue del 1,2%, frente al 1% de febrero; este incremento es atribuible, en su mayor parte, a los precios de la energía y de los productos alimenticios elaborados. La tasa de variación interanual del IPC, excluidos los alimentos y la energía, fue del 0,1% en marzo, tras el -0,1% registrado en febrero.

En su reunión de 9 de abril de 2008, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,50%, el tipo de interés oficial de los préstamos a un día sin garantía.

### REINO UNIDO

En el Reino Unido, la estimación provisional del crecimiento intertrimestral del PIB real en el primer trimestre del 2008 sugiere una moderación (desde el 0,6% registrado en el trimestre anterior hasta el 0,4%). Al mismo tiempo, el crecimiento intertrimestral de las ventas al por menor en los tres meses transcurridos hasta marzo superó las expectativas de los mercados, mientras que los indicadores de confianza de los consumidores han experimentado recientemente un descenso. En marzo del 2008, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo estable en el 2,5%, ya que las contribuciones positivas del aumento de los precios del transporte, el gas y la electricidad se compensaron, en gran medida, con las contribuciones negativas de los precios del mobiliario, el ocio y la cultura. Los precios industriales del sector manufacturero subieron de nuevo en marzo, debido principalmente al alza de los precios de los productos petrolíferos.

El 8 de mayo de 2008, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener sin variación, en el 5%, su principal tipo de interés oficial.

### OTROS PAÍSES EUROPEOS

En los otros grandes países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, las tendencias del crecimiento del PIB y de los indicadores de actividad a corto plazo siguieron siendo heterogéneas. La inflación se mantuvo en niveles más bien elevados.

En el cuarto trimestre del 2007, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se situó en el 0,8% y el 0,3% en Suecia y Dinamarca, respectivamente. Aunque, hasta ahora, no se han publicado datos sobre las cuentas nacionales correspondientes al primer trimestre del 2008, se estima que el crecimiento del PIB ha seguido siendo sólido en Suecia, pero más bien débil en Dinamarca. En Suecia, la mayoría de los indicadores de confianza repuntaron en marzo, situándose por encima de las medias de largo plazo; también la producción industrial y las exportaciones experimentaron un robusto crecimiento. En Dinamarca, los indicadores de confianza siguieron deteriorándose en general y se situaron por debajo de las medias de largo plazo. Además, se produjo una contracción de la producción del sector manufacturero. En marzo, la inflación interanual medida por el IAPC se elevó hasta el 3,2% en Suecia, principalmente como consecuencia de la evolución de los precios de los servicios y los alimentos, mientras que en Dinamarca se mantuvo sin variación en el 3,3%.

En tres de los países más grandes de Europa central y oriental, el crecimiento del PIB real fue robusto en el último trimestre del 2007. En tasas intertrimestrales, el PIB real creció un 1,7% en la República Checa y un 2% Polonia, mientras que en tasas interanuales, el crecimiento fue del 6,6% en Rumanía. Por el contrario, en Hungría el crecimiento del PIB siguió siendo lento, a una tasa del 0,1%. Los indicadores de confianza de la Comisión Europea no apuntan a ningún cambio de importancia en el ritmo de expansión en estos países en el primer trimestre del 2008. En marzo del 2008, la inflación interanual medida por el IAPC volvió a aumentar en Rumanía (hasta el 8,7%), al tiempo que se redujo en la República Checa



(hasta el 7,1%) y Polonia (hasta el 4,4%) y se mantuvo sin variación (en el 6,7%) en Hungría. El 28 de abril, el Magyar Nemzeti Bank decidió elevar su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos hasta el 8,25%. Esta decisión estuvo motivada por un deterioro de las perspectivas de inflación. De la misma manera, el 6 de mayo, la Banca Națională a României decidió elevar su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 9,75%, con la intención de anclar las expectativas de inflación.

### **ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA**

A pesar del debilitamiento de la demanda mundial, como consecuencia de la desaceleración experimentada en las grandes economías industrializadas, la actividad económica continuó siendo sólida en las economías emergentes de Asia a comienzos del 2008. La solidez de la demanda en esta región y en otras economías emergentes contribuyó al mantenimiento de las exportaciones. El reciente repunte de los precios de los alimentos y de otras materias primas ha propiciado un incremento de la inflación general medida por los precios de consumo en la mayoría de las economías de la región. La inflación, medida por los precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía, también ha seguido aumentando, aunque todavía a un ritmo más moderado.

En China, el PIB real creció un 10,6% en tasa interanual en el primer trimestre del 2008. La demanda interna fue el principal factor determinante del crecimiento económico; la tasa de crecimiento de la inversión en activos fijos urbanos y las ventas al por menor de bienes de consumo experimentaron una aceleración hasta el 25,9% y el 20,6%, respectivamente, en términos nominales. Las exportaciones, en particular a Estados Unidos, siguieron decreciendo. El superávit comercial acumulado durante los tres primeros meses del 2008 fue de 41,1 mm de dólares estadounidenses, lo que representa una caída del 11% en comparación con el mismo período del año anterior. La inflación medida por el IPC fue del 8% en marzo, frente al 8,7% de febrero. Dado el alto nivel de autosuficiencia en la producción de cereales, las subidas de los precios de los alimentos en China han tenido su origen, hasta ahora, en una caída transitoria en la oferta de productos cárnicos, más que en los elevados precios internacionales de los cereales. No obstante, la persistencia de las presiones alcistas de los costes de una gama de productos básicos, recursos energéticos y materias primas aumenta el riesgo de que se produzcan subidas de precios más acusadas en un segmento más amplio de bienes de consumo. En abril, el Banco Central de la República Popular China elevó, por tercera vez en lo que va de año, el coeficiente de reservas mínimas obligatorias de las entidades de crédito en 50 puntos básicos hasta el 16%.

### **AMÉRICA LATINA**

En América Latina, se ha mantenido el dinamismo de la actividad económica, habiéndose registrado, en febrero, aumentos de la producción industrial del 5,7% en Argentina, del 9,7% en Brasil y del 5,4% en México, en comparación con un año antes. Las ventas del comercio al por menor también han sido elevadas, especialmente en Brasil, en donde el volumen de ventas se incrementó un 8,2% en tasa interanual en febrero. No obstante, al mismo tiempo, la robusta actividad económica y la subida de los precios de las materias primas están dando lugar a un repunte de la inflación general en toda la región. En marzo, los precios de consumo se situaban un 8,8% por encima del nivel registrado un año antes en Argentina, un 4,7% en Brasil y un 4,3% en México). Para hacer frente al aumento de la inflación y de las expectativas inflacionistas, el Banco Central de Brasil, en la reunión celebrada los días 15 y 16 de abril, elevó el tipo de interés oficial en 50 puntos básicos hasta el 11,75%.

## **I. 2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS**

En abril, los precios del petróleo continuaron su escalada hasta alcanzar niveles sin precedentes muy por encima de los 100 dólares estadounidenses, situándose en 116,5 dólares el 6 de mayo. Los pre-

cios del petróleo oscilan actualmente en torno a un 24% por encima de los niveles observados a principios del año (en euros, el aumento ha sido de alrededor del 17%). Dados la política de la OPEP de restringir la producción de petróleo y el alto grado de utilización de la capacidad productiva, subsiste la preocupación en los mercados respecto al abastecimiento a largo plazo. La Agencia Internacional de la Energía revisó a la baja sus proyecciones de demanda y oferta mundiales de petróleo e identificó riesgos a la baja para la oferta en el caso de que se retrasen los proyectos de nuevos aumentos de la producción. Los mercados también percibieron riesgos a la baja en lo que respecta a la oferta mundial de combustibles, ya que, como consecuencia del aumento de la inflación de precios de los alimentos se han comenzado a reconsiderar las políticas sobre biocombustibles en algunos países de la OCDE. En un contexto de tensiones en los mercados, tanto la persistencia de las tensiones geopolíticas como las huelgas en una refinería escocesa han intensificado las presiones al alza sobre los precios del petróleo.

De cara al futuro, es probable que los precios del petróleo se mantengan en niveles históricamente elevados en el corto plazo y que sigan siendo muy sensibles a las pequeñas variaciones de los márgenes de oferta y demanda, así como a la evolución del entorno geopolítico. Como consecuencia, la incertidumbre en los mercados sigue siendo alta, y la distribución que ello implica para los precios futuros del crudo, basándose en las opciones, indica un intervalo de confianza del 90%, que oscila entre 69 y 160 dólares estadounidenses para los precios de los futuros con entrega en diciembre del 2008. Los participantes en los mercados prevén que los precios se sitúen en torno a 113 dólares para finales del 2009.

En abril, los precios de las materias primas no energéticas se recuperaron parcialmente de las ventas realizadas en los mercados a mediados de marzo. En particular, los precios de los alimentos repuntaron una vez más, debido al aumento de la competencia para conseguir tierras de cultivo, en un contexto de fuerte demanda por parte de las economías emergentes y de incremento de la producción de biocombustibles. Al sustituirse los cultivos de maíz y soja por los de trigo, el precio de este último cereal bajó ligeramente, pero los del maíz y la soja siguieron aumentando. Las presiones sobre los precios se vieron exacerbadas por un número cada vez mayor de prohibiciones y restricciones a la exportación de materias primas alimenticias (por ejemplo, el arroz) en los mercados emergentes. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de abril, aproximadamente un 23% por encima del nivel observado un año antes.

### 1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Si bien el comercio internacional sigue siendo relativamente dinámico en general, es probable que la moderación de la expansión a escala mundial se traduzca en cierto debilitamiento de la demanda exterior

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas

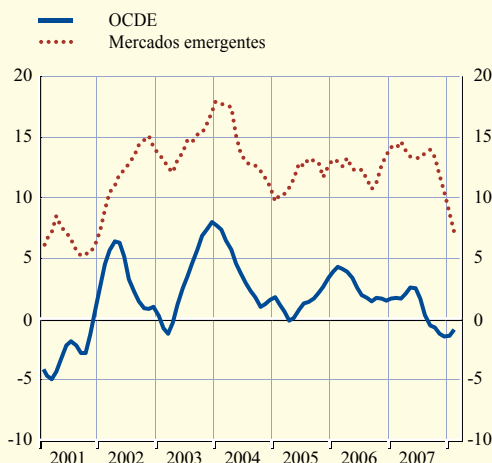


de bienes y servicios de la zona del euro. En febrero, el indicador sintético adelantado de la zona del euro sugiere para los países que integran esta organización una desaceleración de la actividad económica en el futuro (véase gráfico 4). El indicador también apunta a una cierta moderación del crecimiento en Brasil, China, India y Rusia. A pesar de esta desaceleración, se espera que el crecimiento de la economía mundial siga siendo firme.

En general, se estima que persisten los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento. Estos riesgos están relacionados con la posibilidad de que las turbulencias en los mercados financieros tengan un impacto más negativo de lo previsto anteriormente en la economía real. Además, existen riesgos a la baja asociados a la posibilidad de nuevas subidas imprevistas de los precios de la energía y de los alimentos, 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, India y Rusia.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

En marzo del 2008, la tasa de crecimiento interanual de M3 disminuyó hasta el 10,3%, debido, en gran medida, a un efecto de base. A pesar de este fuerte descenso, el crecimiento de este agregado monetario amplio mantuvo su vigor, estimulado por los desplazamientos desde instrumentos líquidos y de mayor riesgo no incluidos en M3 hacia activos monetarios, que tienen su origen en el relativo aplanamiento de la curva de rendimientos. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de M1 continuó la tendencia a la baja observada durante el año y medio precedente, como consecuencia, sobre todo, de los desplazamientos desde depósitos a un día hacia depósitos a plazo hasta dos años. Si se analiza la evolución monetaria desde una perspectiva general, la continuada e intensa expansión de los préstamos concedidos por las IFM al sector no financiero y el fuerte crecimiento de los depósitos de los hogares respaldan la tesis de que la tasa subyacente de expansión monetaria en la zona del euro siguió siendo elevada en el mes de marzo. Sin embargo, no fue tan sólida como sugerirían actualmente los datos de M3, ni tan débil como podría implicar la actual tasa de crecimiento de M1. Hasta el momento, parece que las tensiones de los mercados financieros no han afectado de forma importante al crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios, aunque vuelven a existir indicios de impactos en determinados componentes y contrapartidas de M3, que en conjunto se compensan entre sí. En general, la dinámica expansión monetaria subyacente continúa apuntando a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

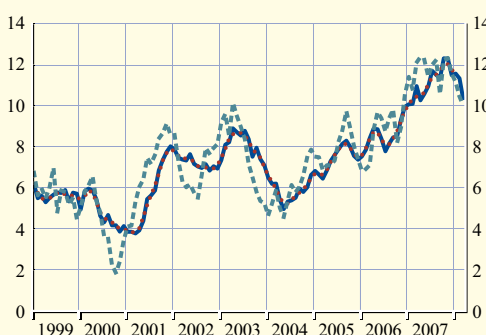
En marzo del 2008, la tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 10,3%, desde el 11,3% observado en febrero (véase gráfico 5), principalmente como consecuencia de un efecto de base, ya que el importante flujo hacia M3 de marzo del 2007 desapareció del cálculo de la citada tasa. La tasa de crecimiento intermensual se situó en el 0,7%, un nivel ligeramente inferior a la media observada los seis meses anteriores, pero aún así elevado. Por tanto, la dinámica a más corto plazo de M3, medida por la tasa de crecimiento de seis meses anualizada, conservó su solidez.

Pese al descenso de marzo, la tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo elevada y continuó generando una sobreestimación de la tasa subyacente de expansión monetaria en la zona del euro, debido al efecto positivo del relativo aplanamiento de la curva de rendimientos. En este contexto, la remuneración de los activos monetarios resulta atractiva en comparación con activos de mayor riesgo y a más largo plazo no incluidos en M3, lo que favorece los desplazamientos hacia los depósitos de M3 (en el recuadro 1, titulado «La evolución monetaria subyacente: concepto e ilustración cuantitativa», se describe detalladamente el concepto de evolución monetaria «subyacente»). Sin embargo, aun teniendo en cuenta el impacto del aplanamiento de la curva de rendimientos, existen otros factores —como el persistente e intenso crecimiento de los préstamos al sector financiero no privado y el fuerte crecimiento de los depósitos de los hogares— que sugieren que la tasa subyacente de expansión monetaria mantiene su vigor.

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.



Al mismo tiempo, los datos monetarios de marzo confirman, asimismo, que los aumentos de los tipos de interés a corto plazo registrados desde diciembre de 2005 siguen influyendo en la evolución monetaria y del crédito, lo cual se plasma en la nueva moderación de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a hogares y de M1.

Hasta el momento, parece que las tensiones actuales de los mercados financieros no han afectado de forma importante al crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios. Al mismo tiempo, vuelven a existir indicios de impactos en determinados componentes y contrapartidas de M3 que están estrechamente relacionados con la naturaleza de las turbulencias. Por ejemplo, por el lado de las contrapartidas, el continuo y elevado crecimiento tanto de las compras de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM como de los préstamos de las IFM a las instituciones financieras no monetarias distintas de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (es decir, otros intermediarios financieros) podría reflejar, hasta cierto punto, el apoyo prestado por las entidades de crédito a los fondos de titulización asociados que estaban experimentando dificultades de financiación. Sin embargo, el efecto neto de estos acontecimientos sobre el agregado monetario amplio y los agregados crediticios es reducido.

#### Recuadro I

##### LA EVOLUCIÓN MONETARIA SUBYACENTE: CONCEPTO E ILUSTRACIÓN CUANTITATIVA

El objetivo principal del BCE es mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. Dado que la inflación es un fenómeno monetario a medio y largo plazo, el BCE ha atribuido un papel importante al dinero en su estrategia de política monetaria.

Una forma de aplicar este principio teórico en los análisis históricos (es decir, los análisis ex post retrospectivos) es estudiar el vínculo existente entre el componente de baja frecuencia (o componente de carácter permanente) de la inflación y una medida adecuadamente definida del «dinero». Los estudios recientes que se centran en este tipo de análisis en una serie de países y con horizontes a largo plazo<sup>1</sup> han reforzado la tesis de que la relación entre los movimientos tendenciales subyacentes del crecimiento monetario y la inflación forma parte de la estructura profunda de la economía. En primer lugar, esta relación permaneció intacta con muchos sistemas de política diferentes. En segundo lugar, la relación siguió siendo estrecha tanto en países con una trayectoria de baja inflación como en países con una inflación elevada. Por último, parece que los movimientos tendenciales subyacentes del crecimiento monetario preceden en algunos años a los que registra la inflación, lo cual permite que la política monetaria contenga las presiones inflacionistas que se derivan de la evolución monetaria tendencial subyacente, siempre que se puedan identificar con rapidez.

En tiempo real, los responsables de la toma de decisiones políticas tienen que basarse en la información disponible. Por tanto, las herramientas diseñadas para analizar cualquier evolución pasada (y que, para construir una medida de la tendencia subyacente, usan la información procedente de las series temporales completas, en vez de la información disponible en el momento de una decisión) no son muy útiles. Para solventar esta cuestión y que el análisis sea relevante para los citados responsables, éste tiene que poseer un alcance más amplio y emplear algunas técnicas empíricas para identificar la expansión monetaria subyacente en tiempo real, basándose sólo en la información disponible.

1 Para más detalles, véase el discurso titulado «Enhancing monetary analysis» presentado por J. Stark, miembro del Comité Ejecutivo, en la conferencia «The ECB and its Watchers IX» celebrada en Fráncfort del Meno el 7 de septiembre de 2007, y las referencias que se hacen en el mismo.

Inevitablemente, cada una de estas técnicas es imperfecta. En este recuadro se examinan algunas de ellas, como las herramientas basadas en series temporales, las medidas basadas en la exclusión y los modelos estructurales, y se presentan algunas regularidades empíricas en relación con el «crecimiento monetario subyacente» de los últimos trimestres.

### Medidas basadas en series temporales

Estas medidas tratan de discriminar entre los componentes «transitorios» y los «permanentes» de la evolución monetaria observada, utilizando una serie de filtros estadísticos, el último de los cuales refleja la estimación empírica del crecimiento monetario «subyacente»<sup>2,3</sup>. Un enfoque alternativo basado también en series temporales interpreta el crecimiento monetario «subyacente» como el componente del crecimiento monetario que es común para distintas variables monetarias, por ejemplo, un conjunto importante de subcomponentes, contrapartidas y saldos de M3 por sectores, y trata de extraer este elemento común utilizando los denominados modelos factoriales<sup>4</sup>.

### Medidas basadas en la exclusión

Con este enfoque se construyen medidas del crecimiento monetario que se centran en determinados sectores tenedores de dinero o en ciertos pasivos de las IFM incluidos en M3, sobre la base de que estos elementos son más representativos de la evolución monetaria subyacente. Por ejemplo, se podría argumentar que los saldos de M3 de los hogares proporcionan una idea mejor de las tendencias subyacentes del crecimiento monetario que los de las instituciones financieras no monetarias. Dos argumentos principales respaldarían esta tesis: en primer lugar, los saldos monetarios de los hogares son, en general, bastante menos volátiles que los saldos de M3 de las instituciones financieras no monetarias y, en segundo lugar, los saldos de M3 de los hogares están relacionados de forma más estrecha con las decisiones de gasto, ofreciendo así un vínculo más directo con la evolución de los precios de consumo. Al mismo tiempo, al igual que en el caso de las medidas basadas en la exclusión que se emplean para evaluar la evolución de la inflación, la utilidad de cualquier medida concreta depende, en gran parte, de la situación específica, y probablemente no se podrá aplicar de forma generalizada en cualquier circunstancia.

### Medidas estructurales y semiestructurales

Por último, pueden utilizarse enfoques semiestructurales o estructurales para construir una medida empírica que refleje el concepto teórico de «crecimiento monetario subyacente».

En el enfoque semiestructural<sup>5</sup>, el criterio de expertos se combina con un análisis basado en modelos econométricos de demanda de dinero. El objetivo de este enfoque es distinguir varios componentes de la evolución monetaria, a saber:

- los que son atribuibles a alteraciones y factores especiales e identificables que no están relacionados con las presiones inflacionistas futuras;

2 Véase, por ejemplo, L. Christiano y T. J. Fitzgerald, «The bandpass filter», *International Economic Review*, 44(2), 2003, pp. 435-465.

3 Véase A. Bruggeman, G. Camba-Mendez, B. Fischer y J. Sousa, «Structural filters for monetary analysis: inflationary movements of money in the euro area», Working Paper n.º 470, BCE, 2005.

4 Esta metodología se describe en R. Cristadoro, M. Forni, L. Reichlin y G. Veronese, «A core inflation indicator for the euro area», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, n.º 3, junio del 2005, pp. 539-560.

5 Para más detalles, véase K. Masuch, H. Pill y C. Willeke, «Framework and tools of monetary analysis», H.-J. Klöckers y C. Willeke (eds.), *Monetary Analysis: Tools and Applications*, BCE, 2001.

- los que se derivan de cambios actuales en los factores determinantes del dinero, pero que no indican riesgos inmediatos para la estabilidad de precios;
- los que resultan de cambios actuales en los factores determinantes del dinero que indican riesgos para la estabilidad de precios; y
- los que están influidos por otras perturbaciones monetarias no recogidas en los modelos de demanda de dinero, como un aumento posiblemente transitorio de la eficiencia del sector bancario, que afectan a los riesgos para la estabilidad de precios futura.

En este contexto, una medida natural del crecimiento monetario «subyacente» es la suma de los dos últimos componentes, es decir, aquellos que apuntan a riesgos para la estabilidad de precios. Éste es el objetivo principal del análisis monetario.

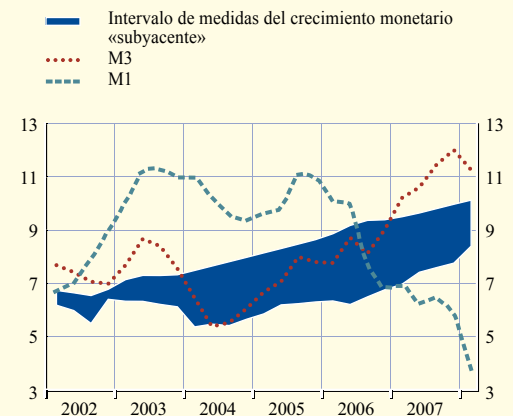
Un ejemplo de una corrección del crecimiento total de M3 dentro de este marco fue la elaboración de la serie de M3 corregido por los extraordinarios desplazamientos de cartera registrados entre el 2001 y el 2003<sup>6</sup>. Este análisis llevó a la construcción de una serie de crecimiento monetario corregido o «subyacente», que excluyó los importantes desplazamientos de cartera hacia activos monetarios seguros y líquidos en una época en la que se intensificó la incertidumbre económica y financiera, a raíz de la significativa corrección que se produjo en los mercados bursátiles y de los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001.

En vez de utilizar la desagregación del crecimiento monetario en las contribuciones derivadas de sus principales factores determinantes, se puede emplear un modelo estructural en el que se pueda identificar y cuantificar el impacto causado sobre el crecimiento de M3 por «perturbaciones» de naturaleza y origen diferentes. Un ejemplo de este enfoque es un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE, en sus siglas en inglés) con fricciones financieras y un sector bancario explícito<sup>7</sup>. En este modelo, el crecimiento monetario «subyacente» se mide empíricamente como la suma de las «perturbaciones» que deberían estar relacionadas con las presiones inflacionistas (lo cual excluye, en concreto, las perturbaciones en la demanda de dinero relacionadas con meras decisiones de cartera). Sin embargo, dado que dichos modelos tienen un carácter altamente estilizado, es necesaria la cautela cuando se emplean en la aplicación de decisiones de política en tiempo real.

Todas las medidas empíricas descritas anteriormente son, sin duda, medidas imperfectas del concepto de evolución monetario «subyacente». Por tanto, es necesario analizar distintos enfoques en vez

### Medidas empíricas del crecimiento monetario «subyacente»

(tasas de variación interanual: datos desestacionalizados y ajustados de efectos de calendario)



Fuente: BCE, cálculos del BCE.

Nota: El intervalo de medidas que recogen el crecimiento monetario «subyacente» se fundamenta en una medida basada en la exclusión (estimación del crecimiento interanual de los saldos de M2 de los hogares más las cesiones temporales) y tres medidas basadas en series temporales (filtro pasabanda asimétrico de Christiano-Fitzgerald para movimientos del crecimiento de M3 con una frecuencia superior a diez días, filtro multivariante descrito en la fuente facilitada en la nota 3 y un modelo factorial dinámico).

<sup>6</sup> Véase la descripción en el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», del Boletín Mensual de octubre del 2004.

<sup>7</sup> El modelo se describe en el recuadro 2, titulado «Desagregación estructural del crecimiento monetario», del artículo titulado «Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», del Boletín Mensual de julio del 2007.

de basarse sólo en uno. Además, debe tenerse en cuenta que la calidad de la señalización de distintas medidas empíricas puede variar con el tiempo. En el gráfico se muestra, junto con el crecimiento total de M3 y de M1, un intervalo de medidas empíricas. A pesar de las deficiencias señaladas, de este gráfico pueden extraerse las siguientes conclusiones:

- la tasa subyacente de expansión monetaria sigue siendo elevada;
- aunque parece que el crecimiento monetario «subyacente» (analizado a partir de la media o la mediana de estas medidas) se ha estabilizado, en general, en los últimos trimestres, ya que han aumentado los tipos de interés a corto plazo, hay escasos indicios de que la moderación sea significativa; y
- en la actualidad, el crecimiento de M3 está generando una sobreestimación de la tasa de expansión monetaria, mientras que el crecimiento de M1 está produciendo su infravaloración.

Una explicación de la última observación, basada en regularidades empíricas, puede hallarse en el diferente impacto que tiene el relativo aplanamiento actual de la curva de rendimientos sobre los distintos agregados monetarios. Por una parte, dicho aplanamiento estimula el crecimiento de M3 a corto plazo, ya que la remuneración de los activos monetarios a más corto plazo resulta atractiva en comparación con activos a más largo plazo y de mayor riesgo no incluidos en M3. Por otra, el aplanamiento de la curva de rendimientos refleja, en parte, el impacto de subidas previas de los tipos de interés oficiales del BCE y los efectos de las turbulencias de los mercados financieros en los plazos cortos de la curva. Ambos factores aumentan los costes de oportunidad de mantener activos incluidos en M1, con las consiguientes importantes salidas de activos incluidos en M1, principalmente hacia activos incluidos en el agregado monetario amplio, cuya remuneración se aproxima más a los tipos de interés de mercado<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Esta cuestión se describe en el recuadro 4, titulado «Reacción de los agregados M3, M1 y de los préstamos de la zona del euro ante las variaciones de los tipos de interés», del artículo titulado «Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», del Boletín Mensual de julio del 2007.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual de M1 descendió hasta el 2,9% en marzo del 2008, desde el 3,7% registrado en febrero, manteniendo así la tendencia a la baja observada en los últimos trimestres, aunque la disminución ligeramente más acusada de marzo puede atribuirse al efecto de base mencionado anteriormente. Si se analizan los componentes de M1 se observa que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se redujo hasta el 2% en marzo, desde el 2,9% de febrero, mientras que la del efectivo en circulación se mantuvo sin variación en el 7,7% (véase cuadro 1).

Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista fueron los que más contribuyeron al crecimiento interanual de M3, aunque la tasa de crecimiento de este componente se redujo ligeramente en marzo, hasta el 18,4%, desde el 19,4% registrado el mes anterior. El dinamismo de los depósitos a plazo hasta dos años se atenuó ligeramente, aunque la tasa de crecimiento interanual de este componente se mantuvo elevada, situándose en el 39,6% en marzo, en comparación con el 43,3% del mes anterior. Estos depósitos han gozado de una remuneración relativamente alta, que ha ido evolucionando en consonancia general con los tipos de interés del mercado monetario. Dado que la remuneración de instru-



### 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 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 Feb	2008 Mar
<b>M1</b>	<b>43,4</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>	<b>5,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	<b>2,9</b>
Efectivo en circulación	7,2	9,9	8,9	8,0	7,8	7,7	7,7
Depósitos a la vista	36,2	5,5	6,1	5,5	3,1	2,9	2,0
<b>M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)</b>	<b>41,4</b>	<b>13,1</b>	<b>15,0</b>	<b>16,8</b>	<b>18,5</b>	<b>19,4</b>	<b>18,4</b>
Depósitos a plazo hasta dos años	24,0	33,1	37,6	40,6	41,7	43,4	39,6
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	17,4	-2,2	-3,2	-3,9	-3,3	-3,1	-2,6
<b>M2</b>	<b>84,8</b>	<b>9,2</b>	<b>10,3</b>	<b>10,7</b>	<b>10,4</b>	<b>10,7</b>	<b>9,8</b>
<b>M3 - M2 (= instrumentos negociables)</b>	<b>15,2</b>	<b>19,3</b>	<b>18,8</b>	<b>19,7</b>	<b>16,6</b>	<b>15,0</b>	<b>12,8</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>10,6</b>	<b>11,5</b>	<b>12,0</b>	<b>11,3</b>	<b>11,3</b>	<b>10,3</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>8,1</b>	<b>8,7</b>	<b>9,3</b>	<b>9,9</b>	<b>9,8</b>	<b>9,7</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		-4,4	-4,0	-3,8	-2,2	-2,5	-1,6
Préstamos a las Administraciones Públicas		-1,2	-0,9	-1,8	-0,9	-1,2	-0,3
Crédito al sector privado		11,0	11,7	12,2	12,5	12,5	12,1
Préstamos al sector privado		10,5	11,0	11,2	11,0	11,0	10,8
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>10,3</b>	<b>10,3</b>	<b>8,5</b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>	<b>5,0</b>

Fuente: BCE.

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

mentos alternativos, como los depósitos a un día, se ha incrementado en una medida mucho menor, el diferencial de tipos de interés ha favorecido que se produzcan importantes desplazamientos hacia los depósitos a plazo hasta dos años. Sin embargo, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (depósitos de ahorro a corto plazo) continuaron descendiendo en marzo, en términos interanuales, pues su tasa de remuneración era relativamente reducida. A pesar de ello, la tasa de descenso interanual registrada en marzo, que se situó en el 2,6%, fue algo más baja que en febrero (el 3,1%).

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables también disminuyó en marzo, hasta el 12,8%, desde el 15% observado el mes anterior. Este descenso reflejó la reducción de la tasa de crecimiento interanual tanto de las cesiones temporales, que se situó en el 11,5% en marzo, frente al 18,4% del mes precedente, como de las participaciones en fondos del mercado monetario, que fue del 8,9% en marzo, en comparación con el 10,9% del mes anterior. En los tres primeros meses del año en curso, las turbulencias financieras no tuvieron un impacto perceptible sobre los instrumentos negociables, como el observado, por ejemplo, en las salidas de fondos del mercado monetario en agosto y septiembre del 2007. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM repuntó ligeramente en marzo y aumentó hasta el 24,7%, frente al 22,3% de febrero, tras haber experimentado caídas considerables en los dos meses anteriores.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales que obran en poder de las IFM («depósitos de M3», que constituyen la mayor agregación de componentes de este agregado monetario para la que se dispone de datos por sector tenedor) disminuyó hasta el 10,7% en marzo, desde el 11,8% registrado en febrero. Pese a haberse reducido ligeramente en marzo, esta tasa se mantiene en un nivel elevado, siendo reflejo, principalmente, de la sólida contribución de las tenencias de depósitos de M3 por parte de los hogares, cuya tasa de crecimiento interanual se mantuvo prácticamente sin variación, en el 9%, en el mes de marzo. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que obran en poder de los intermediarios financieros (empresas de seguros y fondos de pensiones, y otros intermediarios financieros) descendió ligeramente hasta situarse en el 20,1%, desde el 22,9% observado en febrero, y la de los depósitos de M3 mantenidos por las sociedades no financieras también

se moderó en marzo, en un nivel del 8,6%, frente al 11,8% de febrero, acentuando así la caída observada en esta tasa desde mediados del 2007.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

Del lado de las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual del crédito total a residentes en la zona del euro disminuyó ligeramente hasta situarse en el 9,7% en marzo, frente al 9,8% de febrero. La evolución observada en el crédito a las Administraciones Públicas y al sector privado fue divergente (véase cuadro 1). Por una parte, la tasa de descenso interanual del crédito a las Administraciones Públicas se redujo hasta el 1,6% en marzo, frente al 2,5% del mes anterior, ya que las entidades de crédito concedieron créditos mediante pequeñas compras, en términos netos, de valores de deuda pública. Por otra parte, la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado continuó experimentando una moderación progresiva y cayó hasta el 12,1% en marzo, desde el 12,5% de febrero.

Los préstamos, principal componente del crédito al sector privado, continuaron aumentando a un ritmo intenso y su tasa de crecimiento interanual se situó en el 10,8% en marzo, frente al 11% del mes anterior. Al mismo tiempo, los distintos sectores siguieron presentando una dinámica diferente, ya que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras se aceleró nuevamente en marzo, mientras que la de los préstamos a hogares continuó reduciéndose y la de los préstamos a instituciones financieras no monetarias se mantuvo prácticamente estable (véase cuadro 2).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras aumentó nuevamente en marzo, hasta el 15%, desde el 14,8% del mes anterior, siendo escasos los indicios de que la oferta de crédito bancario haya mermado significativamente, a escala de la zona del euro, como consecuencia de las turbulencias financieras. De hecho, el flujo mensual de préstamos de las IFM a las sociedades no financieras de la zona ascendió a un promedio de 46 mm de euros desde que comenzaron las turbulencias en agosto del 2007, una cifra superior a la registrada en el periodo comprendido entre agosto del 2006 y marzo del 2007, que fue de 35 mm de euros. En cuanto a la estructura de plazos, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a más corto plazo (es decir, aquellos con un plazo inicial hasta un año) se in-

**Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado**

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

	Saldo vivo en porcentaje del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 Feb	2008 Mar
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>43,5</b>	<b>12,7</b>	<b>13,8</b>	<b>14,0</b>	<b>14,7</b>	<b>14,8</b>	<b>15,0</b>
Hasta un año	29,2	10,1	12,1	11,9	13,0	13,2	13,9
De uno a cinco años	19,7	19,0	19,9	21,1	22,5	22,8	21,8
Más de cinco años	51,1	12,0	12,7	12,8	12,9	12,9	13,1
<b>Hogares<sup>2)</sup></b>	<b>46,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>	<b>5,4</b>
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	12,8	6,5	5,7	5,3	5,4	5,4	5,3
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	71,5	8,6	8,1	7,7	6,7	6,6	6,1
Otras finalidades	15,7	3,6	3,2	3,1	2,5	2,7	1,9
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>1,0</b>	<b>23,7</b>	<b>26,6</b>	<b>22,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>9,0</b>	<b>16,1</b>	<b>20,0</b>	<b>23,4</b>	<b>24,2</b>	<b>22,8</b>	<b>22,7</b>

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

crementó en marzo, pero permaneció por debajo de la registrada por los préstamos a medio plazo (es decir, aquellos con un plazo inicial de entre uno y cinco años). Estos datos siguen aportando escasa evidencia que respalde la tesis de que los flujos totales de préstamos a sociedades no financieras durante las turbulencias podrían, en gran medida, reflejar las dificultades experimentadas por las entidades de crédito para dar de baja de sus balances los préstamos puente a corto plazo [asociados con operaciones de recompra con apalancamiento financiero (LBO, en sus siglas en inglés) o de fusión y adquisición].

Por lo que respecta al sector hogares, la tendencia a la baja observada desde principios del 2006 en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a hogares continuó en marzo, mes en el que dicha tasa se situó en el 5,4%, frente al 5,8% del mes anterior. Esta tendencia a la baja está en consonancia con el impacto de la subida de los tipos de interés de los préstamos bancarios desde el 2005 y la moderación experimentada en la evolución del mercado de la vivienda en una serie de países de la zona del euro, como se refleja también en la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2008 (véase el recuadro 2, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2008»). El relativamente reducido flujo mensual observado en marzo puede atribuirse, en parte, al efecto de las titulaciones (que implican la baja de los préstamos del balance de las IFM). Al mismo tiempo, hay escasos indicios de que las turbulencias financieras hayan alterado la oferta de préstamos bancarios a hogares, o de que su impacto haya sido mayor que el observado mediante los determinantes fundamentales habituales, como los tipos de interés. En cuanto a los distintos subcomponentes, la moderación del crecimiento de los préstamos a hogares registrada en marzo siguió teniendo su origen en los préstamos para adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual disminuyó nuevamente en dicho mes, hasta el 6,1%, desde el 6,6% de febrero. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se mantuvo prácticamente sin variación, en el 5,3%, frente al 5,4% observado en febrero, mientras que la de otros préstamos (que tiende a ser más volátil de un mes a otro) disminuyó hasta el 1,9% en marzo, desde el 2,7% del mes anterior.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a otros intermediarios financieros (OIF) disminuyó ligeramente en marzo, hasta el 22,7%, desde el 22,8% del mes anterior. Desde el comienzo de las turbulencias financieras, los flujos mensuales medios de préstamos a OIF han sido algo más importantes que en el mismo período del año anterior, y el flujo mensual de 39 mm de euros registrado en marzo del 2008 fue el mayor observado desde el inicio de las series mensuales en enero del 2003. El aumento de estos flujos puede reflejar, en parte, un efecto directo de las turbulencias financieras, ya que es probable que incluyan la financiación prestada a fondos de titulización asociados (pertenecientes al sector de OIF) que están experimentando problemas para renovar el papel comercial. Sin embargo, los datos también indican que las IFM han seguido prestando un apoyo financiero más intenso a sus fondos de titulización, mediante la compra directa de bonos de titulización de activos, tal como sugiere el hecho de que la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones adquiridos al sector privado se mantuviera elevada en marzo, en un nivel superior al 40%.

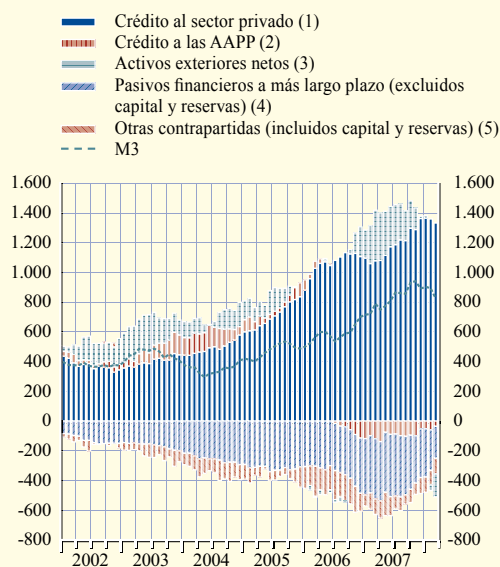
Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) disminuyó nuevamente hasta el 5% en marzo, desde el 6,5% de febrero (véase gráfico 6). Este descenso refleja el crecimiento más débil tanto de los valores distintos de acciones a más largo plazo de las IFM como de las tenencias de depósitos a más largo plazo por parte del sector privado. En este último caso, la reducción se debió a los desplazamientos que se observaron desde los depósitos a más largo plazo hacia los depósitos a más corto plazo, en un entorno caracterizado por una curva de rendimientos relativamente plana. Sin embargo, el detalle por sectores indica que la caída de la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos a más largo plazo por parte de OIF puede estar relacionada con la moderación que experimentaron las operaciones de titulización (incluidas las titulaciones sintéticas), ya que los ingresos procedentes de las ventas de valores por parte de los fondos de titulización suelen invertirse en depósitos de las IFM, tanto a corto como a largo plazo.

Por último, en marzo se registraron salidas de 14 mm de euros en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que siguieron a las salidas de magnitud similar observadas el mes anterior. Por tanto, esta cifra elevó las salidas totales, en términos interanuales, a 155 mm de euros, el volumen acumulado de doce meses más importante desde julio del 2001. Sin embargo, esta trayectoria refleja, en gran medida, un efecto de base, ya que en marzo del 2007 se registraron unas entradas históricamente altas, que ahora desaparecen del cálculo de la suma acumulada de doce meses. Finalmente, debe tenerse en cuenta que la evolución mensual de los activos exteriores netos de las IFM tiende a ser relativamente volátil, especialmente en épocas en las que se intensifica la incertidumbre.

En general, en consonancia con las valoraciones de meses anteriores, los datos de marzo confirman que el impacto de las turbulencias financieras sobre el crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios sigue teniendo un carácter moderado. Al mismo tiempo, vuelven a existir indicios de que las recientes tensiones de los mercados financieros han afectado directamente a determinados componentes y contrapartidas de M3 que están estrechamente relacionados con la naturaleza de las turbulencias. Sin embargo, hay escasa evidencia de que la oferta de préstamos bancarios a hogares y, en especial, a las sociedades no financieras se haya visto significativamente alterada. Si se analiza más allá de los efectos relacionados con el aplanamiento de la curva de rendimientos y con las turbulencias financieras, se observa que la tasa subyacente de expansión monetaria sigue siendo elevada y, por tanto, continúa apuntando a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

Gráfico 6 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

## Recuadro 2

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

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2008 realizada por el Eurosistema<sup>1</sup>. En esta encuesta se introdujeron algunos cambios. En primer lugar, Chipre y Malta participaron por primera vez. Además, la muestra de entidades de crédito de Alemania e Italia participantes en la encuesta se amplió, con lo que el grupo muestral se compone ahora de 113 entidades de la zona del euro, esperando mejorar la visión general de la evolución de los préstamos bancarios en la zona. En segundo lugar, en dos nuevas preguntas sobre empresas, además de en las que ya se hacía esta distinción, se introdujo una desagregación en grandes empresas y pequeñas y medianas empresas (PYMES). En tercer lugar, se revisó la clasificación de las entidades bancarias en entidades grandes y pequeñas, lo que se ha traducido en una definición más restrictiva de grandes bancos.

<sup>1</sup> La fecha límite de recepción de los datos enviados por las entidades participantes en la encuesta fue el 8 de abril de 2008. El 9 de mayo de 2008 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

Las entidades participantes en la encuesta señalaron que se había producido un endurecimiento adicional, en términos netos, de los criterios de concesión aplicados a los préstamos a empresas en el primer trimestre del 2008, más acusado en el caso de las grandes empresas que en el de las PYMES, si bien esperan un endurecimiento más limitado para el segundo trimestre del 2008<sup>2</sup>. Esta valoración quedó confirmada, en general, en las respuestas a las preguntas ad hoc sobre las perturbaciones financieras incluidas en la encuesta de abril del 2008 (véase la última sección del recuadro). En cuanto a la demanda, las entidades indicaron que la demanda neta de préstamos por parte de las empresas fue negativa en el primer trimestre del 2008, lo que constituye un retroceso frente a una demanda neta ligeramente positiva en el trimestre anterior<sup>3</sup>. Para el primer trimestre del 2008, las entidades también mencionaron que se había producido un nuevo endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. Aunque el endurecimiento neto de los criterios de concesión aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares también se incrementó, el porcentaje neto fue considerablemente inferior al correspondiente a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. La demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda volvió a caer en el primer trimestre del 2008 y fue considerablemente negativa, mientras que la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares prácticamente no se modificó.

### Préstamos o líneas de crédito a empresas

**Criterios de aprobación del crédito:** Como reflejo de las perturbaciones financieras y de la revisión de la valoración del riesgo que se están produciendo desde el segundo semestre del 2007, los criterios de concesión aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas experimentaron un endurecimiento adicional, en términos netos, en el primer trimestre del 2008 (el 49%, en comparación con el 41% del trimestre anterior; véase gráfico A)<sup>4</sup>. En lo que respecta a los factores que han contribuido al endurecimiento de los citados criterios por parte de las entidades, la percepción de los riesgos relacionados con la actividad económica general, las perspectivas de sectores o sociedades concretas y todos los factores incluidos en los costes de financiación y en la disponibilidad de fondos de las entidades (esto es, la capacidad de las entidades para acceder a la financiación en los mercados, los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades y su situación de liquidez) favorecieron el nuevo endurecimiento neto.

Por lo que se refiere a las condiciones de los préstamos, las entidades endurecieron su oferta, en términos netos, especialmente mediante la ampliación de los márgenes de los préstamos ordinarios (el 62%, frente al 38% de la encuesta anterior) y de los préstamos de mayor riesgo (el 72%, en comparación con el 58% en la encuesta anterior). Otras condiciones no relacionadas con el precio, principalmente la cuantía de los préstamos o líneas de crédito, pero también las exigencias de garantías y otras condiciones, también contribuyeron de manera creciente al endurecimiento neto de los citados criterios en el primer trimestre del 2008.

En el primer trimestre del 2008, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación continuó siendo más pronunciado para las grandes empresas (el 53%, frente al 44% del cuarto trimestre del 2007)

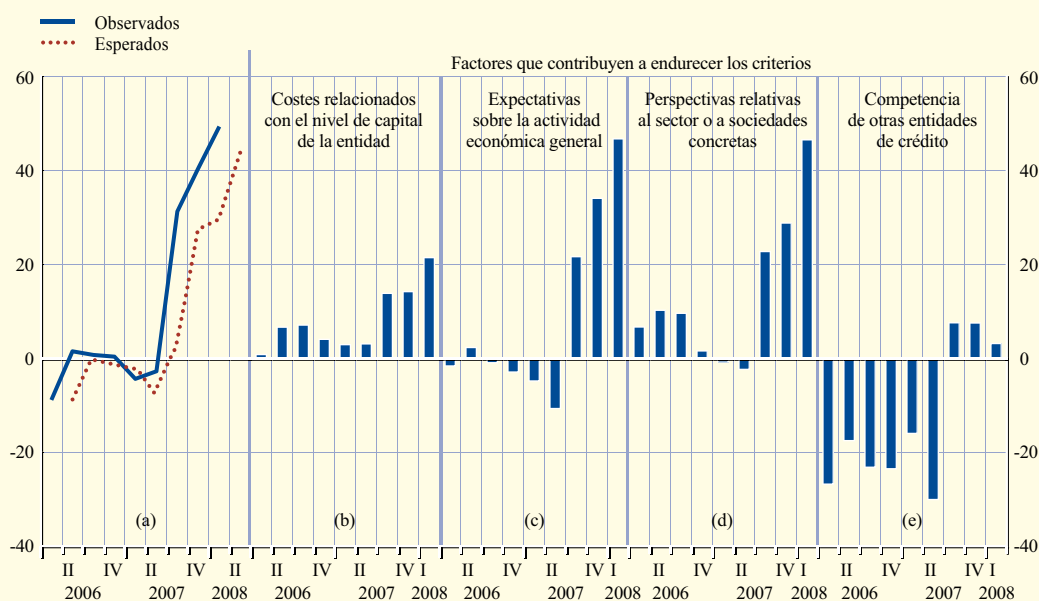
- 2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el número de entidades que han indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).
- 3 El término «demanda neta» se refiere a la diferencia entre el número de entidades que han indicado que ha aumentado la demanda de préstamos y las que han señalado que ha disminuido.
- 4 En base a la muestra anterior, el endurecimiento neto habría sido algo más pronunciado.

que para las PYMES (el 35%, en comparación con el 27% del cuarto trimestre del 2007). Por primera vez, los factores determinantes de los cambios en los criterios de aprobación y en las condiciones de los nuevos préstamos y líneas de crédito pueden analizarse también por tamaños de empresas en esta encuesta. Tanto para las grandes empresas como para las PYMES, los factores más importantes que han contribuido al endurecimiento neto son el deterioro de las expectativas sobre la actividad económica general y de las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas. Al mismo tiempo, los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades y, en particular, su situación de liquidez, desempeñaron un papel más destacado en el endurecimiento neto de los criterios en el caso de las grandes empresas que en el de las PYMES. En cuanto a las condiciones establecidas para los créditos, el incremento de los márgenes de las entidades fue el factor que más contribuyó al endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos, tanto a grandes empresas como a PYMES, aunque fue algo más pronunciado en el caso de las grandes empresas (véase gráfico B). Otras condiciones no relacionadas con el precio contribuyeron en mayor medida al endurecimiento neto de los criterios en el caso de las grandes empresas que en el de las PYMES.

En cuanto a los plazos de vencimiento de los préstamos, el endurecimiento adicional fue considerablemente más pronunciado para los préstamos a largo plazo (el 57%, frente al 39% de la encuesta anterior) que para los préstamos a corto plazo (el 33%, frente al 28% de la encuesta anterior). Esto puede tener su origen en el aumento del coste de la financiación mediante valores de renta fija de las

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

(en porcentaje neto)

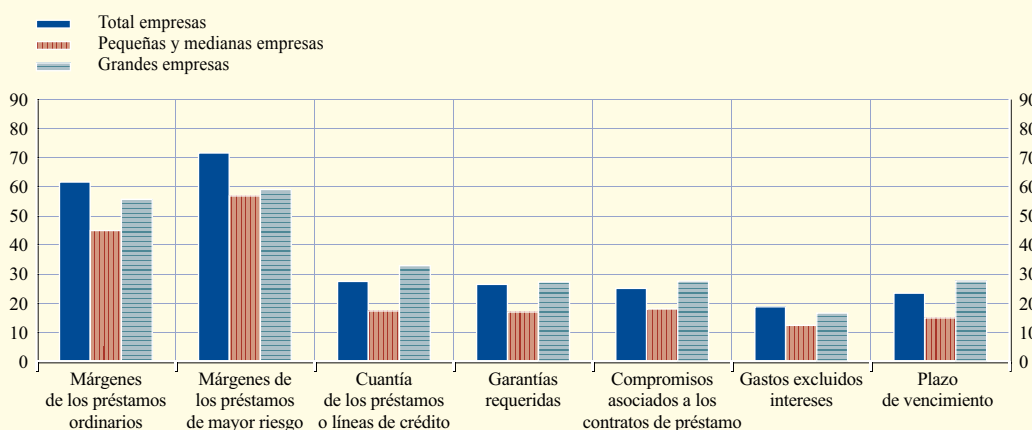


Nota: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el segundo trimestre del 2008 son los indicados por las entidades en la encuesta de abril del 2008.



### Gráfico B Condiciones que han contribuido a cambios en los criterios de concesión aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas

(porcentaje neto en el primer trimestre del 2008)



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

entidades, así como en su valoración de que su acceso a la financiación a través de valores de renta fija a medio y largo plazo continuó viéndose obstaculizado en el primer trimestre del 2008 (véase gráfico G).

De cara al segundo trimestre del 2008, las expectativas apuntan a un endurecimiento neto algo más leve de los criterios de aprobación (el 44%), en comparación con el endurecimiento neto registrado en el primer trimestre (véase gráfico A).

**Demanda de préstamos:** En el primer trimestre del 2008, la demanda neta de préstamos por parte de las empresas fue negativa (el -17%), frente a una demanda neta ligeramente positiva (el 2%) en el trimestre precedente (véase gráfico C)<sup>5</sup>. Los principales factores determinantes de la demanda neta negativa fueron las fusiones y adquisiciones y las reestructuraciones empresariales, así como las inversiones en capital fijo. Además, la financiación interna favoreció la reducción de la demanda neta de préstamos por parte de este sector, apuntando con ello a que la rentabilidad de las empresas se ha mantenido elevada. La emisión de valores de renta fija continuó contribuyendo positivamente a la demanda neta de préstamos de este sector, en la medida en que las condiciones de mercado y, en particular, el aumento del coste de la financiación mediante valores de renta fija puede haber conducido a cierta actividad de sustitución de la financiación en los mercados por financiación bancaria. Para el segundo trimestre del 2008 se espera que la demanda neta de préstamos por parte de empresas sea menos negativa (el -12%), en comparación con la demanda registrada en el primer trimestre (véase gráfico C).

#### Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

**Criterios de aprobación del crédito:** En el primer trimestre del 2008, las entidades participantes en la encuesta indicaron que se había producido un endurecimiento adicional, en términos netos, de los criterios aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (el 33%, frente al 21% en

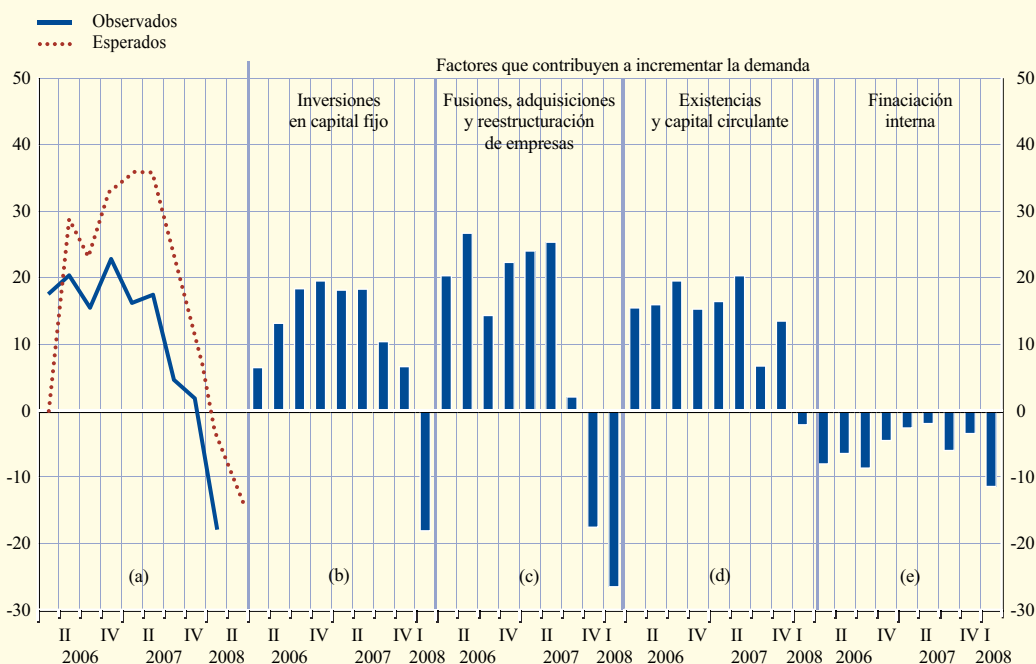
<sup>5</sup> En base a la muestra anterior, la caída de la demanda neta de préstamos por parte de las empresas habría sido más pronunciada.

el cuarto trimestre del 2007; véase gráfico D). Los principales factores que contribuyeron al endurecimiento neto fueron unas expectativas menos favorables relativas a la actividad económica general y al mercado de la vivienda. La competencia de otras entidades siguió contribuyendo a la relajación neta de los criterios. En cuanto a las condiciones establecidas para la concesión de créditos, el endurecimiento neto de los criterios de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se llevó a cabo, principalmente, mediante una ampliación de los márgenes, tanto de los préstamos ordinarios como de los de mayor riesgo. Otras condiciones no relacionadas con el precio, especialmente la relación entre el principal y la garantía, también contribuyeron al endurecimiento neto. Para el segundo trimestre del 2008, las entidades participantes en la encuesta esperan que los criterios de concesión aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda sigan endureciéndose (el 29%), en términos netos, aunque algo menos en el primer trimestre del 2008.

**Demanda de préstamos:** La demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda volvió a disminuir en el primer trimestre del 2008 (hasta el -57% desde el -36% del trimestre anterior; véase gráfico E), debido, fundamentalmente, al deterioro de la confianza de los consumidores y de las perspectivas del mercado de la vivienda. De cara al segundo trimestre del 2008, se espera que la demanda neta de préstamos sea algo menos negativa (el -53%), en comparación con la demanda neta registrada en el primer trimestre del 2008.

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

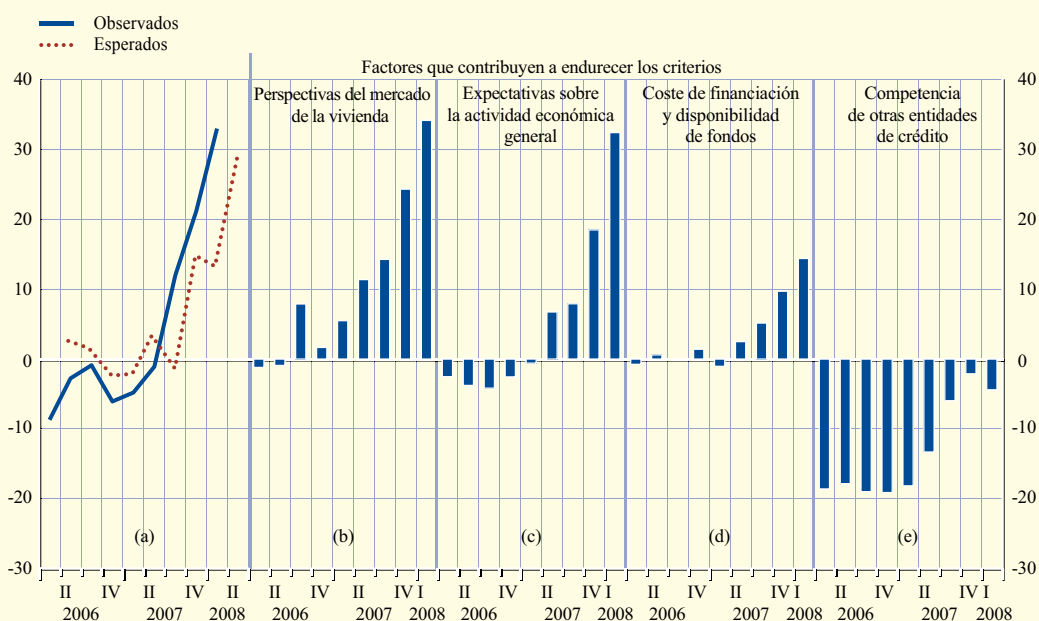
(en porcentaje neto)



Nota: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el segundo trimestre del 2008 son los indicados por las entidades en la encuesta de abril del 2008.

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

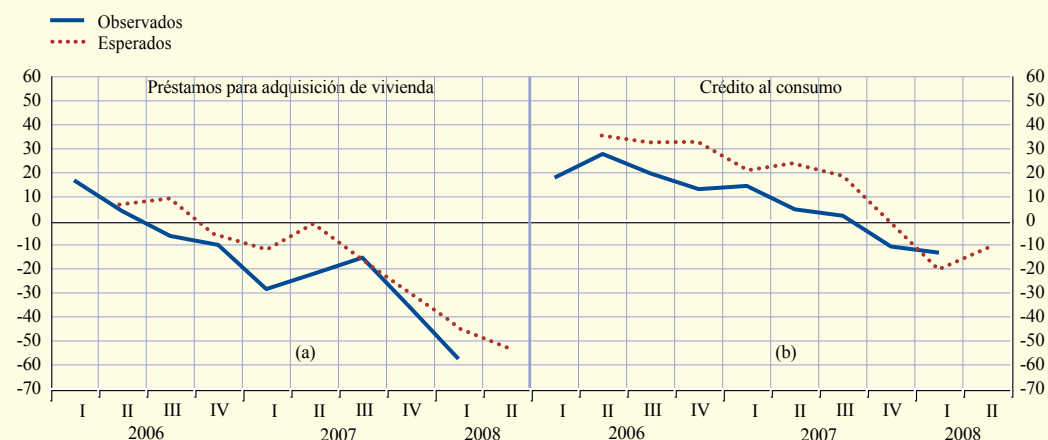
(en porcentaje neto)



Nota: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el segundo trimestre del 2008 son los indicados por las entidades en la encuesta de abril del 2008.

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

(en porcentaje neto)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el segundo trimestre del 2008 son los indicados por las entidades en la encuesta de abril del 2008.

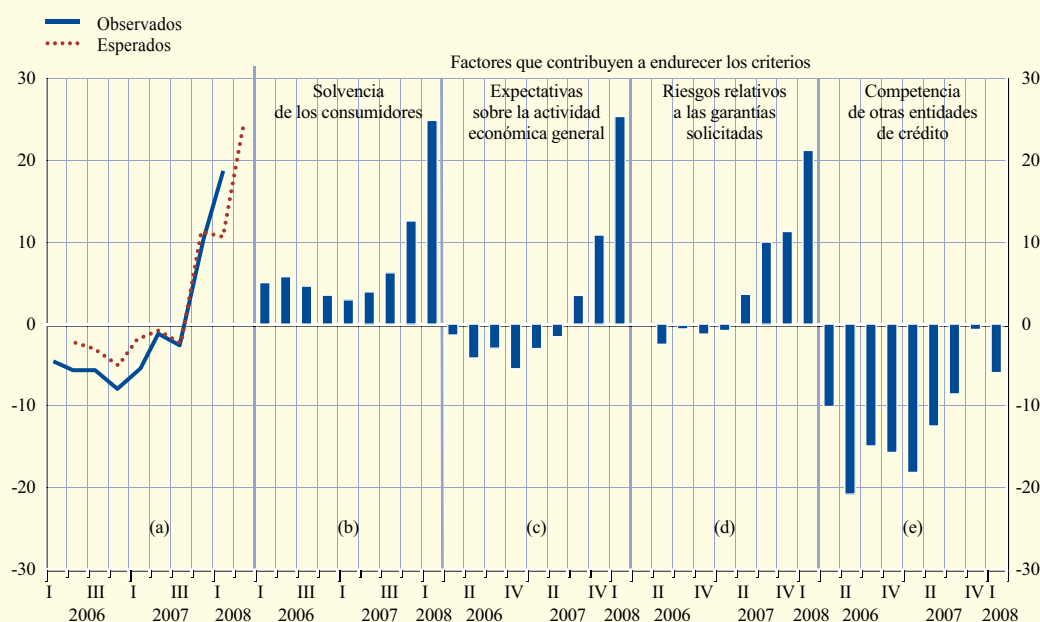
## Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

**Criterios de aprobación del crédito:** En el primer trimestre del 2008, las entidades participantes en la encuesta señalaron que se había producido un nuevo endurecimiento neto de los criterios de concesión aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares (el 19%, frente al 10% del trimestre precedente; véase gráfico F), aunque considerablemente menor que en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda. Los principales factores determinantes del endurecimiento neto adicional fueron la percepción de riesgos de las entidades, asociada a unas expectativas menos favorables para la actividad económica general, a la solvencia de los consumidores y al riesgo asociado a las garantías requeridas. Este endurecimiento neto se plasmó principalmente en la ampliación de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo y, en menor medida, de los préstamos ordinarios. Además, otras condiciones no relacionadas con el precio se endurecieron con respecto al trimestre anterior. Para el segundo trimestre del 2008, se espera que el endurecimiento neto de los criterios aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares vuelva a aumentar ligeramente (el 25%), en comparación con el primer trimestre.

**Demanda de préstamos:** Las entidades participantes en la encuesta indicaron que la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares prácticamente no se modificó en el primer trimestre del 2008 y continuó siendo negativa (el -13%, frente al -11% del trimestre anterior; véase gráfico E).

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

(en porcentaje neto)



Nota: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el segundo trimestre del 2008 son los indicados por las entidades en la encuesta de abril del 2008.

En particular, el deterioro de la confianza de los consumidores se consideró un factor moderador de la demanda de crédito al consumo. En el segundo trimestre del 2008 se espera que la demanda neta se mantenga negativa (el -12%), prácticamente sin variaciones con respecto al primer trimestre.

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

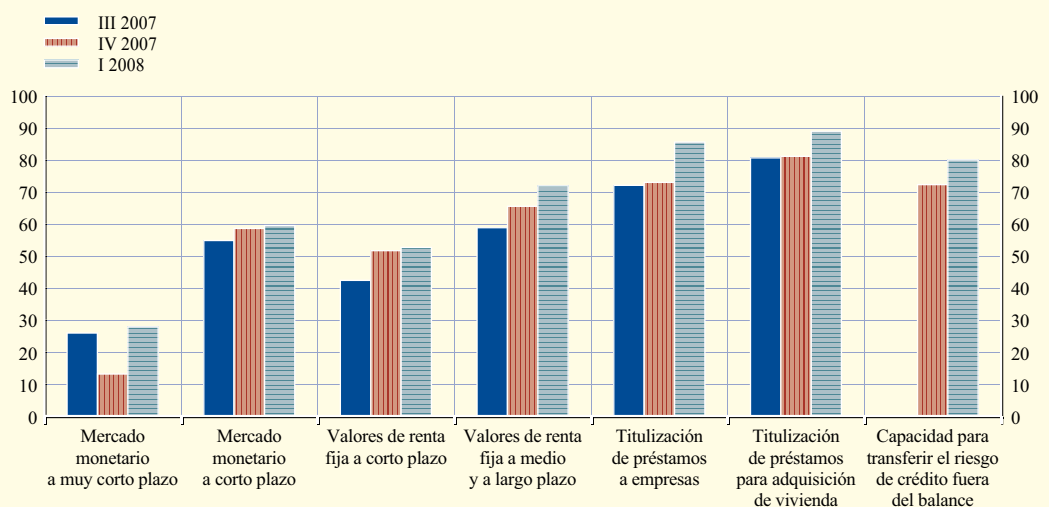
Como continuación de las preguntas ad hoc incluidas en las dos últimas encuestas, en la encuesta de abril del 2008 se incluyó también un conjunto de preguntas específicas sobre el impacto de las tensiones registradas en los mercados financieros desde el segundo semestre del 2007. Las cuestiones se centran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

En línea con las preguntas habituales de la encuesta, las preguntas ad hoc sugieren que el impacto de la situación en los mercados financieros ha sido mayor sobre los préstamos a las grandes empresas que a las PYMES, lo que parece ser acorde con el efecto en función de la finalidad del préstamo, que muestra que el impacto de las turbulencias sobre los criterios de aprobación del crédito fue especialmente acusado en los préstamos para la financiación de operaciones de fusión y adquisición y reestructuraciones empresariales. Al mismo tiempo, el impacto fue más limitado, aunque creciente, en los préstamos para la financiación de inversiones en capital fijo y para existencias y capital circulante.

En general, las entidades participantes indicaron que las tensiones registradas en los mercados financieros habían dificultado el acceso a la financiación en los mercados mayoristas en el primer trimestre del 2008 en mayor medida que en el cuarto trimestre del 2007 (véase gráfico G). En particular, las operaciones de titulización siguieron viéndose considerablemente mermadas en lo relativo a la venta de préstamos para adquisición de vivienda y préstamos a empresas. Además, las entidades conside-

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

(porcentaje)



Nota: Los porcentajes se han calculado mediante la suma del porcentaje de entidades que han señalado «ha experimentado considerables dificultades» y el que ha respondido «ha experimentado ciertas dificultades».

raron que su capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance se había visto dificultada en los tres meses anteriores, y señalaron la persistencia de importantes obstáculos para acceder a la financiación interbancaria sin garantías en el primer trimestre del 2008. Por otra parte, al igual que en la última encuesta, una proporción más elevada de entidades tuvo más dificultades para captar fondos mediante valores de renta fija a medio y largo plazo que mediante valores de renta fija a corto plazo en los tres meses precedentes. En los tres próximos meses, las entidades esperan que el acceso a la financiación en los mercados al por mayor sea menos difícil que en el primer trimestre del 2008.

Las dificultades para acceder a la financiación mayorista en el primer trimestre del 2008 también causaron un impacto sobre las cantidades que las entidades de crédito que estaban atravesando las dificultades aludidas estaban dispuestas a prestar y sobre los márgenes de los préstamos. En general, las entidades consideraron que el impacto sobre los préstamos y líneas de crédito derivado de sus mayores dificultades de acceso a la titulización había sido mayor que el efecto causado por los obstáculos para acceder a los mercados monetarios, de renta fija y a otros mercados. Además, al igual que en el trimestre anterior, el impacto de las restricciones de acceso a los mercados fue más intenso, en líneas generales, sobre los márgenes que sobre los importes de los préstamos concedidos. En contraposición a las expectativas de una leve relajación de las condiciones de acceso a la financiación en los mercados mayoristas, las entidades participantes en la encuesta indicaron que esperan que el efecto de las dificultades de acceso a la financiación en los mercados sobre su disposición a prestar y sobre los márgenes se intensifique en el segundo trimestre del 2008, en comparación con el impacto observado en el primer trimestre. En cuanto al impacto de la necesidad de las entidades de crédito de hacer frente a compromisos relacionados con programas de titulización de papel comercial emitido por sociedades vehiculares o vehículos de inversión estructurada (SIV, en sus siglas en inglés), aproximadamente un tercio de las entidades señaló la existencia de un cierto impacto sobre su política crediticia.

Por último, en cuanto al impacto de la variación de los costes relacionados con el nivel de capital de la entidad sobre su política crediticia, en el primer trimestre del 2008 y en comparación con el trimestre anterior, un porcentaje más elevado de entidades señaló que había habido un impacto considerable sobre los costes y moderado sobre la política crediticia.

## 2.2 EMISIONES DE VALORES

*La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se redujo ligeramente en febrero del 2008, con respecto al mes anterior, como consecuencia, principalmente, de la disminución de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM y, en menor medida, por las sociedades no financieras. Las emisiones de acciones cotizadas se mantuvieron casi sin variación, en niveles relativamente moderados.*

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro descendió en febrero del 2008, situándose en el 8%, frente al 8,5% registrado en enero (véase cuadro 3). En cuanto al detalle por plazos de los valores distintos de acciones emitidos, la tasa de crecimiento interanual de las emisiones de valores a corto plazo, que fue del 25,7% en febrero,



**Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro**

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2008 Feb	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2007 Ene	2008 Feb
<b>Valores distintos de acciones:</b>	<b>12.198</b>	<b>8,1</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	<b>9,0</b>	<b>8,5</b>	<b>8,0</b>
IFM	5.105	10,6	10,6	10,9	10,7	9,9	8,6
Instituciones financieras no monetarias	1.494	27,6	29,3	28,6	27,3	27,5	24,8
Sociedades no financieras	695	4,9	6,3	9,4	8,8	10,4	9,7
Administraciones Públicas	4.903	2,4	3,2	3,3	3,0	2,3	2,9
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.590	2,1	3,0	3,3	2,9	2,2	3,0
Otras Administraciones Públicas	314	6,8	5,7	3,0	4,6	3,0	2,7
<b>Acciones cotizadas:</b>	<b>5.803</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
IFM	858	2,5	2,1	1,8	1,3	0,8	0,5
Instituciones financieras no monetarias	492	1,0	1,1	0,9	2,5	2,4	2,2
Sociedades no financieras	4.453	0,8	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3

Fuente: BCE.

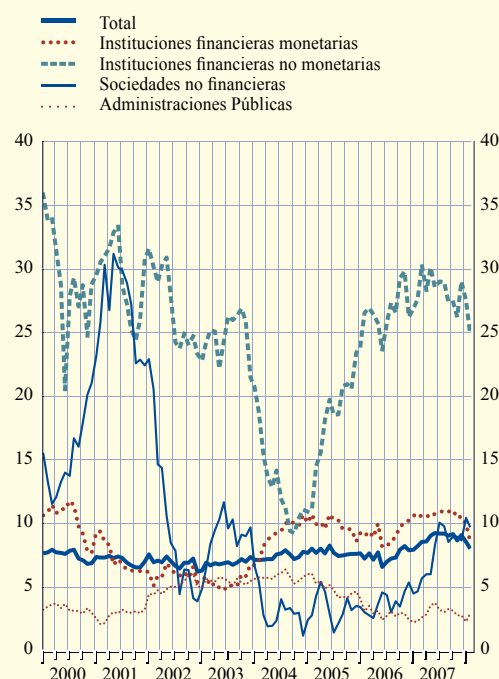
1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

mantuvo su solidez y no varió con respecto al mes anterior, mientras que la de las emisiones de valores a largo plazo volvió a moderarse, cayendo desde el 6,7% hasta el 6,1%. Esta evolución obedece, principalmente, a la significativa reducción de las emisiones de valores a largo plazo por parte de las IFM, como consecuencia de las turbulencias que comenzaron a registrar los mercados durante el verano del 2007 y de las persistentes tensiones en el mercado de financiación mayorista.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras disminuyó hasta el 9,7% en febrero, desde el 10,6% registrado el mes anterior (véase gráfico 7). La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por las sociedades no financieras descendió 4,9 puntos porcentuales, hasta situarse en el 31,6% en febrero, mientras que la de los valores a largo plazo, que representan más del 80% del saldo vivo total, se redujo hasta el 5,6% en febrero, frente al 5,8% observado en enero. Si se analiza la evolución a corto plazo en función de los datos desestacionalizados, se pone de manifiesto una desaceleración más acusada de las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo tras los comienzos de las turbulencias de los

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

mercados financieros. Las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas, construidas a partir de los datos desestacionalizados, indican que la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras cayó desde el 8,3% en julio del 2007 hasta el 3,3% tanto en enero como febrero del 2008. La pérdida de dinamismo ha sido más evidente desde finales del 2007, como consecuencia de la ampliación de los diferenciales entre los rendimientos de los valores de renta fija privada y los valores de deuda pública. La información procedente de proveedores comerciales muestra que la actividad en el segmento de emisiones de elevada rentabilidad prácticamente ha cesado desde el inicio de las turbulencias en los mercados.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM volvió a disminuir en febrero del 2008, en 1,3 puntos porcentuales, hasta situarse en el 8,6%. En consonancia con una tendencia que es patente desde que comenzaron las turbulencias en los mercados, las emisiones de valores a corto plazo mantuvieron su dinamismo, registrando una tasa de crecimiento interanual del 31% en febrero del 2008, 1,1 puntos porcentuales por debajo de la cifra registrada en enero. Sin embargo, la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM se redujo de nuevo, situándose en el 5,2% en febrero, frente al 6,5% del mes anterior. El abandono de la financiación a largo plazo mediante valores de renta fija se debe a la importante revisión de las valoraciones, que ha afectado a los emisores del sector financiero desde el comienzo de las turbulencias en los mercados. La mejor forma de calibrar la magnitud de este efecto es examinar la evolución a corto plazo. De hecho, los datos de seis meses desestacionalizados correspondientes a las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo muestran una tasa de crecimiento del 2,5% en febrero, la cifra más baja registrada desde principios del 2003.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias se redujo desde el 27,5% de enero hasta el 24,8% registrado en febrero del 2008, aunque siguió manteniéndose en niveles elevados. La mayor parte de la actividad emisora de este sector está relacionada con las operaciones de titulización de las entidades de crédito, que se han visto afectadas negativamente por las turbulencias de los mercados financieros. Parece que la capacidad de resistencia de las emisiones de las instituciones financieras no monetarias de la zona del euro ante las turbulencias obedece al repunte de las colocaciones privadas, posiblemente con el objetivo de utilizar bonos de titulización como activos de garantía en las operaciones *repo* de financiación.

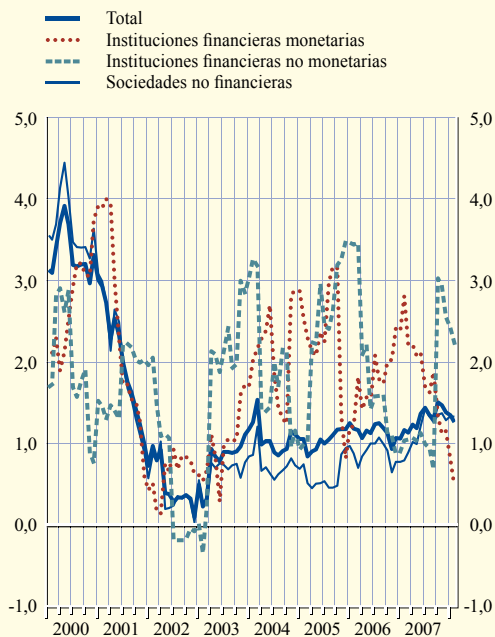
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector público aumentó ligeramente en febrero del 2008, situándose en el 2,9% frente al 2,3% de enero. Estas cifras fueron consecuencia del moderado incremento del crecimiento de los valores de este tipo emitidos por la Administración Central, desde el 2,2% en enero hasta el 3% en febrero, aunque la tasa de crecimiento interanual de las emisiones realizadas por otras Administraciones Públicas se redujo desde el 2,4% hasta el 2,2% en los mismos meses.

#### ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se mantuvo estable en febrero del 2008, con respecto a enero, en el 1,3% (véase cuadro 3), lo cual refleja principalmente el crecimiento contenido de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, cuya tasa permaneció sin variación en el 1,3%. En el mismo período, las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por el sector financiero disminuyeron ligeramente, al 0,5% en el caso de las IFM y al 2,2% en el de las instituciones financieras no monetarias (véase gráfico 8).

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

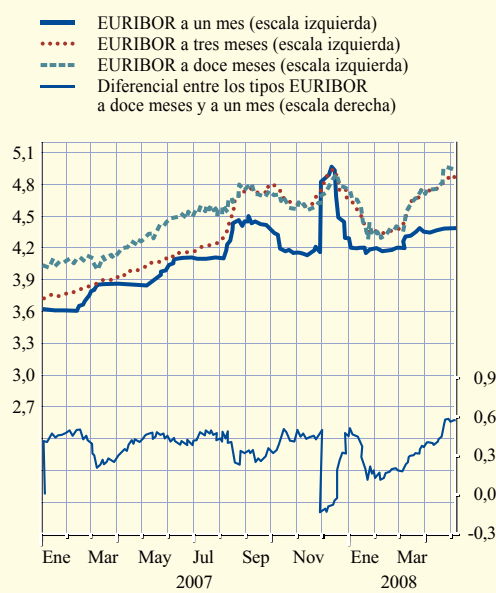
(tasas de crecimiento interanual)



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

**Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario**

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron en abril, siendo reflejo de las renovadas tensiones de este mercado. En consecuencia, los diferenciales entre los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías subieron nuevamente, volviendo a situarse en los elevados niveles observados en diciembre del 2007. Además, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se incrementó en abril y a principios de mayo, y el diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario a doce meses y a un mes sin garantías ascendió a 57 puntos básicos.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron en abril. Entre el 9 de abril y el 6 de mayo, el EURIBOR a un mes subió 4 puntos básicos, hasta el 4,39%. El EURIBOR a tres meses, a seis meses y a doce meses registró incrementos más pronunciados en el mismo período y el 6 de mayo se situó en el 4,86%, el 4,88% y el 4,96%, respectivamente, es decir, 12, 13 y 21 puntos básicos por encima de los niveles observados el 9 de abril (véase gráfico 9).

En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes ascendió a 57 puntos básicos el 6 de mayo, en comparación con 39 puntos básicos el 9 de abril (véase gráfico 9). Esta mayor inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario fue reflejo, principalmente, del aumento de las expectativas de los mercados en relación con la trayectoria futura de

los tipos de interés oficiales del BCE, que fue más pronunciado para la última parte del 2008 y, por tanto, afectó más a los tipos a plazos más largos que a los tipos a plazos más cortos. Las variaciones de los diferenciales entre los tipos EURIBOR sin garantías y los tipos con garantías (como los tipos EUREPO o los derivados del índice del EONIA *swap*) también influyeron en la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario. Estos diferenciales aumentaron en el contexto de las renovadas tensiones en el mercado monetario, especialmente en los plazos más largos. El diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el índice del EONIA *swap* al mismo plazo se amplió desde 74 puntos básicos el 9 de abril hasta 82 puntos básicos el 6 de mayo.

El 6 de mayo, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre del 2008 se situaban en el 4,74%, el 4,60% y el 4,50%, respectivamente, unos aumentos de 57, 48 y 39 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 9 de abril.

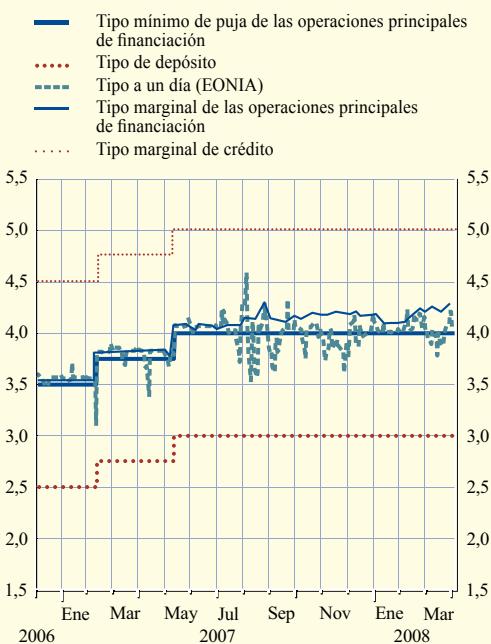
Dada la situación de liquidez prevista por el BCE para el final del tercer período de mantenimiento del 2008, que terminó el 15 de abril, en dicha fecha se llevó a cabo una operación de ajuste a un día mediante la cual el BCE absorbió 14,88 mm de euros y el EONIA se situó en el 3,78% (véase gráfico 10).

En los primeros días del siguiente período de mantenimiento de reservas, que terminó el 13 de mayo, el EONIA se estabilizó moderadamente, en torno al 4%. Durante este período de mantenimiento, con el fin de satisfacer el deseo de las entidades de contrapartida de cumplir con las exigencias de reservas a principios del período de mantenimiento, el BCE continuó con su política de adjudicar liquidez por encima del importe de referencia en sus operaciones principales de financiación, manteniendo el objetivo de alcanzar una situación de liquidez equilibrada al final del período de mantenimiento. Por tanto, en las operaciones principales de financiación semanales regulares del Eurosistema, realizadas los días 15, 22 y 29 de abril y 6 de mayo, el BCE adjudicó 35 mm de euros, 20 mm de euros, 20 mm de euros y 4 mm de euros por encima de los respectivos importes de referencia. El tipo de interés marginal correspondiente a estas cuatro operaciones se situó en el 4,21%, el 4,21%, el 4,26% y el 4,26%, respectivamente.

En la operación regular de financiación a plazo más largo (OFPML) del Eurosistema ejecutada el 30 de abril (con un volumen de adjudicación fijo de 50 mm de euros), los tipos de interés marginal y medio ponderado fueron del 4,67% y del 4,75%, respectivamente, es decir, un aumento de 23 y 22 puntos básicos, respectivamente, en relación con los niveles alcanzados en la OFPML anterior, llevada a cabo el 2 de abril. El tipo de interés marginal de la operación ejecutada el 30 de abril fue 19 puntos básicos inferior al EURIBOR a tres meses vigente en dicha fecha.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

*El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se elevó en los principales mercados en abril y a comienzos de mayo. En la zona del euro, este aumento fue impulsado, en gran medida, por un incremento similar del rendimiento real de la deuda pública a largo plazo. Esta evolución parece haber estado estrechamente relacionada con la revisión de las expectativas de los participantes en el mercado respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales, en el contexto de las nuevas cotas máximas alcanzadas por los precios del petróleo y de los alimentos. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación y las correspondientes primas de riesgo, medidas por las tasas de inflación implícitas, experimentaron escasas variaciones en la zona del euro entre finales de marzo y principios de mayo.*

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó en los principales mercados en abril y a comienzos de mayo (véase gráfico 11). Las expectativas de descenso de los tipos de interés oficiales se revisaron a la baja en las principales áreas económicas. Ello se atribuyó, en gran medida, a las persistentes subidas de los precios de las materias primas, evidenciadas por los nuevos máximos alcanzados por los precios del petróleo y de los alimentos, que acrecentaron la preocupación de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de inflación en los precios de consumo. En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años se elevó alrededor de 20 puntos básicos entre finales de marzo y el 6 de mayo, fecha en que se situó en torno al 4,3%. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años aumentó unos 50 puntos básicos con respecto al nivel registrado a finales de marzo, situándose alrededor del 4% al final del periodo analizado. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados y en la zona del euro se estrechó en torno a unos 30 puntos básicos. En estas dos economías, las variaciones del rendimiento nominal de la deuda pública han estado fundamentalmente determinadas por variaciones correspondientes del rendimiento real. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se elevó unos 35 puntos básicos en relación con los niveles de finales de marzo, situándose en el 1,6% al final del periodo considerado. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija no experimentó prácticamente cambios en la zona del euro, mientras que disminuyó en Estados Unidos, lo que sugiere que la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del mercado estadounidense de renta fija se redujo en el periodo examinado.

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo aumentó en abril y a comienzos de mayo. Aunque los datos publicados ofrecían informaciones contradictorias para calibrar las perspectivas económicas, crecieron las expectativas de los participantes en el mercado respecto a que el mercado de la vivienda, en particular, y la economía estadounidense, en general, hubieran tocado fondo. Las perspectivas menos negativas de crecimiento a medio plazo se reflejaron también en el incremento del rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación, que fue, sin embargo, ligeramente inferior al aumento del rendimiento nominal. Las tasas de inflación implícitas, que reflejan las expectativas de

Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

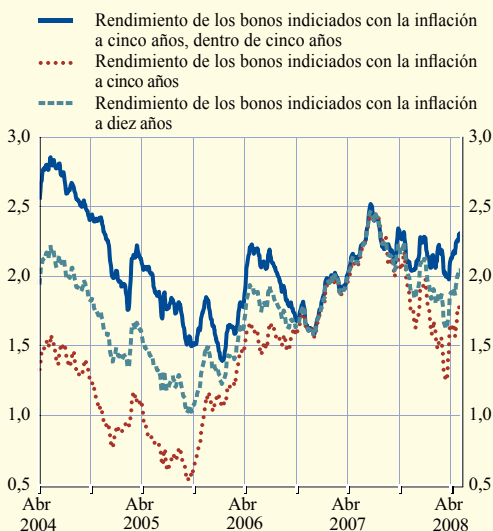


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

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

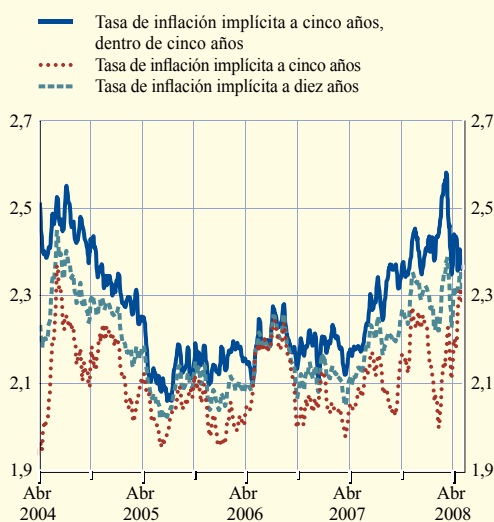
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

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



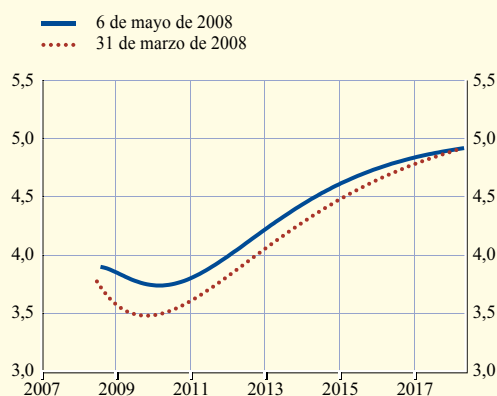
Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

inflación de los participantes en el mercado y las correspondientes primas de riesgo, crecieron nuevamente en todos los plazos en el período analizado. La evolución de las tasas de inflación implícitas puede explicarse por los nuevos máximos alcanzados por los precios del petróleo, que ejercen presiones al alza sobre la inflación, al menos a corto plazo. La decisión de rebajar el tipo de interés de los fondos federales en 25 puntos básicos, hasta el 2%, adoptada por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal el 30 de abril, había sido ampliamente anticipada por los participantes en el mercado.

La elevación de los tipos de interés nominales a largo plazo de la zona del euro estuvo determinada, en gran parte, por aumentos similares del rendimiento real de la deuda a largo plazo (véase gráfico 12). Esta evolución fue, en cierta medida, reflejo de las revisiones al alza de las expectativas de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de crecimiento de la economía de la zona del euro. Esta interpretación está respaldada por la publicación de algunos datos económicos positivos en el período considerado, especialmen-

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Cálculos del BCE, EuroMTS (datos) y Fitch Ratings (calificaciones crediticias).

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



te para el sector industrial. Además, el aumento del rendimiento nominal y del rendimiento real de la deuda pública refleja probablemente también el incremento de las primas de riesgo incorporadas en dichos rendimientos, con respecto a los reducidos niveles anteriores, debido a la menor demanda de deuda pública de elevada calidad crediticia, en un entorno de creciente tolerancia al riesgo entre los inversores. En el recuadro 3 se describe la evolución de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana, que se vio también afectada de forma significativa por las recientes fluctuaciones de la tolerancia general al riesgo de los inversores.

Desde finales de marzo, las tasas de inflación implícitas a cinco años y a diez años se han elevado, en el contexto del persistente aumento de los precios de la energía y de los alimentos (véase gráfico 13). Por el contrario, 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, permanecía en torno al 2,4% el 6 de mayo.

La curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro experimentó un nuevo desplazamiento al alza en el período examinado, especialmente en los plazos de uno a tres años (véase gráfico 14). Este desplazamiento es reflejo, fundamentalmente, de las revisiones al alza de las expectativas de los participantes en el mercado respecto a la evolución futura de los tipos de interés oficiales. La decisión de no modificar los tipos de interés oficiales del BCE, adoptada por el Consejo de Gobierno el 10 de abril, no provocó una importante revisión inmediata de la curva de tipos *forward* implícitos a un día.

Los diferenciales de crédito del mercado de renta fija privada de la zona del euro se estrecharon en abril y a comienzos de mayo, especialmente para los bonos de calificación más baja emitidos por las sociedades financieras. El coste relativo de financiación de la renta fija privada de calificación BBB en todos los sectores, medido por el diferencial con respecto al rendimiento de la deuda pública, disminuyó en torno a 55 puntos básicos en el período de referencia. En conjunto, la evolución de estos diferenciales parece ser reflejo, principalmente, de un descenso más general del precio de mercado del riesgo de crédito.

### Recuadro 3

#### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS DIFERENCIALES DE RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA

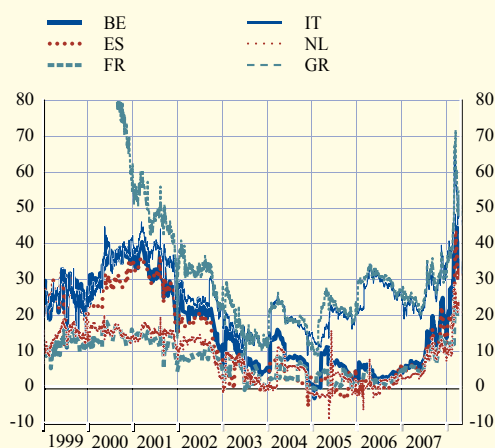
Durante el período de turbulencias financieras, las diferencias entre los rendimientos de la deuda pública de Alemania y la de otros países de la zona del euro ha ido en aumento, habiéndose observado un repunte particularmente acusado entre finales de febrero y mediados de marzo (véase gráfico A)<sup>1</sup>. En esas fechas, los diferenciales alcanzaron máximos cercanos o incluso superiores a los observados desde que los respectivos países se incorporaron a la Unión Monetaria Europea. Las turbulencias en los mercados y el deterioro de las perspectivas del sector financiero europeo podrían haber contribuido a desencadenar la revisión de la valoración del crédito soberano. En particular, los analistas del mercado han prestado renovada atención a los países que registran grandes desequilibrios presupuestarios y externos.

A continuación, se examina con más detalle la evolución de los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro, señalando el papel que pueden haber desempeñado el riesgo de crédito y las primas de riesgo de liquidez. También se indica que los inversores se han mostrado cada vez más selectivos

<sup>1</sup> Los gráficos que aparecen en este recuadro se refieren a los cinco países más grandes de la zona del euro (Alemania, España, Francia, Italia y los Países Bajos), así como a los que presentan niveles de deuda más altos (Bélgica, Grecia e Italia).

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

(en puntos básicos)

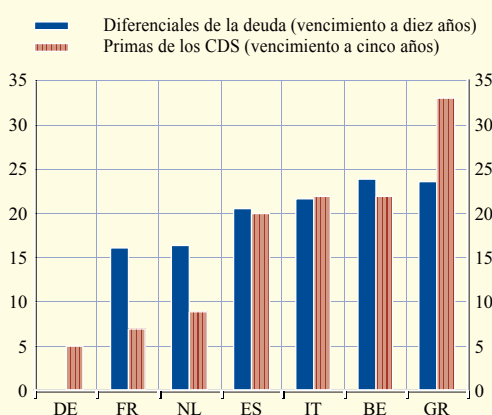


Fuente: Bloomberg.

Nota: El diferencial de la deuda pública a diez años entre los bonos de Grecia y de Alemania era de más de 300 puntos básicos el 1 de enero de 1999.

**Gráfico B** Variaciones de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública de la zona del euro frente a Alemania

(en puntos básicos, julio del 2007 a abril del 2008)



Fuente: Bloomberg.

respecto a los países a la hora de elegir la deuda pública como refugio seguro. Finalmente, se considera la evolución de los diferenciales en relación con la situación presupuestaria y las perspectivas económicas de cada país.

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

El reciente aumento de los diferenciales de la deuda soberana podría atribuirse tanto a la relativa liquidez de los bonos respectivos como a las diferencias entre los distintos emisores en lo que se refiere a su solvencia<sup>2</sup>. En lo tocante al primer aspecto, la deuda que puede negociarse inmediatamente con bajos costes de transacción y sin provocar grandes variaciones de los precios, tenderá, ceteris paribus, a ofrecer menores rendimientos. En cuanto al segundo aspecto, es importante señalar que no son sólo las percepciones respecto al riesgo de crédito relativo (la magnitud del riesgo) lo que determina el diferencial, sino también la compensación que requiere dicho riesgo (su precio), que, a su vez, guarda relación, con el nivel general de aversión al riesgo de los inversores.

Considerando estos dos determinantes con más detalle, la revisión de la valoración del riesgo soberano de la zona del euro es coherente con el aumento general de la aversión al riesgo observado en los mercados financieros mundiales. Los diferenciales de todas las clases de activos financieros de riesgo han aumentado desde que se iniciaron las turbulencias financieras. Los diferenciales de la deuda soberana reac-

2 Por lo que respecta a los determinantes generales de los diferenciales de la deuda soberana en la literatura, Favero, Pagano y von Thadden (2007), en su obra «How does Liquidity Affect Government Bond Yields?», IGER Working Paper n.º 323, destacan una tendencia común relacionada con el riesgo agregado. Beber, Brandt y Kavajecz (2006), en «Flight-to-Quality or Flight-to-Liquidity? Evidence from the Euro-Area Bond Market», NBER Working Paper n.º 12376, sostienen que la mayor parte de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana tienen su origen en las diferencias de calidad del crédito, mientras que los factores de liquidez tienden a dominar en épocas de tensiones en los mercados. Finalmente, Manganelli y Wolswijk (2007), en «Market discipline, financial integration and fiscal rules – What drives spreads in the euro area government bond market?», documento de trabajo n.º 745 del BCE, apuntan a la correlación entre los diferenciales de la deuda soberana y los tipos de interés a corto plazo.

cionaron con cierto desfase, pero no pudieron escapar en alguna medida al contagio. Como se indica en el gráfico B, en todos los países de la zona del euro ha aumentado la prima de seguro de riesgo de crédito (CDS), una medida que indica el riesgo de incumplimiento de los bonos soberanos.

Durante los varios episodios de turbulencia en los mercados experimentados desde agosto del 2007, la liquidez del mercado de deuda pública de la zona del euro se ha concentrado sobre todo en el mercado de futuros alemán (en el mercado bursátil Eurex), lo que ha beneficiado a la deuda de Alemania en relación con otras deudas soberanas. Ello podría explicar el hecho de que este país haya obtenido mejores resultados que otros para los que las perspectivas presupuestarias son similares e incluso más favorables. El agotamiento de la liquidez en el mercado de deuda pública de la zona del euro observado en la primera quincena

de marzo probablemente ha exacerbado el aumento de los diferenciales de la deuda soberana. Este agotamiento de la liquidez del mercado al contado se produjo en un momento en el que las mayores dificultades de refinanciación habrían llevado a algunos inversores apalancados a liquidar parte de sus tenencias de deuda pública de rentabilidad más alta acumuladas en los últimos años.

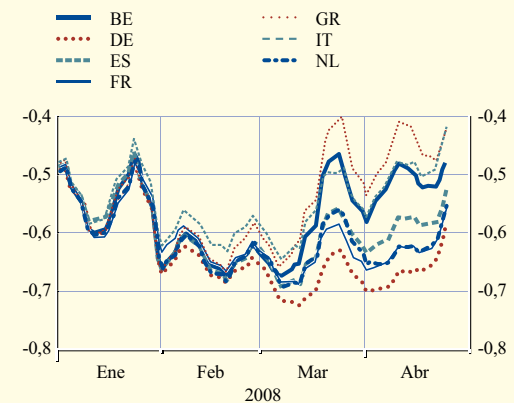
Estos dos factores (la prima de crédito y la prima de liquidez) contribuyeron al mayor rendimiento de la deuda soberana considerada más segura y más líquida, en particular, la de Alemania. El primer factor (la revisión de la valoración del riesgo de crédito) fue, sin duda alguna, el factor determinante más importante de este cambio en la valoración.

Estos factores de mercado fueron dominantes cuando se produjo el drástico aumento de los diferenciales en la primera quincena de marzo. La lenta normalización de las condiciones de liquidez y la recuperación parcial de la tolerancia al riesgo observada, en general, en los mercados de crédito se tradujeron en una reducción de los diferenciales de la deuda soberana en abril.

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

La creciente diferenciación en la evaluación de la deuda soberana se refleja también en la medida en que la deuda pública emitida por cada país se considera un refugio seguro para invertir. En tiempos de turbulencias en los mercados financieros, los inversores tienden a reequilibrar sus carteras aumentando la proporción de activos líquidos y seguros. Una medida de la intensidad de esta búsqueda de calidad es la correlación, variable con el tiempo, entre el rendimiento de la deuda pública y el de los activos de riesgo, representados a menudo por un índice de cotizaciones bursátiles de amplio espectro. Cuanto más intensa sea la búsqueda de calidad, más negativa —ceteris paribus— se espera que sea la relación. De hecho, la correlación entre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro y los de los valores incluidos en el índice EURO STOXX 50 se tornó fuertemente negativa durante el reciente período de turbulencias financieras.

**Gráfico C Correlación dependiente del tiempo entre los rendimientos diarios de los valores incluidos en el índice EURO STOXX 50 Dow Jones y el rendimiento de la deuda pública a diez años**  
(medias de cinco días, 1 de enero a 25 de abril de 2008)



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

Desde principios del 2008, la búsqueda de activos de mejor calidad se ha hecho cada vez más selectiva (véase gráfico C). Si bien las medidas de correlación se situaron en torno a  $-0,5$  con muy poca dispersión a principios de enero, comenzaron a aumentar en febrero. Desde mediados de marzo, la medida ha sido diferenciada, observándose la correlación más baja en Alemania (como consecuencia del impacto más acusado de la huida hacia la calidad). Las correlaciones menos negativas se registraron en Grecia, seguida de Bélgica e Italia.

### Evolución presupuestaria reciente y perspectivas económicas

El aumento de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana refleja una serie de factores de riesgo específicos de cada país, especialmente la situación de las finanzas públicas. Si bien los saldos presupuestarios de varios países de la zona del euro registraron niveles relativamente saneados en el 2007, en algunos países los elevados niveles de déficit y de deuda, así como los riesgos para las perspectivas fiscales se concentran a la baja. En las Proyecciones económicas de primavera del 2008 de la Comisión Europea se prevén déficit del 2% del PIB e incluso claramente superiores para Francia, Italia, Portugal y Grecia en el año en curso, como consecuencia de una relajación de la política fiscal en los dos primeros países mencionados. Para el 2009, la Comisión prevé que no habrá saneamiento de las finanzas públicas en los países que registran elevados déficit. Los niveles de deuda pública siguen siendo altos en Italia, Grecia y Bélgica y podrían aumentar en Irlanda, Portugal y Francia (véase cuadro).

Las Proyecciones económicas de primavera del 2008 de la Comisión europea indican que, para el conjunto de la zona del euro, se prevé un crecimiento del PIB en el 2008 de alrededor de 0,6 puntos porcentuales menos que en los programas de estabilidad de los respectivos países. Las diferencias más acusadas se observan en Italia ( $-1,0$  puntos porcentuales), España y Luxemburgo ( $-0,9$  puntos porcentuales), Irlanda y Francia ( $-0,7$  puntos porcentuales) y Grecia ( $-0,6$  puntos porcentuales). El hecho de que los planes de saneamiento de las finanzas públicas sean menos estrictos, unido a las perspectivas de crecimiento más bajo, podría ser una señal para los mercados de capitales de la necesidad de recurrir a financiación soberana adicional y podría ejercer presión sobre los tipos de inte-

### Saldo y deuda de las Administraciones Públicas

(% del PIB)

	Saldo			Deuda		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Bélgica	-0,2	-0,4	-0,6	84,9	81,9	79,9
Alemania	0,0	-0,5	-0,2	65,0	63,1	61,6
Irlanda	0,3	-1,4	-1,7	25,4	26,9	28,8
Grecia	-2,8	-2,0	-2,0	94,5	92,4	90,2
España	2,2	0,6	0,0	36,2	35,3	35,2
Francia	-2,7	-2,9	-3,0	64,2	64,4	65,1
Italia	-1,9	-2,3	-2,4	104,0	103,2	102,6
Chipre	3,3	1,7	1,8	59,8	47,3	43,2
Luxemburgo	2,9	2,4	2,3	6,8	7,4	7,6
Malta	-1,8	-1,6	-1,0	62,6	60,6	58,8
Países Bajos	0,4	1,4	1,8	45,4	42,4	39,0
Austria	-0,5	-0,7	-0,6	59,1	57,7	56,8
Portugal	-2,6	-2,2	-2,6	63,6	64,1	64,3
Eslovenia	-0,1	-0,6	-0,6	24,1	23,4	22,5
Finlandia	5,3	4,9	4,6	35,4	31,9	29,1
Zona del euro	-0,6	-1,0	-1,1	66,4	65,2	64,3

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

rés a largo plazo en los países que registran desequilibrios presupuestarios. Además, en varios países, la incertidumbre macroeconómica coincide con un abultado déficit por cuenta corriente, que exigirá fuertes entradas de financiación externa.

Por otra parte, existe el riesgo de que, a lo largo del año, se produzcan presiones fiscales adicionales como consecuencia de la reversión de los ingresos extraordinarios obtenidos en el pasado y posibles costes derivados de la intervención directa de las autoridades para respaldar a las instituciones financieras (como se refleja también en la evolución de los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito antes mencionados). Este riesgo podría elevar los niveles de deuda y gasto públicos, con los consiguientes efectos de segunda vuelta en forma de una carga más pesada en concepto de intereses.

Resumiendo, la revisión de la valoración del riesgo en los mercados financieros y el aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversores se ha traducido en una sustitución de activos aparentemente de riesgo por deuda pública por considerarse ésta la inversión más segura. Durante el primer trimestre del 2008, las divergencias entre los rendimientos de la deuda pública alemana y las de otros países de la zona del euro fueron en aumento a medida que los inversores comenzaron a diferenciar cada vez más entre los distintos países emisores. Ello se produjo en un contexto de mayor conciencia de los riesgos específicos de cada país en relación con las perspectivas fiscales y macroeconómicas, pero el aumento de la compensación necesaria para asumir ese riesgo, fue, probablemente, otro factor a considerar. Además, el agotamiento de la liquidez en el mercado de deuda pública ha contribuido de forma significativa a la divergencia entre los diferenciales de rendimiento de la zona del euro.

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

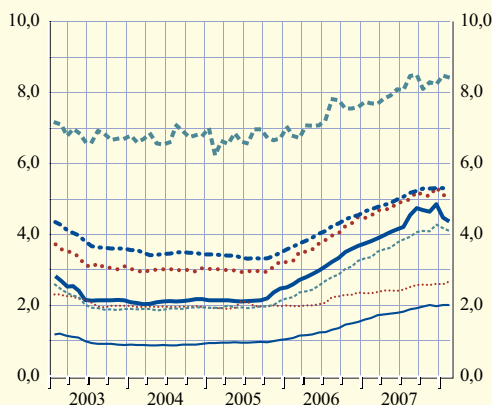
*En febrero del 2008, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras disminuyeron moderadamente, siendo reflejo, en parte, de la evolución de los tipos de interés de mercado. Desde el inicio de las turbulencias de los mercados financieros, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM han aumentado en consonancia general con los tipos de interés del mercado monetario, mientras que la evolución que han seguido los tipos de interés a largo plazo aplicados por dichas instituciones se ha traducido en la ampliación de los diferenciales con respecto a los rendimientos de la deuda pública. Al mismo tiempo, el incremento de los diferenciales entre los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos y líneas de crédito y el coste de financiación reflejado en los rendimientos de los bonos de las IFM ha seguido siendo moderado.*

En febrero, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos descendieron moderadamente, en un entorno de recorte de los tipos de interés del mercado monetario (véanse cuadro 4 y gráfico 15). Los tipos de interés aplicados a los depósitos a corto plazo (hasta un año) de los hogares y de las sociedades no financieras disminuyeron. En cuanto a los préstamos a corto plazo a los hogares, los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para consumo y para adquisición de vivienda se redujeron 5 y 3 puntos básicos, respectivamente, entre enero y febrero. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos de menor y de mayor cuantía concedidos a las sociedades no financieras sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año cayeron 9 y 7 puntos básicos, respectivamente, mientras que los tipos de los descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras descendieron 12 puntos básicos. Esta evolución debe consi-

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

(en porcentaje; tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones<sup>1)</sup>)

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



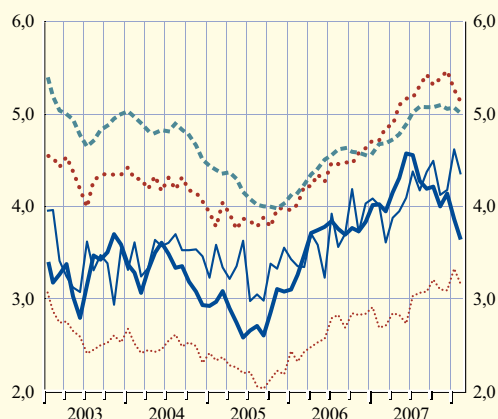
Fuente: BCE.

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

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

(en porcentaje; tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones<sup>1)</sup>)

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



Fuente: BCE.

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

derarse en un contexto en el que el tipo a tres meses del mercado monetario disminuyó 12 puntos básicos en febrero.

Adoptando una perspectiva a más largo plazo, desde junio del 2007, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM han evolucionado en consonancia general con las variaciones de los tipos de los préstamos del mercado monetario sin garantías. Entre junio del 2007 y febrero del 2008, dado que el tipo de interés a tres meses del mercado monetario subió 21 puntos básicos, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras se incrementaron 33 y 13 puntos básicos, respectivamente. Al mismo tiempo, los tipos de interés de los préstamos a hogares para consumo y para adquisición de vivienda aumentaron 34 y 28 puntos básicos, respectivamente, mientras que los aplicados a los préstamos hasta un millón de euros a las sociedades no financieras se elevaron 31 puntos básicos.

En febrero del 2008, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos a plazo a más de dos años de los hogares y de las sociedades no financieras se redujeron 17 y 27 puntos básicos,



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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados<sup>1)</sup>)

							Variaciones en puntos básicos hasta feb 2008 <sup>2)</sup>		
	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 Ene	2008 Feb	2007 Jul	2007 Oct	2008 Ene
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos</b>									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	3,51	3,77	4,07	4,28	4,18	4,10	25	0	-8
A plazo a más de dos años	2,71	2,73	3,08	3,09	3,33	3,16	13	-4	-17
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,38	2,41	2,57	2,61	2,59	2,68	24	10	9
Disponibles con preaviso a más de tres meses	3,14	3,31	3,50	3,67	3,75	3,77	38	20	2
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
	1,72	1,79	1,92	1,97	2,01	2,01	19	4	0
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	3,67	3,93	4,13	4,26	4,12	4,06	5	-1	-6
A plazo a más de dos años	3,61	4,09	4,37	4,18	4,62	4,35	-3	-14	-27
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos</b>									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	7,69	8,09	8,50	8,24	8,48	8,43	36	32	-5
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,78	4,99	5,23	5,31	5,30	5,27	21	-2	-3
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,69	4,89	5,08	5,06	5,07	5,01	-1	-7	-6
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
	6,06	6,18	6,50	6,63	6,62	6,50	19	-5	-12
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	5,29	5,53	5,92	6,08	5,93	5,84	25	-12	-9
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,83	5,00	5,24	5,28	5,27	5,21	12	-6	-6
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,68	4,90	5,21	5,33	5,11	5,04	13	-6	-7
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,86	5,17	5,43	5,47	5,26	5,13	-5	-18	-13
<b>Pro memoria</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	3,89	4,15	4,74	4,85	4,48	4,36	14	-33	-12
Rendimiento de la deuda pública a dos años	3,94	4,45	4,10	4,05	3,73	3,40	-108	-71	-33
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,95	4,57	4,19	4,14	3,86	3,64	-91	-57	-22

Fuente: BCE.

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

2) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

respectivamente (véanse cuadro 4 y gráfico 16). Este descenso de los tipos de los depósitos es acorde, en términos generales, con las caídas de 33 y 22 puntos básicos de los rendimientos de la deuda pública a dos años y a cinco años en el mismo período. Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a los préstamos hasta un millón de euros a las sociedades no financieras descendieron 6 puntos básicos, y los tipos aplicados a los préstamos a largo plazo concedidos a este sector por importe superior a un millón de euros experimentaron una disminución mayor, de 13 puntos básicos (véase gráfico 16).

Si se sigue considerando la evolución en horizontes más prolongados se observa que los tipos de interés a más largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos han aumentado, en general, desde junio del 2007. Los tipos de interés aplicados por este sector a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años registraron un ascenso de 12 puntos básicos. En el caso de los préstamos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, los tipos de interés aplicados por las IFM se incrementaron 21 puntos básicos para los préstamos hasta un millón de euros, mientras que los tipos de los préstamos de importe más elevado disminuyeron ligeramente, 4 puntos básicos. Esta evolución contrasta marcadamente con el acusado descenso que experimentaron simultáneamente los rendimientos de la deuda pública, que fue de 93 y de 105 puntos básicos en el caso de la deuda a cinco y a dos años, respectivamente. Por consiguiente, y en consonancia con los resultados de la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (véase recuadro 2), los diferenciales entre los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y los rendimientos de la deuda pública se han ampliado considerablemente desde el inicio de las turbulencias financieras. Al mismo tiempo, hasta el mes de febrero, el aumento de los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos y los costes de financiación de las IFM se mantuvo en niveles bastante moderados, ante la pronunciada subida del coste de la financiación mayorista de las IFM, como reflejan los rendimientos de los bonos.

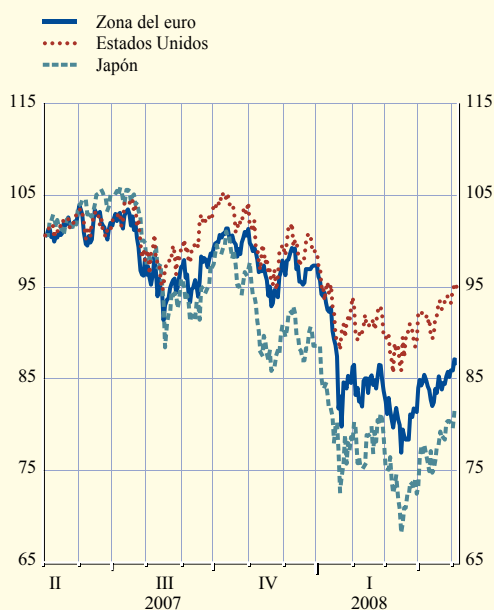
## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*Entre finales de marzo y principios de mayo, las cotizaciones bursátiles subieron de forma acusada en la zona del euro y en otros mercados importantes. Los resultados del mercado de renta variable de la zona del euro en ese período fueron consecuencia, en general, de la mayor tolerancia al riesgo de los inversores, probablemente relacionada, a su vez, con la impresión de que lo peor de la crisis de los mercados de crédito pudiera haber pasado. Además, parecen haberse afianzado las expectativas de los inversores respecto a que la zona del euro sólo experimentará una moderada desaceleración económica. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, disminuyó de forma significativa en los principales mercados.*

Los índices bursátiles amplios se elevaron en los principales mercados en abril y a comienzos de mayo (véase gráfico 17). Entre finales de marzo y el 6 de mayo de 2008, las cotizaciones bursátiles de la zona

Gráfico 17 Índices bursátiles

(índice: 1 mayo 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.

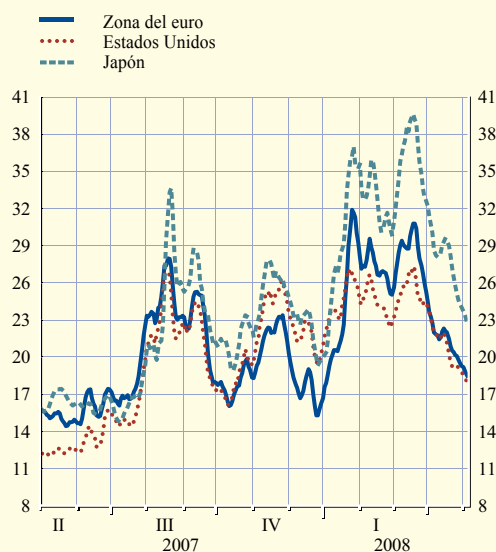
del euro y de Estados Unidos, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX y el índice Standard & Poor's 500, subieron un 6% y un 7%, respectivamente, mientras que las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, ganaron un 11%. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, disminuyó considerablemente en los principales mercados, aunque se mantuvo por encima de los niveles observados antes de la aparición de las turbulencias financieras (véase gráfico 18).

En Estados Unidos, los mercados de renta variable se recuperaron en el período analizado, ante la impresión de que lo peor de la crisis de los mercados de crédito pudiera haber pasado. De hecho, el crecimiento efectivo interanual de los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 se situó en abril en el mismo nivel que en los dos meses anteriores, es decir, en torno al -2%. A su vez, ello podría ser indicativo de que la fase recesiva del ciclo de las ganancias pudiera haber tocado fondo. Además, el crecimiento esperado de los beneficios por acción en los próximos doce meses y en los próximos tres a cinco años no experimentó cambios significativos en abril con respecto a marzo, manteniéndose en ambos casos en tasas de dos dígitos. Por otra parte, parece que la elevación de los tipos de interés reales registrada en abril y a comienzos de mayo quedó compensada por el descenso de la prima de riesgo de las acciones exigida por los inversores.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, subieron también en el período considerado, pese a la elevación de los tipos de interés a largo plazo. Reflejando, en general, la evolución de los precios de las acciones estadounidenses, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro parecen haber estado determinadas, principalmente, por el descenso de la prima de riesgo de las acciones, como resultado de la mayor tolerancia al riesgo de los inversores. Sin embargo, las impresiones respecto a los beneficios empresariales no fueron uniformes. El crecimiento efectivo interanual de los beneficios de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX siguió disminuyendo en abril, hasta situarse en torno al 9%, la primera tasa de crecimiento de un dígito registrada en los últimos cuatro años. La última vez que la tasa de crecimiento de los beneficios por acción bajó de dos dígitos a un dígito fue en octubre del 2001. Los datos de las encuestas relativos al crecimiento esperado de los beneficios experimentaron nuevamente un ligero descenso en abril, aunque se mantuvieron en torno al 8% tanto para los próximos doce meses como para los próximos tres a cinco años. Los analistas de los mercados de valores y las empresas continuaron revisando, en general, sus estimaciones de crecimiento de los beneficios por acción para los próximos doce meses mucho más a la baja que al alza. Aunque los precios de las acciones registraron una fuerte subida en todos los sectores del índice, el principal motor de los buenos resultados del mercado de renta variable de la zona del euro fue el sector del petróleo y del gas, con una ganancia del 16%, tras los nuevos máximos alcanzados por los precios del petróleo.

**Gráfico 18 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable**

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



Fuente: Bloomberg.

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

La volatilidad implícita disminuyó notablemente en los principales mercados, señal de una menor incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo de los precios de las acciones. Sin embargo, la incertidumbre de los mercados de renta variable se mantuvo en niveles más elevados que antes de la aparición de las turbulencias financieras. Además, los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro para los bonos de calificación más baja se estrecharon de forma significativa en el período examinado, lo que puede ser también indicativo de una reducción de las primas de riesgo exigidas por los inversores para los activos de mayor riesgo, como las acciones.

### 3 PRECIOS Y COSTES

Se estima que la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro descendió al 3,3% en abril del 2008, desde la tasa máxima del 3,6% registrada en marzo, manteniéndose por encima del 3% por sexto mes consecutivo. Este dato confirma la existencia de fuertes presiones al alza a corto plazo sobre la inflación, como resultado, en gran medida, de las pronunciadas subidas de los precios internacionales de la energía y de los alimentos observadas en los últimos meses. De cara al futuro, según se prevé en los mercados de futuros de estos productos, con toda probabilidad la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantendrá bastante por encima del 2% en los próximos meses y se moderará de forma gradual en el transcurso del 2008. Si bien los indicadores de costes laborales actualmente disponibles apuntan a una evolución moderada de los salarios en el conjunto del 2007, se han observado recientemente ciertos indicios de mayores aumentos salariales. Los riesgos para las perspectivas de inflación a medio plazo siguen siendo claramente alcistas. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de nuevos aumentos de los precios de la energía y de los alimentos, así como de incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta ahora. Existe también el riesgo de que la fijación de los precios y los salarios pueda acrecentar las presiones inflacionistas. En particular, la capacidad de fijación de precios de las empresas, especialmente en segmentos del mercado con un reducido nivel de competencia, podría ser mayor de lo esperado. Asimismo, el crecimiento de los salarios podría ser más dinámico de lo previsto, teniendo en cuenta la elevada utilización de la capacidad productiva, las tensiones en los mercados de trabajo y el riesgo de efectos de segunda vuelta derivados del alto nivel actual de las tasas de inflación.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC general descendió al 3,3% en abril del 2008, desde el 3,6% registrado en marzo (véase cuadro 5). De confirmarse, éste sería el primer descenso de la tasa de variación interanual del IAPC observado desde agosto del 2007, cuando las fuertes contribuciones de los componentes de energía y alimentos, impulsadas por la escalada de los precios del petróleo y de las materias primas alimentarias en los mercados internacionales, empezaron a provocar un aumento de la inflación en la zona del euro. Aunque no se dispone todavía del detalle del IAPC de abril, la evidencia disponible sugiere que los efectos de base y los efectos estacionales de los componentes de la energía, los alimentos no elaborados y los servicios han contribuido sustancialmente a esta disminución. Sin embargo, es probable que en el mes de abril los precios de la energía y de los alimentos hayan seguido contribuyendo de forma significativa a la elevada tasa de inflación interanual medida por el IAPC.

En marzo, el último mes para el que dispone de información detallada, la inflación medida por el IAPC alcanzó un nuevo máximo histórico, el 3,6%, desde la introducción del euro en 1999. Todos los componentes contribu-

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2006	2007	2007 Nov	2007 Dic	2008 Ene	2008 Feb	2008 Mar	2008 Abr
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	2,2	2,1	3,1	3,1	3,2	3,3	3,6	3,3
Energía	7,7	2,6	9,7	9,2	10,6	10,4	11,2	.
Alimentos no elaborados	2,8	3,0	3,0	3,1	3,3	3,3	3,8	.
Alimentos elaborados	2,1	2,8	4,6	5,1	5,9	6,5	6,8	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	1,0	1,1	1,0	0,7	0,8	0,9	.
Servicios	2,0	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,8	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	5,1	2,8	4,3	4,4	5,0	5,4	5,7	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,9	52,8	62,8	62,8	62,4	64,1	66,1	69,8
Precios de las materias primas no energéticas	24,8	9,2	-0,1	1,4	10,4	15,0	10,3	5,8

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

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

yeron a este ascenso, especialmente los precios de la energía y de los alimentos (véase gráfico 19).

Los precios de la energía experimentaron en marzo un considerable incremento intermensual, impulsado por todos los subcomponentes derivados del petróleo. La nueva subida de los precios del petróleo en dólares registrada en marzo sólo fue absorbida en parte por la apreciación del euro. Por otro lado, los datos disponibles sobre los precios del refino de gasolina sugieren que los márgenes del refino se han recuperado recientemente de los anteriores niveles históricamente bajos. Aunque un ligero efecto de base favorable mitigó el impacto en términos interanuales, la tasa de variación interanual de los precios de la energía aumentó sensiblemente en marzo, hasta el 11,2%, desde la elevada tasa del 10,4% de febrero (frente a la media del 2,6% observada en el 2007).

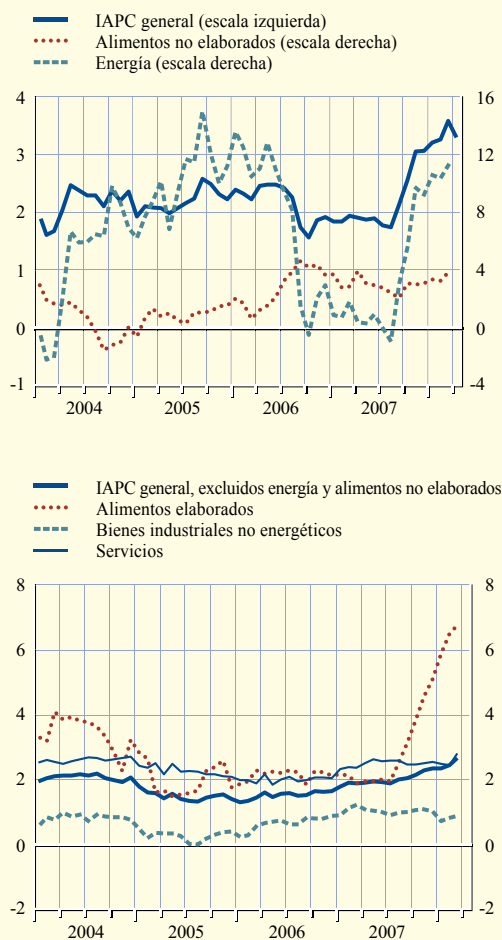
Al igual que en meses anteriores, en marzo la evolución de los precios de los alimentos contribuyó notablemente a la inflación medida por el IAPC general. La subida de los precios de las materias primas agrarias en los mercados internacionales, unida a la elevación de los costes de la energía y del transporte, siguió impulsando al alza la inflación en los precios de los alimentos elaborados, que alcanzaron un nuevo máximo del 6,8%, en términos interanuales. No obstante, en el mes de marzo existen evidencias de cierta moderación de la tasa de variación intermensual de los precios de los alimentos elaborados, con respecto al intenso ritmo de crecimiento observado en el pasado reciente. Parece tratarse de una desaceleración generalizada de todos los principales subcomponentes.

Por ejemplo, en marzo los precios del componente de leche, queso y huevos aumentaron un 0,4% en tasa intermensual, frente a la media del 1,7% registrada en los seis meses anteriores. En general, si no se produjeran nuevas perturbaciones en los precios internacionales de los alimentos, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados se moderaría también ligeramente en el segundo semestre del año, aunque se mantendría probablemente bastante por encima de su media histórica durante cierto tiempo. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se elevó hasta el 3,8% en marzo, desde el 3,3% de febrero, como consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios de las hortalizas. Mientras que los precios de consumo de la carne (que representa la mitad de la ponderación de los alimentos no elaborados) sólo aumentaron ligeramente en marzo, las actuales presiones sobre los precios de la carne evidenciadas por la reciente subida de los precios de producción de los piensos podrían materializarse en los próximos meses.

Si se excluyen los precios de los alimentos elaborados y no elaborados y de la energía, la tasa de variación interanual del IAPC se situó en el 2% en marzo, frente al 1,8% de febrero, como resultado del incremento

Gráfico 19 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.



de la tasa de variación interanual de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos. Esta última tasa, que se elevó ligeramente, hasta el 0,9%, en marzo, reflejo de los aumentos observados en varias pequeñas partidas, se mantiene todavía ligeramente por debajo de la tasa media de variación del 1% registrada en el 2007. Pese al incremento de las presiones internas sobre los costes de los bienes intermedios y a una tasa de utilización de la capacidad productiva todavía elevada en el sector manufacturero, la evolución a corto plazo de la inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos ha sido relativamente contenida en los últimos meses, debido al efecto moderador de la apreciación del euro sobre los precios de importación, así como a la fuerte competencia internacional.

En marzo, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios aumentó de forma significativa, hasta el 2,8%, tras haber estado oscilando en torno al 2,5% desde comienzos del 2007, como consecuencia de la incidencia al alza de la elevación del IVA alemán llevada a cabo en enero del año pasado. Sin embargo, se espera que una parte importante del incremento de marzo de la inflación en los servicios sea de carácter transitorio, debido a que, al caer la Semana Santa en fechas más tempranas que el año pasado, los proveedores de servicios relacionados con las vacaciones (como vacaciones organizadas, hoteles o transporte aéreo) adelantaron la fijación de sus precios estacionales. En consecuencia, este impacto debería haber desaparecido en abril. Por el contrario, el aumento de los precios de consumo en los servicios de comunicación observado en marzo podría tener un efecto más perdurable. Además, las actuales presiones sobre los costes en los servicios de transporte y en algunos servicios recreativos y personales (incluidos los de hostelería), reflejo del incremento de los costes de la energía y de los alimentos, podrían tener implicaciones más duraderas sobre la tasa de variación del IAPC.

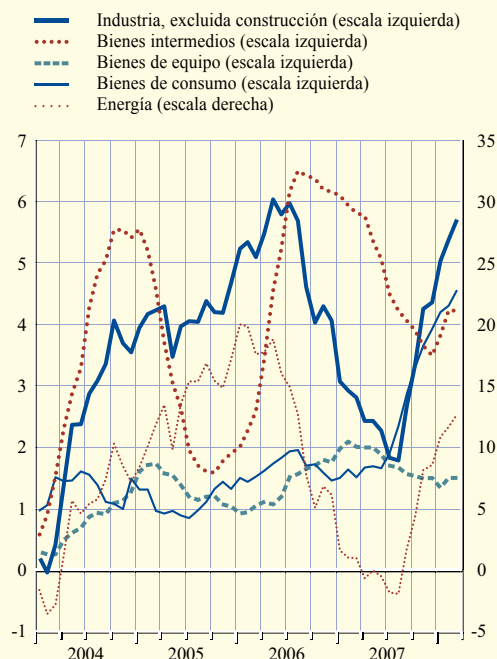
### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La persistencia de presiones inflacionistas en las primeras fases de la cadena de producción, como resultado de la evolución de los precios del petróleo y de los alimentos, es evidenciada por un nuevo incremento de la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, hasta el 5,7% registrado en marzo del 2008, desde el 5,4% de febrero (véase gráfico 20). En marzo, la tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía volvió a experimentar un fuerte aumento, con una elevación del 12,7%, como consecuencia de la subida de los precios del crudo. Si se excluyen la energía y la construcción, los precios industriales se incrementaron un 3,7% en tasa interanual, impulsados por una nueva aceleración del crecimiento de los precios industriales de los bienes de consumo duradero y no duradero. En este último caso, la causa fue, en gran medida, otro acusado aumento de la tasa de variación interanual de los precios de producción de los alimentos, hasta el 10%, mientras que la tasa de variación intermensual siguió descendiendo gradualmente en relación con el máximo alcanzado en octubre del 2007. En particular, la tasa de variación intermensual de los precios de producción de los productos lácteos, uno de los principales componentes de los alimentos, registró un ligero descenso entre febrero y marzo, en comparación con el incremento medio mensual del 1,4% observado en el período comprendido entre mayo del 2007 y enero del 2008. No obstante, pese a la moderación a corto plazo de los precios de los alimentos, con respecto al intenso ritmo de crecimiento registrado en el segundo semestre del año pasado, se han acumulado importantes presiones latentes, que no se han trasladado todavía a los precios de consumo de los alimentos.

Por el contrario, hasta el momento no parecen existir evidencias de presiones latentes crecientes sobre los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos, tal y como sugiere la relativa estabilidad de la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos el tabaco y los alimentos, que ha estado oscilando en torno al 1,3% desde el inicio del año pasado. Las tasas de variación interanual de los precios industriales de los bienes de equipo y de

**Gráfico 20 Desagregación de los precios industriales**

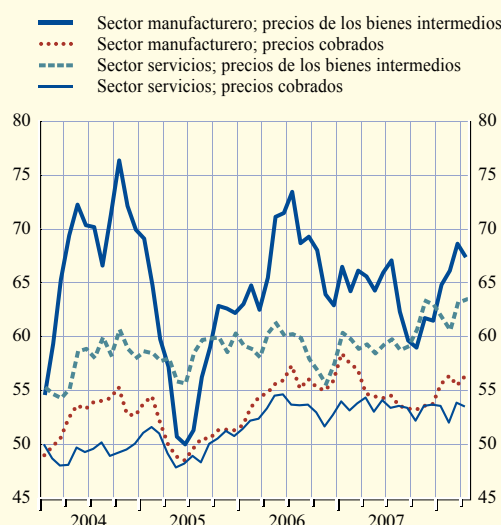
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: 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 bienes intermedios no experimentaron cambios en marzo, manteniéndose por debajo de sus respectivas medias del 2007, tras haber subido ligeramente a comienzos del citado año. La apreciación del euro parece haber mitigado la elevación de los precios de las materias primas industriales y las pronunciadas subidas de los precios del petróleo.

Los últimos datos sobre fijación de precios por las empresas, procedentes de la encuesta de NTC Economics a los directores de compras, confirman la actual acumulación de presiones inflacionis-

**Cuadro 6 Indicadores de costes laborales**

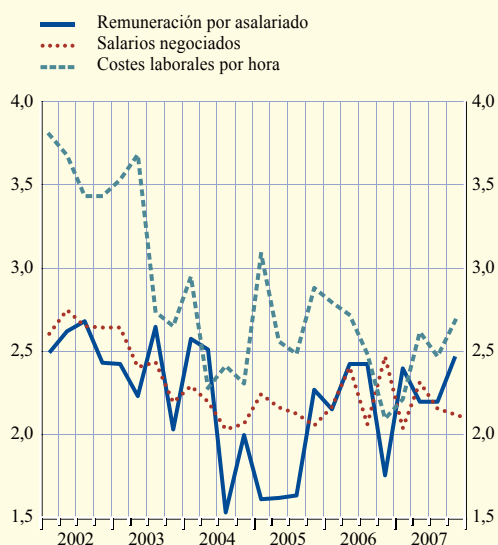
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

### Gráfico 22 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

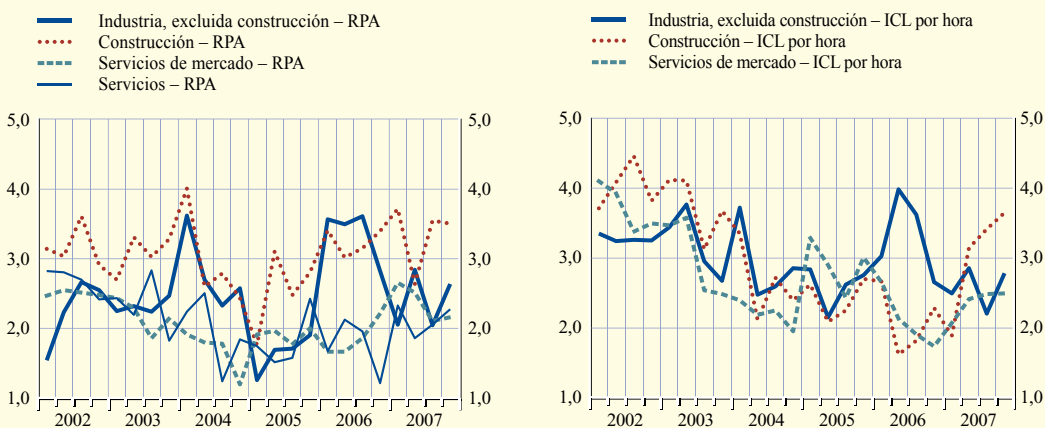
tas latentes (véase gráfico 21). Los datos de abril vuelven a señalar la existencia de importantes presiones sobre los costes de los bienes intermedios en los sectores de manufacturas y de servicios, como resultado, muy probablemente, de los elevados precios de la energía, de los alimentos y de las materias primas. En abril, el indicador de costes de los bienes intermedios experimentó un ligero descenso en el sector manufacturero, mientras que alcanzó en el sector servicios su nivel más alto desde octubre del 2000. El índice de precios cobrados se elevó en el sector manufacturero, lo que indica que las empresas siguen trasladando el incremento de los costes a los clientes, y disminuyó ligeramente en el sector servicios. Sin embargo, la evolución relativa de estos dos sectores, que muestra un aumento más rápido en los costes de los bienes intermedios que en los precios cobrados en ambos sectores, sugiere que las empresas no han trasladado aún todos los incrementos de precios de los bienes intermedios a los consumidores.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Todos los indicadores de costes laborales de la zona del euro actualmente disponibles confirman el mantenimiento de la contención salarial en el 2007 (véanse cuadro 6 y gráfico 22). En particular, la tasa media

### Gráfico 23 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en el 2007 se situó en el 2,3%, frente al 2,2% del año anterior. No obstante, se observó cierta aceleración en el último trimestre del 2007, tal y como indica el repunte de las tasas de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado y de los costes laborales por hora, principalmente como consecuencia, en este último caso, del aumento de la tasa de crecimiento interanual del componente de costes salariales. Impulsada por la desaceleración del crecimiento de la productividad registrada a lo largo del año, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se elevó notablemente, hasta el 2%, en el cuarto trimestre del 2007, año en el que se situó, en promedio, unos 0,5 puntos porcentuales por encima de los niveles del 2006.

Sin embargo, los datos agregados ocultan una evolución sectorial divergente (véase gráfico 23). Por lo que se refiere al crecimiento de los costes laborales por hora, en la industria se observó una clara moderación en el 2007, en comparación con el 2006, si bien con un ligero incremento en el cuarto trimestre; en los servicios de mercado el crecimiento se elevó en el 2007, en comparación con el año anterior, aunque se mantuvo en general estable en el último trimestre; y en la construcción se registró un fuerte aumento a lo largo del 2007.

El patrón de crecimiento parece diferir considerablemente entre sectores, no sólo en términos de costes laborales, sino también de productividad y, por tanto, de costes laborales unitarios. Tal y como se desprende del análisis basado en datos de contabilidad nacional ofrecido en el recuadro 4, las presiones inflacionistas existentes en algunos sectores, especialmente en los servicios de mercado, son resultado del escaso crecimiento de la productividad, asociado a un aumento sostenido de los beneficios propiciado por un reducido nivel de

Recuadro 4

**EVALUACIÓN DE LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN SECTORIAL A PARTIR DE LOS DATOS DE CONTABILIDAD NACIONAL**

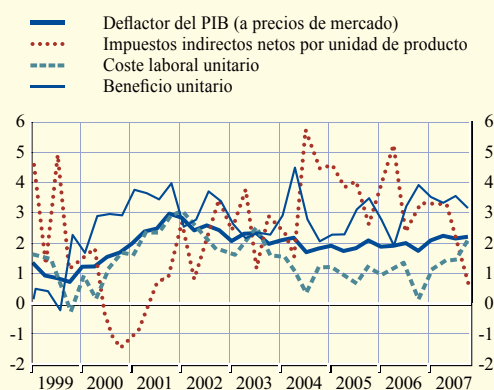
El análisis coyuntural de las presiones sobre los precios en la economía de la zona del euro se realiza a partir de varias fuentes de datos. En particular, los datos de contabilidad nacional aportan una información valiosa para comprender la evolución de los precios, de los costes laborales y de los beneficios a nivel agregado y sectorial. En este recuadro se analizan los datos de contabilidad nacional relativos a los precios y costes, a fin de calibrar las presiones inflacionistas existentes actualmente en la zona del euro. Además, se utiliza la información de la base de datos EU KLEMS publicada recientemente (marzo 2008) para evaluar en qué medida la productividad y de la competencia influyen en la determinación a largo plazo de la inflación sectorial.

**Presiones sobre los precios a nivel agregado**

En el marco de la contabilidad nacional, el producto interior bruto (PIB) puede desglosarse entre los distintos componentes de la renta. En consecuencia, el deflactor del PIB, que mide el «precio»

**Desglose del deflactor del PIB de la zona del euro**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Los impuestos indirectos netos se refieren a los impuestos menos subvenciones sobre la producción y las importaciones.

### Cuadro A Datos de contabilidad nacional: total de la economía y principales sectores económicos

(tasas de variación interanual)

	1996-2007	2004	2005	2006	2007	2007 II	2007 III	2007 IV
<b>Total de la economía</b>								
<b>Deflactor del PIB (al coste de los factores)</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
Indicador del margen de beneficio	0,5	0,7	0,7	0,7	0,4	0,5	0,5	-0,1
Coste laboral unitario	1,3	1,0	1,0	0,9	1,5	1,4	1,4	2,0
Remuneración por asalariado	2,2	2,2	1,8	2,2	2,3	2,2	2,2	2,5
Crecimiento de la productividad del trabajo	0,9	1,1	0,8	1,3	0,8	0,8	0,8	0,5
<b>Industria, excluida construcción</b>								
<b>Deflactor del PIB (al coste de los factores)</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>
Indicador del margen de beneficio	0,9	1,1	1,8	1,4	2,4	2,4	3,0	1,3
Coste laboral unitario	-0,2	-0,5	-0,8	-0,8	-0,7	0,1	-1,3	-0,4
Remuneración por asalariado	2,4	2,8	1,6	3,4	2,4	2,8	2,0	2,6
Crecimiento de la productividad del trabajo	2,6	3,4	2,5	4,2	3,1	2,8	3,4	3,0
<b>Construcción</b>								
<b>Deflactor del PIB (al coste de los factores)</b>	<b>3,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>
Indicador del margen de beneficio	0,9	1,3	1,4	3,4	0,5	0,3	-0,6	-0,3
Coste laboral unitario	2,5	3,5	3,3	1,3	4,2	4,8	5,4	5,0
Remuneración por asalariado	2,2	3,0	2,5	3,2	3,3	2,6	3,5	3,5
Crecimiento de la productividad del trabajo	-0,4	-0,5	-0,7	1,9	-0,8	-2,1	-1,8	-1,4
<b>Servicios de mercado</b>								
<b>Deflactor del PIB (al coste de los factores)</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>
Indicador del margen de beneficio	0,3	0,7	0,4	0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5
Coste laboral unitario	1,3	1,4	0,9	1,1	1,7	1,8	1,6	2,1
Remuneración por asalariado	1,9	1,7	1,9	1,8	2,4	2,5	2,1	2,2
Crecimiento de la productividad del trabajo	0,5	0,3	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,0
<b>Servicios no de mercado</b>								
<b>Deflactor del PIB (al coste de los factores)</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>
Indicador del margen de beneficio	0,1	0,2	0,6	0,0	0,1	0,5	0,0	-0,2
Coste laboral unitario	2,5	2,1	1,9	2,5	1,7	0,7	1,9	2,3
Remuneración por asalariado	2,4	2,4	1,8	1,8	2,1	1,4	2,2	2,6
Crecimiento de la productividad del trabajo	-0,1	0,3	-0,1	-0,6	0,4	0,7	0,3	0,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El indicador del margen de beneficio se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento del deflactor del PIB (al coste de los factores) y la de los costes laborales unitarios. El crecimiento de la productividad del trabajo es por persona ocupada. Los servicios de mercado corresponden a los destinos económicos siguientes: comercio y reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones, intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios prestados a las empresas. Los servicios no de mercado corresponden a la administración pública, la enseñanza, la sanidad y otros servicios.

del valor añadido total por unidad de producto, puede desagregarse entre costes laborales unitarios, beneficios unitarios e impuestos indirectos netos (impuestos menos subvenciones sobre la producción y las importaciones) por unidad de producto<sup>1</sup>. Este desglose queda reflejado en el gráfico, en el que se observa que la tasa de variación interanual del deflactor del PIB (a precios de mercado) se ha mantenido relativamente moderada en los últimos años, aunque repuntó en el 2007, hasta alcanzar una media del 2,2% en el segundo semestre del año. Desde el 2004, los componentes del deflactor del PIB han venido experimentando una evolución algo divergente. Los beneficios unitarios y los impuestos indirectos por unidad de producto han registrado aumentos interanuales superiores a la in-

<sup>1</sup> Para una descripción de las distintas maneras de utilizar los datos de contabilidad nacional para el análisis coyuntural de la inflación, véase el recuadro titulado «Utilización de los datos de contabilidad nacional para evaluar las presiones sobre los precios en la zona del euro», en el Boletín Mensual de diciembre del 2006.

flación en el valor añadido total, mientras que el crecimiento de los costes laborales unitarios ha sido inferior. En el conjunto del año 2007, los beneficios unitarios aumentaron un 3,4%, y el crecimiento de los impuestos indirectos por unidad de producto superó ligeramente la inflación en el valor añadido total, aunque registró una evolución moderada a lo largo del año. Por otra parte, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se elevó notablemente en el transcurso del 2007, hasta alcanzar el 2% en el cuarto trimestre.

Otra manera de desglosar el deflactor del PIB es considerar los beneficios como margen sobre los costes laborales. Esta manera de presentar los datos de contabilidad nacional ofrece la ventaja de permitir efectuar un desglose similar por sectores (véase cuadro A, en el que se desagregan también los costes laborales unitarios entre crecimiento de la remuneración por asalariado y crecimiento de la productividad del trabajo por persona ocupada). El aumento del deflactor del PIB de la zona del euro refleja un crecimiento positivo de los costes laborales unitarios y un incremento de los márgenes, resultado, en este último caso, del descenso constante de la participación de los salarios (simplemente la inversa del indicador del margen de beneficio), desde aproximadamente el 65% registrado en el 2000, hasta el 62% observado en el 2007. La contribución de los costes laborales unitarios a la inflación en el valor añadido creció considerablemente en el 2007, mientras que la de los márgenes disminuyó a lo largo del año.

### **Evolución de la inflación sectorial**

La evolución agregada de los componentes del deflactor del PIB oculta marcadas diferencias entre sectores. El vigoroso crecimiento total del margen de beneficio observado desde el 2004 parece proceder, en parte, de la industria, excluida la construcción, sector en el que el rápido crecimiento de la productividad del trabajo ha favorecido el descenso de los costes laborales unitarios. A juzgar por el elevado crecimiento de los beneficios registrado en el citado sector, éste parece haber resistido las presiones derivadas del aumento de los costes no laborales de los bienes intermedios y de la mayor competencia internacional. Desde el 2004, la evolución de los componentes de la inflación en el valor añadido observada en la industria, excluida la construcción, contrasta fuertemente con la evolución registrada en los servicios, sector en el que el aumento de la inflación en el valor añadido (de los componentes de mercado y no de mercado) ha estado determinado por el incremento de los costes laborales unitarios. Ello se debe, principalmente, a que el crecimiento de la productividad del trabajo en el sector servicios se ha situado por debajo de la media, especialmente en los servicios no de mercado. En el 2007, el crecimiento salarial acentuó las presiones al alza en los servicios de mercado y no de mercado<sup>2</sup>. Finalmente, el sector de la construcción difiere de la industria, excluida la construcción, y de los servicios, en la medida en que ha experimentado una inflación en el valor añadido mucho más alta. Al igual que en la industria, excluida la construcción, se ha observado un rápido crecimiento de los márgenes en el sector de la construcción, que comparte con el sector servicios un patrón de incrementos generalmente acelerados de los costes laborales unitarios.

Desde una perspectiva a más largo plazo, la amplia información de la base de datos EU KLEMS disponible hasta el 2005 permite estudiar la relación entre la inflación en el valor añadido, el crecimiento de la productividad del trabajo y los márgenes en distintos sectores de la economía

2 Para un análisis más detallado de las presiones sobre los precios en el sector servicios, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la inflación en los precios de los servicios de la zona del euro», en el Boletín Mensual de abril del 2008.

## Cuadro B Datos de inflación, competencia y productividad de la zona del euro por sectores, 1996-2005

(tasas medias de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Sector	Deflactor del PIB (al coste de los factores)	Indicadores de competencia		Crecimiento de la productividad	
		Margen de beneficio (en %) Costes de producto/ producción	Margen de beneficio (en %) Remuneración del capital/ producto	Productividad del trabajo por hora trabajada	Productividad total de los factores
<i>Total de la economía</i>	1,9	21,5	17,5	1,1	0,2
Industria excluida construcción	0,8	12,2	10,9	2,4	1,2
Agricultura, silvicultura, pesca y caza	-0,7	13,6	11,9	3,3	1,8
Construcción	3,4	10,8	9,7	-0,1	-0,9
Servicios de mercado	1,9	36,5	26,7	0,6	-0,2

Fuentes: EU KLEMS y cálculos del BCE.

Nota: Los datos no incluyen Chipre, Malta y Eslovenia. La remuneración del capital es igual al valor añadido bruto menos los costes laborales. Estos últimos se calculan aplicando a los mismos la ratio entre las horas trabajadas por el total de personas ocupadas y las horas trabajadas por asalariado.

(véase cuadro B)<sup>3</sup>. En el período 1996-2005, la inflación en el valor añadido de los servicios de mercado superó a la de la industria, excluida la construcción, como resultado, en parte, del menor crecimiento de la productividad del trabajo y de la elevación de los márgenes (lo que sugiere un menor grado de competencia). Al mismo tiempo, en la pasada década, el sector de la construcción registró una elevada inflación en el valor añadido bruto, un escaso crecimiento de la productividad del trabajo y márgenes reducidos.

En resumen, el análisis de los indicadores de contabilidad nacional muestra que, además del actual aumento de los márgenes de beneficio, en el 2007 se ha observado un repunte del crecimiento de los costes laborales unitarios, que ha estado impulsado por el sector servicios, en el que el mayor crecimiento de los salarios no ha estado acompañado de la correspondiente mejora de la productividad del trabajo. Desde una perspectiva a más largo plazo, el reducido crecimiento de la productividad del trabajo y los márgenes superiores a la media se han asociado a una inflación en el valor añadido relativamente acelerada en los sectores de servicios de mercado. Ello sugiere que la contribución de los servicios de mercado a la inflación general podría reducirse mediante la adopción de medidas encaminadas a fomentar los avances tecnológicos y la competencia en estos sectores<sup>4</sup>.

3 En comparación con los datos de contabilidad nacional, la base de datos EU KLEMS presenta la ventaja de incluir la productividad del trabajo por hora trabajada y la productividad total de los factores (en vez de recoger simplemente la productividad del trabajo por persona ocupada), así como medidas de los márgenes que permiten tener en cuenta el efecto de los costes totales de producción (en lugar de sólo los costes laborales). Véase M. Timmer, T. van Moergaestel, E. Stuijvenwold, G. Ypma, M. O'Mahony y M. Kangasniemi: EU KLEMS Growth and Productivity Accounts Version 1.0, marzo 2007. En relación con los cálculos de los márgenes, véanse el artículo titulado «Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo del 2007; y Grupo de Trabajo del Comité de Política monetaria del SEBC: «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», Occasional Paper n.º 44, BCE, abril 2006.

4 En relación con la necesidad de realizar reformas estructurales adicionales en la zona del euro, véanse R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker y J. Turunen, «Labour productivity developments in the euro area», Occasional Paper n.º 53, BCE, octubre 2006; los recuadros titulados «Evolución de la productividad en la zona del euro y necesidad de reformas estructurales», en el Informe Anual del BCE del 2006, «Comportamiento sectorial del crecimiento de la productividad total de los factores en los países de la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre del 2007, y «Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro: resultados de la reciente publicación de la base datos EU KLEMS», en el Boletín Mensual de enero del 2008; y el artículo titulado «Evolución de la productividad y política monetaria», en el Boletín Mensual de enero del 2008.



competencia. La información parcial de la que se va disponiendo sobre el primer trimestre hace aparecer nuevas señales de aceleración del crecimiento de los salarios. La información preliminar sobre los salarios negociados en enero y febrero sugiere que en varios países se produjeron aumentos salariales significativos, aunque éstos no fueron más altos de lo anticipado. En Alemania, los acuerdos salariales negociados recientemente suponen un incremento sustancial del crecimiento de los salarios en el sector público y en la industria siderúrgica, lo que plantea riesgos de contagio para las negociaciones salariales presentes o futuras en otros sectores privados y en otras regiones, y también para los precios administrados.

De cara al futuro, se espera que el repunte del crecimiento salarial continúe en el 2008, como consecuencia, por un lado, del abandono gradual de políticas encaminadas a reducir las cotizaciones sociales y, por otro, del aumento del crecimiento efectivo de los salarios, en un contexto de tensiones en los mercados de trabajo, de elevada utilización de la capacidad productiva, de menor moderación salarial y de acusada inflación en los precios de consumo. Además, los actuales mecanismos de indiciación de los salarios son una fuente de presiones al alza. Para el Consejo de Gobierno del BCE es motivo de preocupación la existencia de tales mecanismos, cuya situación en los países de la zona del euro se analiza en el recuadro 5.

#### Recuadro 5

#### MECANISMOS DE INDICIACIÓN DE LOS SALARIOS EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se examinan las características y el grado de indiciación de los salarios en la zona del euro. La indiciación formal de los salarios puede definirse como la inclusión de cláusulas en leyes o en contratos que vinculan los salarios (tanto del sector público como del privado), en gran parte automáticamente, a la evolución de los precios. Al Consejo de Gobierno del BCE le preocupa la existencia de estos mecanismos que indician los salarios nominales a los precios de consumo y que entrañan el riesgo de que las perturbaciones con efectos alcistas sobre la inflación, como los observados actualmente en los precios de la energía y de los alimentos, sean más prolongadas e incluso conduzcan a una espiral de precios y salarios. Esta espiral dificultaría la tarea del BCE de mantener la estabilidad de precios y sería perjudicial para el empleo y la competitividad de los países afectados. En consecuencia, el Consejo de Gobierno del BCE ha instado a evitar estos mecanismos.

La información sobre la indiciación de los salarios en el sector privado de algunos países de la zona del euro se resume en el cuadro que figura a continuación. Siete países de la zona del euro (Bélgica, España, Francia, Chipre, Luxemburgo, Malta y Eslovenia) aplican algún tipo de indiciación automática de los salarios del sector privado a los precios. Aunque ninguno de estos países indicia totalmente los salarios al IAPC general, en la mayor parte de ellos se usa el índice de precios de consumo (IPC) nacional, o un índice general de precios de consumo estrechamente relacionado. Más concretamente, la indiciación de los salarios a los precios es automática en Bélgica, Chipre y Luxemburgo, donde los salarios se ajustan por subidas anteriores de los precios de consumo. Mientras que en Chipre y Luxemburgo, el indicador de precios de consumo utilizado es el IPC nacional (excluidas las subidas de los impuestos indirectos en Chipre), en Bélgica se utiliza el denominado «Índice de Salud», que es el IPC excluidos el alcohol, el tabaco y la gasolina (pero incluidos el combustible para calefacción, el gas y la electricidad). En España, en la mayor parte de los acuerdos salariales del sector privado, los salarios se ajustan al alza con efecto retroactivo cuando la inflación medida por el IPC nacional supera la tasa de referencia establecida por el Gobierno (normalmente, el 2%). En Francia, Malta y Eslovenia, la indiciación automática se aplica principalmente al salario social o al salario mínimo, que en el caso de Francia y Eslovenia incluye a un porcentaje reducido de trabajadores.

En cuanto a la indiciación de los salarios del sector público, éstos están total o parcialmente indiciados a la inflación en cinco países de la zona del euro (Bélgica, Chipre, Luxemburgo, Malta y Eslovenia). La indi-

ciación de estos salarios es automática en Bélgica, Chipre y Luxemburgo, y se basa en las tasas de inflación registradas anteriormente. En la mayor parte de los casos, la medida de la inflación utilizada para la indicación es la inflación general medida por los precios de consumo, excluidas las subidas de los impuestos indirectos en Chipre y de los precios del alcohol, el tabaco y la gasolina en Bélgica. Dado que la indicación de los salarios del sector público puede desempeñar un importante papel señalizador para los negociadores de los acuerdos salariales en otros sectores, este sector tiene la responsabilidad específica de contribuir a evitar la aparición de efectos de segunda vuelta en la inflación.

#### Resumen de las principales características de la indicación predominantemente automática de los salarios y directrices salariales en el sector privado

	Tipo de indicación	Medida de la inflación	Mecanismo	Cobertura de trabajadores del sector privado
<b>Países con indicación predominantemente automática de los salarios</b>				
BE	Automática, pero limitada por una norma salarial y, en algunos sectores, por una cláusula «all-in»	Índice de Salud <sup>1</sup>	Incrementos de los salarios cuando la media móvil de cuatro meses de la inflación pasada supera cierto umbral (en la mayor parte de los casos, el 2%). Se está convirtiendo en práctica habitual que la indicación se realice a intervalos fijos entre 1 y 12 veces al año, con independencia de la tasa de inflación alcanzada.	Casi el 100%
ES	Automática	IPC nacional	Cláusula incluida en la mayoría de los convenios colectivos del sector privado. Conlleva un ajuste por la inflación cuando se supera la tasa de inflación prevista que figura en los acuerdos salariales.	Alrededor del 68%
FR	Automática	IPC nacional, excluido el tabaco	Incremento automático del salario mínimo en julio para incorporar la inflación, más subida de la mitad del salario real de los trabajadores no cualificados, más un ajuste discrecional. Es posible realizar ajustes con más frecuencia.	Alrededor del 13%
CY	Automática	IPC nacional, excluidos incrementos de los impuestos indirectos	Ajuste de los salarios dos veces al año (el 1 de enero y el 1 de julio) por la inflación media de los seis meses precedentes.	Alrededor del 65%
LU	Automática	IPC nacional, con ajustes por medidas fiscales específicas	Ajuste al alza de los salarios cuando la media móvil de seis meses de la inflación es superior en un 2,5% al nivel registrado en el momento de realizar la última indicación salarial.	100%
MT	Mediante el ajuste del coste de la vida	Índice de precios al por menor	Ajuste del salario mínimo por la tasa media de inflación durante los últimos doce meses (hasta septiembre).	No disponible
SI	Automática	IPC nacional previsto	Ajuste en julio por la inflación prevista. Ajustes adicionales en enero de cada año si la inflación supera las previsiones.	Alrededor del 20%
<b>Países sin indicación automática de los salarios, pero con algún tipo de directrices salariales:</b>				
GR	No automática	IPC nacional	Hasta el 2003, el salario mínimo negociado y otros acuerdos del sector privado en ocasiones incluían una cláusula de inflación para compensar la inflación por encima de una tasa determinada, aplicada a principios del año siguiente. A partir de ese año, este tipo de cláusula no se ha incluido en los acuerdos.	Únicamente el sector privado no bancario
IT	No automática	IPC nacional	Al renovarse el contrato (cada dos años), puede negociarse una compensación por la diferencia entre la inflación prevista según el contrato anterior y la inflación observada. Se excluyen las perturbaciones que afectan a la relación real de intercambio.	100%
FI	Contractual, no automática	IPC nacional	Incrementos salariales para compensar la inflación pasada que supere el umbral que figura en los acuerdos. Estas cláusulas de inflación solían incluirse en los acuerdos generales de política de rentas, pero sólo se han activado en una ocasión.	100%

1) IPC nacional, excluidos la gasolina, el tabaco y el alcohol.

### 3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

La ligera moderación observada en el crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales continuó en el segundo semestre del 2007. Las estimaciones disponibles para la zona del euro muestran una tasa de crecimiento interanual del 4% en el segundo semestre del 2007, frente al 5% del primer semestre del año pasado y al 6,5% del 2006. La tendencia hacia una desaceleración gradual es común a la mayor parte de los países, aunque en algunos casos la corrección de los mercados de la vivienda parece ser más acentuada (por ejemplo, en Irlanda, donde las tasas interanuales se han mantenido en la zona de valores negativos desde mediados del 2007). En el segundo semestre del 2007, el crecimiento interanual de los precios de los inmuebles residenciales ha seguido presentando notables diferencias entre los distintos países, en los que ha oscilado entre el -3,9% de Irlanda y el 9,1% de Bélgica.

### 3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, la inflación interanual medida por el IAPC parece haber alcanzado un nivel máximo en marzo, pero el descenso estimado para el mes de abril debe considerarse con cautela. Las persistentes subidas de los precios del petróleo sugieren la existencia de presiones al alza sobre los precios de consumo de la energía, y no pueden descartarse nuevos aumentos de los precios de los alimentos elaborados, pese a una desaceleración del crecimiento a corto plazo. A la luz de la evolución reciente de los precios del petróleo y de las actuales presiones sobre los precios de los alimentos y de las materias primas en los mercados internacionales, se espera que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantenga bastante por encima del 2% en los próximos meses y que se modere de forma gradual en el transcurso del 2008. Esta moderación gradual, propiciada por efectos de base favorables derivados de los componentes de la energía y de los alimentos elaborados, se fundamenta en el supuesto de que se produzca una inversión parcial de los recientes aumentos de los precios de las materias primas, según se prevé en los mercados de futuros de estos productos. También se basa en el supuesto de que las pasadas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas alimentarias no se transmitan de forma significativa a los componentes no energéticos y no alimenticios del IAPC. El hecho de que el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, haya registrado en marzo del 2008 su mayor ritmo de crecimiento desde abril del 2003 requiere un estrecho seguimiento de las presiones inflacionistas subyacentes.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica recoge un aumento significativo de las expectativas de inflación para el 2008, en comparación con la encuesta anterior, y una moderada revisión al alza para el 2009, aunque las expectativas de inflación a largo plazo no experimentan cambios relevantes (véase recuadro 6).

Los riesgos para las perspectivas de inflación a medio plazo siguen apuntando claramente al alza. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de nuevos aumentos de los precios de la energía y de los alimentos, así como de incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta ahora. Existe también el riesgo de que la fijación de los precios y los salarios pueda acrecentar las presiones inflacionistas. En particular, la capacidad de fijación de precios de las empresas, especialmente en segmentos del mercado con un reducido nivel de competencia, podría ser mayor de lo esperado. Asimismo, el crecimiento de los salarios podría ser más dinámico de lo previsto, teniendo en cuenta la elevada utilización de la capacidad productiva, las tensiones en los mercados de trabajo y el riesgo de efectos de segunda vuelta derivados del alto nivel actual de las tasas de inflación.

## Recuadro 6

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

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al segundo trimestre del 2008 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 16 y el 18 de abril de 2008. En esta encuesta se recogen las expectativas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB y el desempleo de la zona del euro. Dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.

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

Los participantes en la EPE han revisado al alza sus expectativas de inflación para el 2008, que sitúan, en promedio, en el 3%, es decir, 0,5 puntos porcentuales por encima de los datos de la encuesta anterior (véase cuadro)<sup>1</sup>. La tasa de inflación esperada para el 2009 se ha revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales, hasta el 2,2%. Estas expectativas reflejan la evolución a corto plazo de los precios del petróleo y de los alimentos, así como la preocupación por la intensificación de las presiones sobre los costes y de la demanda salarial. Las expectativas de inflación de la EPE para el 2008 y el 2009 están en línea con las proyecciones macroeconómicas de marzo del 2008 de los expertos del BCE, y 0,1 puntos porcentuales por encima de las previsiones de abril del 2008 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro.

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

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

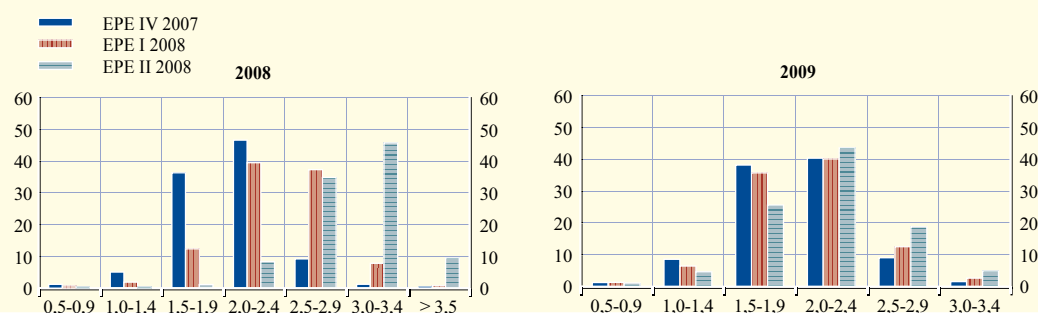
Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta				
	2008	Mar 2009	2009	Mar 2010	A largo plazo <sup>2)</sup>
EPE II 2008	3,0	2,1	2,2	2,0	1,9
<i>EPE anterior (I 2008)</i>	2,5	-	2,0	-	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE	2,6 - 3,2	-	1,5 - 2,7	-	-
Consensus Economics (abril 2008)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

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a largo plazo se refieren al 2012 en la EPE, al 2011 en el Barómetro de la Zona del Euro y al período 2014-2018 en Consensus Economics. Las previsiones de Consensus Economics para el período 2014-2018 se publicaron en la edición de abril del 2008 de esa encuesta.

**Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media anual en el 2008 y 2009 en las tres últimas encuestas EPE<sup>1)</sup>**

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

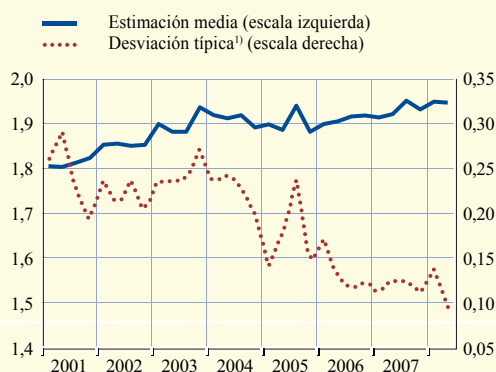
El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una distribución de probabilidad a su predicción. Esta distribución facilita información sobre la probabilidad de que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. La distribución de probabilidad resultante de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo calibran, en promedio, los encuestados el riesgo de que el resultado futuro se sitúe por encima o por debajo del intervalo más probable. La distribución de probabilidad relativa a las tasas de inflación esperadas en el 2008 y, en menor medida, en el 2009 se ha desplazado hacia cifras más altas que en la EPE del primer trimestre del 2008 (véase gráfico A). Para el 2008, las dos previsiones a las que se atribuye la mayor probabilidad se sitúan en el intervalo 3%-3,4% (con una probabilidad del 46%) y en el intervalo 2,5%-2,9% (con una probabilidad del 35%). Para el 2009, la previsión a la que se asigna la mayor probabilidad se concentra en el intervalo 2%-2,4% (con una probabilidad del 44%). La probabilidad de que la inflación se sitúe en el intervalo más bajo, es decir, entre el 1,5% y el 1,9%, permanece en un nivel todavía elevado, el 26%.

Los participantes en la encuesta consideran que estas expectativas de inflación están sujetas a riesgos alcistas, especialmente en relación con nuevos aumentos de los precios del petróleo, de los alimentos y de las materias primas, y con la aceleración del crecimiento de los salarios nominales. Al mismo tiempo, los encuestados indican que una desaceleración de la actividad económica en la zona del euro y en el mundo y una nueva apreciación del euro constituyen riesgos a la baja para las expectativas de inflación.

### Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Desde la última encuesta EPE, las expectativas de inflación a más largo plazo (para los próximos cinco años) no han experimentado prácticamente cambios, registrando un leve descenso, desde el 1,95% al 1,948% (que se traduce, sin embargo, en una disminución del 2% al 1,9%, si se redondea a un decimal). Estas expectativas para el 2012 están ligeramente por debajo de las previsiones de inflación a largo plazo del Barómetro de la Zona del Euro para el 2011 y de las estimaciones de Consensus Economics para un período de seis a diez años vista, publicadas en abril del 2008. La desviación típica de las expectativas de inflación a largo plazo de la EPE ha ido disminuyendo con el tiempo y se mantiene estable en niveles reducidos, lo que indica un amplio consenso entre los encuestados respecto a la tasa más probable de inflación a más largo plazo (véase gráfico B).

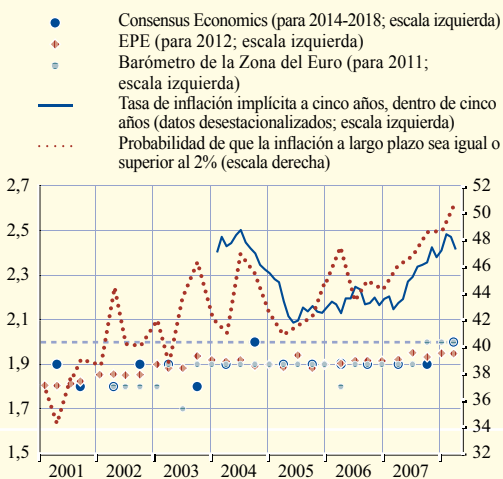
**Gráfico B Expectativas de inflación a largo plazo (estimación a cinco años vista)**



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

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

(tasas medias de variación interanual)



Fuentes: Consensus Economics, BCE, Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: Tasa de inflación implícita a diez años obtenida de bonos con vencimiento en el 2012, hasta marzo del 2005, y de bonos con vencimiento en el 2015, después de marzo del 2005.

La probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% se ha elevado ligeramente, hasta el 50%, frente al 49% de la encuesta anterior (véase gráfico C). Estos resultados pueden compararse con la tasa de inflación implícita, que es un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado calculado como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación<sup>2</sup>. A lo largo del tiempo, la probabilidad de que la inflación a cinco años vista se sitúe en un nivel igual o superior al 2% está generalmente en línea con la evolución de la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años (véase gráfico C)<sup>3</sup>.

### Expectativas de crecimiento del PIB real

En relación con la encuesta precedente, los participantes en la EPE han revisado a la baja, en 0,2 puntos porcentuales para el 2008 y 0,4 puntos porcentuales para el 2009, sus expectativas de crecimiento del PIB real, que sitúan ahora, en promedio, en el 1,6% tanto para el 2008 como para el 2009. Estas revisiones a la baja reflejan, básicamente, la preocupación de los encuestados por la desaceleración de la economía de Estados Unidos y del Reino Unido, que podría tener repercusiones mundiales.

Los riesgos a los que están sujetas estas expectativas están fundamentalmente relacionados con el aumento de los precios del petróleo, la continua incertidumbre en torno a la evolución de los mercados financieros y una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales, con posibles efectos sobre el tipo de cambio del euro. Las expectativas de crecimiento para el 2008 y 2009 están en línea con las proyecciones macroeconómicas de marzo del 2008 de los expertos del BCE, y se sitúan 0,1 puntos porcentuales por encima de las últimas previsiones del Barómetro de la Zona del

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

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

Euro y de Consensus Economics para el 2008, y 0,1 puntos porcentuales por debajo de las relativas al 2009.

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

### Expectativas de desempleo en la zona del euro

Las expectativas referidas a la tasa de desempleo para el 2008 y 2009 se sitúan actualmente en el 7,1%. En relación con la última encuesta EPE, estas expectativas no suponen ningún cambio para el 2008 y una revisión al alza de 0,1 puntos porcentuales para el 2009. En opinión de los encuestados, aunque se observa una moderación del empleo en la zona del euro, el ritmo al que está evolucionando sería suficiente para mantener la tasa de paro en torno a los niveles actuales a corto plazo. Entre los riesgos al alza para la tasa de desempleo, los encuestados señalan una posible corrección de los desequilibrios en los sectores de la construcción y de la vivienda. Las expectativas de la EPE relativas a la tasa de desempleo se sitúan en línea con las previsiones de Consensus Economics para el 2008 y 2009 y con las del Barómetro de la Zona del Euro para el 2009.

Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales, y se sitúan en el 6,6% para el 2012. Los encuestados siguen indicando que el descenso de la tasa de paro en un horizonte temporal más dilatado depende, en gran medida, de que se realicen reformas adicionales y más profundas de los mercados de trabajo.



## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Los datos más recientes y la información procedente de encuestas sobre la actividad económica confirman las indicaciones anteriores de crecimiento económico moderado, aunque sostenido, en el primer semestre del 2008. En particular, las cifras sobre producción industrial correspondientes a los primeros meses del año han mostrado la resistencia de ésta, mientras que, en general, el clima económico ha continuado debilitándose. Las encuestas de opinión, que han indicado una disminución de la confianza desde el verano del 2007, sugieren que la moderación ha continuado en el 2008. En conjunto, los fundamentos económicos de la zona del euro son sólidos y la economía de la zona no presenta desequilibrios importantes. El crecimiento de la inversión en la zona del euro debería seguir favoreciendo la actividad económica, ya que la utilización de la capacidad productiva permanece elevada y la rentabilidad del sector de sociedades no financieras se ha mantenido. Al mismo tiempo, el empleo y la tasa de actividad han aumentado considerablemente, y las tasas de desempleo han caído hasta niveles no observados en los últimos veinticinco años. No obstante, la incertidumbre acerca de las expectativas de crecimiento económico sigue siendo elevada y los riesgos en torno a las perspectivas de la actividad económica están orientados a la baja.

### 4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

#### PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

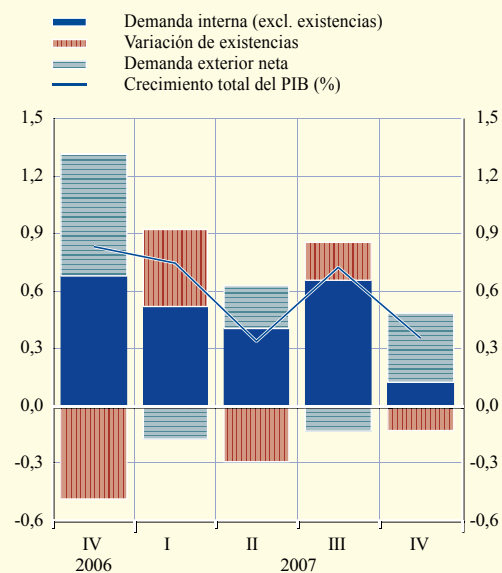
La segunda estimación de Eurostat de datos de las cuentas nacionales confirmó estimaciones anteriores que situaban el crecimiento del PIB real en el 0,4% en el cuarto trimestre del 2007, frente al 0,7% del trimestre precedente (véase gráfico 24).

La composición del crecimiento del PIB fue acorde con la primera estimación. Esta moderación de la actividad económica en el último trimestre se debió principalmente a la disminución de la demanda interna, cuya contribución al crecimiento del PIB real fue de sólo 0,1 puntos porcentuales. El consumo privado se redujo un 0,1%, en términos intertrimestrales, mientras que la inversión experimentó una ligera desaceleración, hasta el 0,8%, también en base intertrimestral, reflejando el estancamiento observado en la inversión en construcción, pero una acusada expansión de la inversión, excluida la construcción. La debilidad de la demanda interna quedó compensada, en parte, por la sustancial contribución de la demanda exterior neta (0,4 puntos porcentuales) al crecimiento del PIB, como consecuencia, fundamentalmente, de la caída de las importaciones. La contribución de las existencias al crecimiento del PIB real fue ligeramente negativa, de -0,1 puntos porcentuales.

La caída del consumo privado en la zona del euro en el último trimestre del 2007, tras un aumento del 0,5% en el trimestre precedente, se debió, en parte, a una caída de las ventas del comercio minorista del 0,7%, en términos intertrimestrales (véase gráfico 25). Además, esta trayectoria reflejó, hasta cierto punto, la evolución de las decisiones de los hogares sobre gasto y ahorro en Alemania, donde el consumo privado registró una contracción considerable. No obstante, también fue resultado de la desaceleración observada en este indicador en otros países de la zona del euro como Francia y España.

Gráfico 24 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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

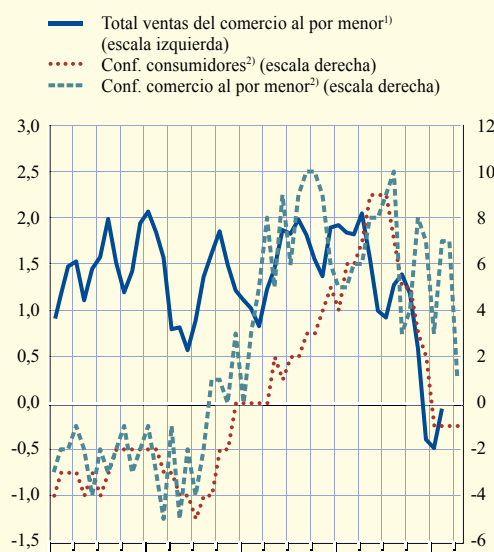


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En el primer trimestre del 2008, las ventas del comercio minorista de la zona del euro se redujeron un 0,1%, en términos intertrimestrales, como consecuencia de la disminución de las ventas de alimentos, bebidas y tabaco. Las matriculaciones de vehículos disminuyeron un 3,5% en el primer trimestre del 2008. El indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea, que recoge las percepciones de este sector, registró un descenso en abril. Este indicador, que ha mostrado una volatilidad considerable en los últimos meses, se mantiene en un nivel elevado, pero experimentó una caída sustancial en el 2007. Según datos de encuestas, la confianza de los consumidores de la zona del euro no experimentó variaciones en abril, con respecto al primer trimestre en su conjunto, y permaneció por debajo de su media de largo plazo por cuarto mes consecutivo. En términos de medias móviles de tres meses, la confianza de los consumidores tampoco se modificó, lo que posiblemente sea indicativo de que el movimiento a la baja iniciado a mediados del 2007 puede haberse interrumpido. Ciertamente, las condiciones en el mercado de trabajo siguen siendo favorables y están respaldando el consumo privado en el 2008.

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

(datos mensuales)



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

### PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

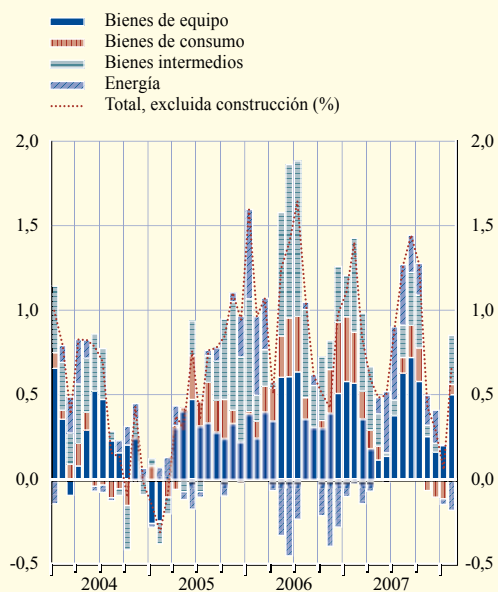
La contribución de los servicios al valor añadido total de la zona del euro fue de 0,3 puntos porcentuales en el cuarto trimestre del 2007, en comparación con 0,7 puntos porcentuales en el trimestre anterior. La contribución de la industria al crecimiento del valor añadido en el último trimestre fue de 0,1 puntos porcentuales, frente a una contribución de 0,3 puntos porcentuales en el tercer trimestre.

Sin embargo, la producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro mejoró a principios del 2008 y aumentó un 0,4%, en tasa intermensual, en febrero, tras haber repuntado hasta el 0,7% el mes anterior (véase gráfico 26). La tasa de crecimiento intermensual de la producción de bienes de equipo registró un fuerte ascenso en enero y febrero, del 2,4% y el 1%, respectivamente. La producción industrial en los dos primeros meses del 2008 fue un 0,8% superior al nivel medio del trimestre precedente, lo que constituye un buen presagio para el primer trimestre del 2008 en su conjunto. Esta evolución se ha respaldado en la recuperación observada en los nuevos pedidos industriales (excluidos los equipos de transporte pesado), un indicador adelantado de la producción industrial que, en enero y febrero, se situó un 0,7% por encima del nivel medio del trimestre anterior, aunque se ha observado cierta moderación en el crecimiento de los nuevos pedidos en los últimos meses.

No obstante, esta evolución positiva no debe considerarse indicativa de un cambio en la tendencia a la moderación del crecimiento observada en la industria en los últimos meses. El índice de directores de compras de las manufacturas experimentó un descenso en los primeros meses del 2008 (véase gráfico 26), y en abril volvió a disminuir, hasta 50,7, ligeramente por encima del umbral que indica crecimiento. El indicador de confianza de la Comisión Europea para la industria, que siguió cayendo en los cuatro primeros meses del 2008, presenta una imagen similar.

### Gráfico 26 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

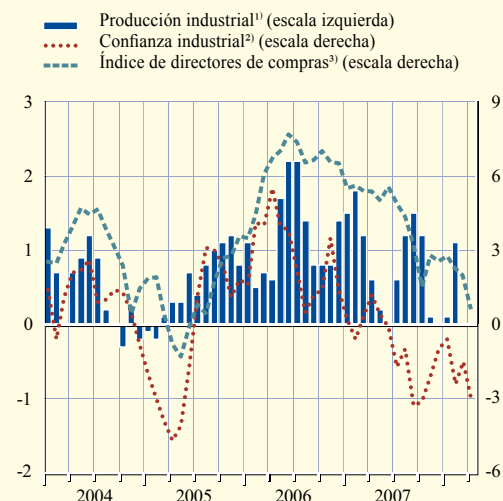
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

La producción en la construcción registró un fuerte repunte en los dos primeros meses del 2008, después de haber disminuido en los dos últimos meses del año pasado. Este aumento, que fue especialmente pronunciado en enero, con una tasa intermensual del 1,6%, fue casi generalizado en los distintos países de la zona del euro, principalmente debido a unas condiciones meteorológicas muy benignas. Sin embargo, esta recuperación debe considerarse en el contexto de la desaceleración observada en la actividad constructora desde finales del 2006, y es probable que su duración sea breve. Según el indicador de la Comisión Europea, la confianza de la construcción volvió a descender en abril del 2008, continuando con la tendencia a la baja observada desde finales del 2006.

En cuanto a los servicios, los datos de encuestas disponibles hasta abril del 2008 apuntan a una moderación del crecimiento también en este sector. El índice de actividad comercial en los servicios se recuperó ligeramente en abril, hasta situarse en 52, y parece haberse estabilizado en cierta medida en los últimos meses. El indicador de confianza de los servicios de la Comisión, que registró un nuevo descenso en abril, transmite una imagen más pesimista. En el recuadro 7 se proporciona un análisis más detallado de la evolución reciente de la actividad en los servicios de la zona del euro. En general, los indicadores permanecen en niveles acordes con un crecimiento relativamente moderado en los servicios en el primer trimestre en su conjunto y a principios de segundo trimestre.

En resumen, los datos procedentes de las encuestas para la industria y los servicios sugieren actualmente que las tasas de crecimiento intertrimestral del PIB en el primer semestre del 2008 pueden ser similares, en promedio, a las registradas en el último trimestre del año pasado.

## Recuadro 7

**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ACTIVIDAD EN LOS SERVICIOS DE LA ZONA DEL EURO**

Los servicios constituyen, con diferencia, el sector económico más importante de la zona del euro. En el año 2007, el valor añadido de los servicios representó alrededor del 71% del valor añadido total de la zona del euro<sup>1</sup>. En comparación, la participación de la industria, excluida la construcción, fue de aproximadamente el 20%, mientras que la de la construcción y la agricultura fue relativamente reducida, del 7% y el 2%, respectivamente. En este recuadro se presenta una visión general desagregada del sector servicios en términos de valor añadido en la zona del euro, así como un análisis de la evolución del crecimiento de las principales actividades de los servicios en los últimos años, y se abordan las señales proporcionadas por encuestas sobre la actividad de los servicios en la zona del euro a principios del 2008.

**Desagregación de los servicios por subsectores**

Según la clasificación NACE<sup>2</sup>, el sector servicios de la zona del euro incluye tres subsectores principales: comercio y transporte que, en el 2007, representó el 29% del valor añadido total de los servicios en la zona del euro, servicios financieros y empresariales (el 39%), y «otros servicios» (el 32%). Aunque esta desagregación no proporciona una diferenciación estricta entre servicios públicos y privados, los dos primeros subsectores suelen denominarse «servicios de mercado», mientras que el último comprende principalmente servicios relacionados con la Administración pública. La contribución más importante al valor añadido en el comercio y el transporte es la del comercio mayorista y minorista y la reparación de vehículos de motor, seguida del transporte, almacenamiento y comunicaciones, mientras que la participación de la hostelería en el valor añadido de ese subsector es algo más reducida. Los servicios financieros y empresariales incluyen las actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios prestados a las empresas, así como el segmento de servicios de intermediación financiera, de menor tamaño. Entre las muy diversas actividades comprendidas en el subsector de otros servicios se incluyen, en particular, los servicios de salud y trabajo social, la Administración pública, y defensa y educación.

**Evolución del valor añadido de los servicios en los últimos años**

Desde el comienzo, a mediados del 2003, de la actual fase de expansión económica, el valor añadido de los servicios de la zona del euro ha aumentado con una intensidad algo menor que el de la industria, excluida la construcción (véase gráfico A). Esto se debe a la mayor fortaleza de la evolución cíclica de la industria, mientras que, desde una perspectiva a más largo plazo, los servicios han registrado, en general, un crecimiento ligeramente más elevado que la industria. No obstante, incluso en este período, el ritmo de crecimiento de los servicios de mercado fue casi tan rápido como el de la industria. Entre los servicios de mercado, el valor añadido de los servicios financieros y empresariales fue el que registró el mayor crecimiento, pero el comercio y el transporte también experimentaron una expansión considerable, mientras que el crecimiento del valor añadido del subsector de otros servicios se situó claramente a la zaga (véase gráfico B).

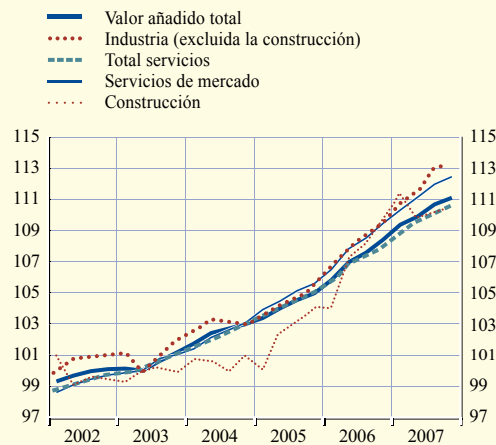
Como consecuencia de que su tamaño es muy superior, los servicios han sido claramente el sector que más ha contribuido al crecimiento del valor añadido total de la zona del euro desde mediados

1 Véase también el recuadro titulado «Composición del crecimiento de la zona del euro por sectores», en el Informe Anual 2005 del BCE.

2 NACE es un sistema de clasificación de las actividades económicas en la Comunidad Europea.

**Gráfico A Valor añadido de los principales sectores económicos de la zona del euro**

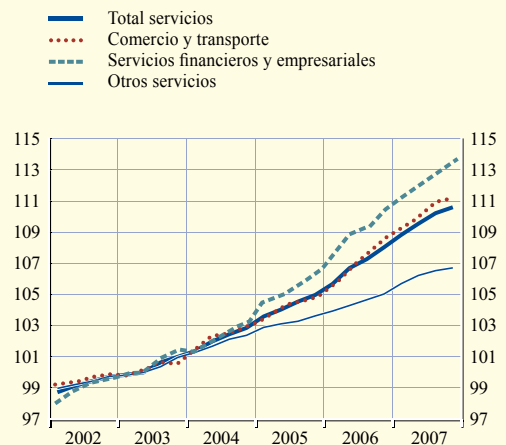
(índice, II 2003 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico B Valor añadido de los principales subsectores de los servicios de la zona del euro**

(índice, II 2003 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

del 2003, pese a haber registrado un crecimiento algo más lento que la industria. En promedio, la contribución de los servicios al crecimiento intertrimestral del valor añadido de la zona del euro en este período ha sido de 0,4 puntos porcentuales, frente a una contribución de la industria, excluida la construcción, de 0,1 puntos porcentuales, en promedio.

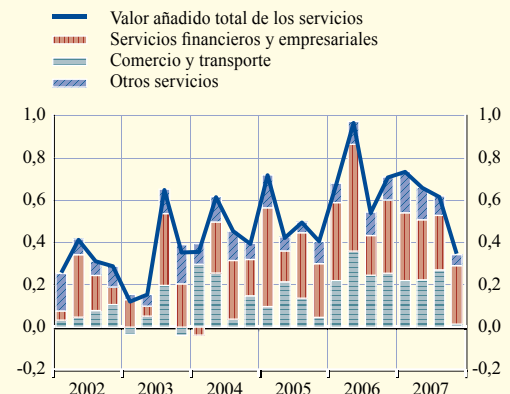
Si se considera el año 2007, el valor añadido de los servicios se incrementó a una tasa media intertrimestral del 0,7% en los tres primeros trimestres del año, antes de reducirse hasta el 0,3% en el cuarto trimestre. Como muestra el gráfico C, los servicios financieros y empresariales y el comercio y el transporte fueron también los que más contribuyeron al crecimiento de los servicios en el 2007. La notable desaceleración observada entre el tercero y el cuarto trimestre tuvo su origen, principalmente, en el comercio y transporte, que experimentaron un estancamiento en el último trimestre, tras haber registrado un crecimiento intenso, del 0,9%, en el trimestre precedente. Éste suele ser el más volátil de los subsectores de los servicios, y la acusada caída del crecimiento en el cuarto trimestre apunta a que puede haberse visto afectado por el deterioro de los fundamentos económicos de este sector, como la subida de los precios del petróleo y la apreciación del euro.

**Debilitamiento de los indicadores de los servicios desde mediados del 2007**

Las encuestas apuntan a una nueva desaceleración del ritmo de crecimiento de los servicios en la zona del euro a principios del 2008. Tanto el

**Gráfico C Crecimiento del valor añadido de los servicios y contribuciones de los principales subsectores**

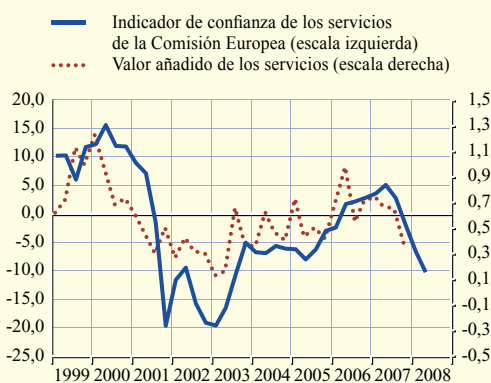
(tasas de variación intertrimestral y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico D Crecimiento del valor añadido de los servicios e indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea**

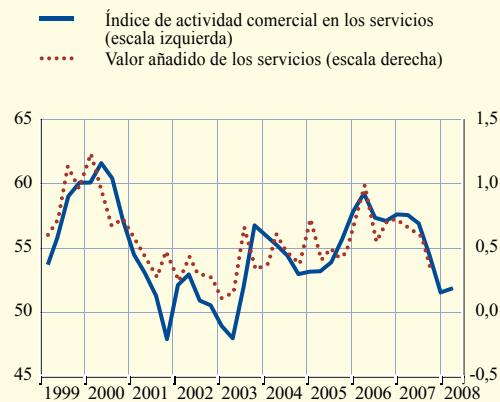
(tasas de variación intertrimestral; saldos netos)



Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.  
Notas: El indicador de confianza de los servicios de la Comisión se ha corregido por la media. Los datos de encuestas para el segundo trimestre del 2008 se refieren a abril.

**Gráfico E Crecimiento del valor añadido de los servicios e índice de directores de compras para la actividad comercial en los servicios**

(tasas de variación intertrimestral; saldos netos)



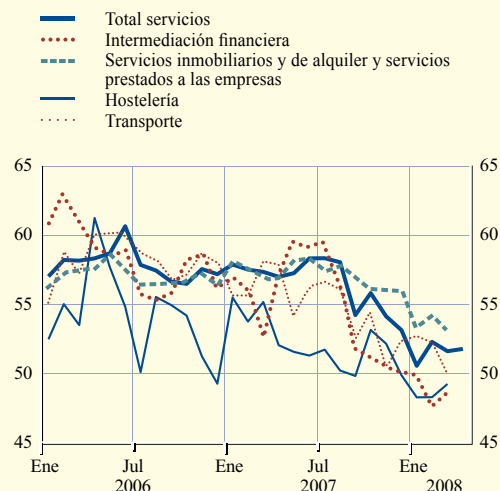
Fuentes: Eurostat y NTC Economics.  
Notas: Los datos de encuestas para el segundo trimestre del 2008 se refieren a abril.

indicador de confianza de la Comisión Europea para los servicios como el índice de actividad del índice de directores de compras de los servicios han experimentado descensos acusados desde mediados del 2007, y en el primer trimestre del 2008 volvieron a reducirse (véanse gráficos D y E). Ambos indicadores han caído hasta situarse en niveles claramente por debajo de sus medias de largo plazo, lo que es indicativo de un crecimiento subyacente relativamente moderado de este sector en el primer trimestre y a comienzos del segundo trimestre del 2008. Con todo, es posible que algunos de los resultados más pesimistas de las encuestas no sean totalmente acordes con la evolución real, ya que las respuestas se proporcionaron en períodos de considerable volatilidad en los mercados bursátiles. Esto aumenta la incertidumbre a la que están sujetas las interpretaciones de los resultados, pero no modifica la valoración de ralentización del ritmo de crecimiento de los servicios.

La información más detallada sobre los servicios procedente de encuestas indica que la desaceleración observada en el crecimiento de los servicios puede ser relativamente generalizada en las distintas actividades de este sector, en lugar de concentrarse en uno o dos subsectores. Los índices de actividad comercial en los subsectores de los servicios obtenidos de la encuesta a los directores de compras de este sector muestran pronunciadas caídas en todas las actividades

**Gráfico F Índice de actividad comercial en los subsectores de servicios**

(saldos netos)



Fuente: NTC Economics.

principales de los servicios incluidas, aunque a partir de diferentes fechas (véase gráfico F). El índice de intermediación financiera ha registrado el descenso más acusado, iniciado tras el comienzo de las turbulencias financieras en agosto del 2007. En cambio, los índices de transporte y hostelería ya habían mostrado una tendencia a la baja desde principios del 2007. Por último, el índice de actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios prestados a las empresas también ha experimentado una clara reducción recientemente.

La diversidad patente en las actividades de servicios, junto con las diferencias en cuanto al momento y al ritmo de desaceleración de los índices de estos subsectores, apunta a la existencia de algunos factores subyacentes. Como ya se ha mencionado brevemente, dada la clase de actividades incluidas en el subsector de comercio y transporte, es probable que ciertos acontecimientos hayan contribuido a las caídas generalizadas de los índices correspondientes. La subida de los precios del petróleo, la ralentización del crecimiento de la demanda exterior y la apreciación del euro pueden haber moderado la actividad, en particular en el segmento de transporte, mientras que es posible que las perturbaciones asociadas a los precios de los alimentos hayan afectado negativamente a la actividad en la hostelería. Los resultados de la encuesta apuntan también a un fuerte descenso de la actividad en el segmento de actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios prestados a las empresas, que podría estar relacionado, en cierta medida, con la desaceleración observada en el mercado de la vivienda en algunas partes de la zona del euro.

El vínculo entre el comienzo de las perturbaciones financieras y el descenso del índice de servicios de intermediación financiera es particularmente claro si se considera la secuencia temporal de estos acontecimientos. Este índice muestra la caída más pronunciada, hasta un nivel bastante reducido, pero los intentos de determinar hasta qué punto se han plasmado estos acontecimientos en los datos «objetivos» se ven obstaculizados por los retrasos en la disponibilidad de datos de las cuentas nacionales más detallados. No obstante, es importante recordar que dada la participación comparativamente reducida de la intermediación financiera en el valor añadido total de la zona del euro (alrededor del 5%), el impacto directo de una caída, aunque sea considerable, del valor añadido en ese segmento sobre el crecimiento del valor añadido total de la zona del euro sería relativamente limitado, aunque los efectos de contagio indirectos podrían ser de mayor alcance.

En resumen, el crecimiento del valor añadido de los servicios de la zona del euro se ralentizó a finales del 2007, y las encuestas apuntan a un nuevo descenso en el primer trimestre del 2008, una evolución que estaría en consonancia con el ritmo de crecimiento relativamente moderado de ese sector en el primer trimestre y a principios del segundo. Esta trayectoria parece ser relativamente generalizada en las distintas actividades de servicios, debido probablemente a las diversas perturbaciones que han afectado a la economía de la zona del euro en los últimos meses. No obstante, dado el grado inusualmente elevado de incertidumbre que actualmente rodea a la situación económica, es posible que los efectos sobre la confianza hayan influido excesivamente en los resultados de las encuestas en el primer trimestre del 2008.



## 4.2 MERCADO DE TRABAJO

El mercado de trabajo de la zona del euro ha experimentado una clara mejora en los últimos años, y pese a haber registrado cierta moderación, esta evolución favorable ha continuado en el 2008, según los datos más recientes. Aunque las expectativas de empleo están deteriorándose, siguen siendo positivas y respaldan la valoración de que las perspectivas del mercado de trabajo son, en general, favorables.

### EMPLEO

En consonancia con el dinamismo observado en la actividad económica en la zona del euro, el empleo creció sustancialmente en los años 2006 y 2007, en comparación con el 2005 (véase cuadro 7), y la información disponible apunta a la continuación de la expansión, aunque a un ritmo más moderado, en el 2008.

El empleo en la zona del euro creció un 0,2%, en términos intertrimestrales, en el cuarto trimestre del 2007, tras un aumento del 0,4% en el trimestre precedente. El detalle por sectores muestra que la moderación del crecimiento del empleo en el segundo semestre del 2007 fue prácticamente generalizada en todos los sectores, con una desaceleración más pronunciada en la construcción. En los servicios, los subsectores de comercio y transporte y servicios financieros y empresariales fueron los que registraron la tasa de crecimiento del empleo más baja en el segundo semestre del 2007.

La positiva evolución del mercado de trabajo de la zona del euro en los últimos años parece haber continuado a principios del 2008, según datos de encuestas disponibles hasta abril (véase gráfico 28). Según la encuesta a directores de compras de NTC Economics, la creación de puestos de trabajo continuó en abril en la industria y en los servicios. Las expectativas de empleo de las encuestas de opinión de la Comisión Europea arrojan resultados similares. Pese al ligero descenso de los indicadores de empleo observado en ambas encuestas en los últimos meses, hasta ahora, las condiciones del mercado de trabajo no se han visto afectadas, en líneas generales, por el reciente aumento de la incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento económico.

La tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo (por persona ocupada) fue muy reducida a finales del 2007, situándose en el 0,6% en el cuarto trimestre, en comparación con el 0,8% del trimestre precedente

**Cuadro 7 Crecimiento del empleo**

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

(véase gráfico 29). A nivel de sectores, la caída del crecimiento de la productividad en el segundo semestre del 2007 tiene su origen, principalmente, en la desaceleración observada en los servicios. Los datos de encuestas a los directores de compras disponibles hasta marzo del 2008 apuntan a que el crecimiento de la productividad del trabajo volvió a deteriorarse en el primer trimestre del 2008, tanto en la industria como en los servicios.

### DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 7,1% en marzo, sin variaciones con respecto a los dos meses anteriores (véase gráfico 30). Esta tasa es la más baja registrada desde principios de la década de los ochenta. El número de parados se redujo en 130.000 personas en el primer trimestre del 2008, en comparación con un promedio de 170.000 personas en los dos trimestres precedentes. En términos interanuales, el paro disminuyó en 600.000 personas con respecto a marzo del 2007. En marzo del 2008, la tasa de paro se mantuvo estable o descendió en todos los países de la zona del euro, excepto en Irlanda y España, donde volvió a aumentar, como reflejo, en cierta medida, de la evolución del empleo en la construcción en el primer trimestre del 2008.

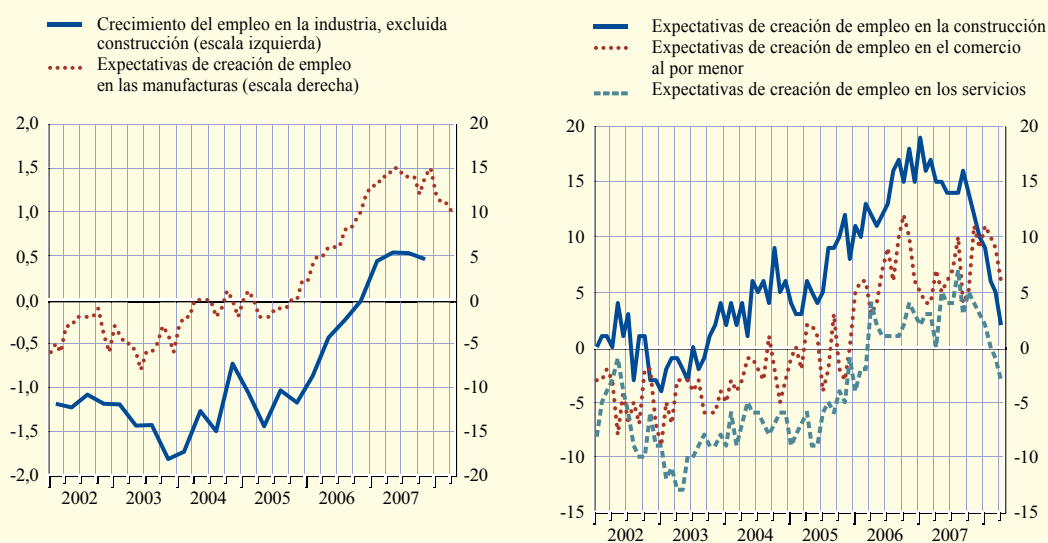
### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los datos más recientes y la información procedente de encuestas sobre la actividad económica confirman las indicaciones anteriores de crecimiento moderado, aunque sostenido, en el primer semestre del 2008. En particular, las cifras sobre producción industrial correspondientes a los primeros meses del año han mostrado la resistencia de ésta, mientras que, en general, el clima económico ha continuado debilitándose. En conjunto, los fundamentos económicos de la zona del euro son sólidos y la economía de la zona no presenta desequilibrios importantes.

De cara al futuro, se prevé que tanto la demanda interna como la externa respalden un crecimiento sostenido del PIB real en la zona del euro en el 2008, aunque en menor medida que en el 2007. Aunque

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

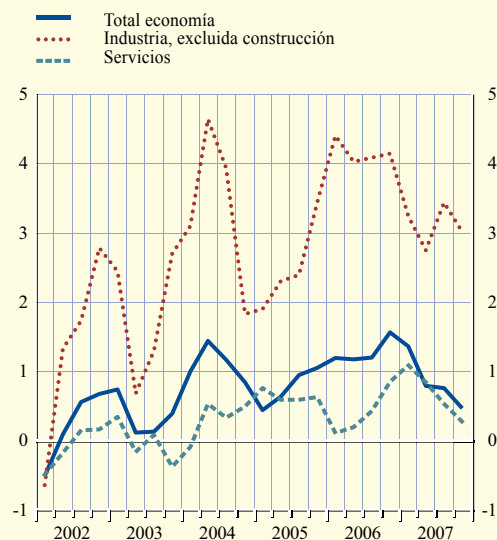
(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



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

Gráfico 29 Productividad del trabajo

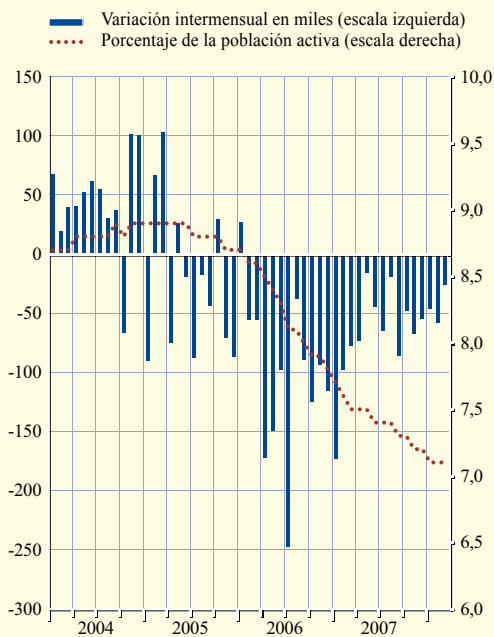
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 30 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

el crecimiento de la economía mundial se está moderando, se espera que se mantenga resistente, beneficiándose, en particular, del dinamismo observado en las economías emergentes, que debería seguir respaldando la demanda exterior de la zona del euro. Por su parte, el crecimiento de la inversión en la zona del euro debería continuar favoreciendo la actividad económica, ya que la utilización de la capacidad productiva es elevada y la rentabilidad del sector de sociedades no financieras se ha mantenido. Al mismo tiempo, como consecuencia de las mejores condiciones económicas y de la moderación salarial, el empleo y la tasa de actividad han aumentado considerablemente, y las tasas de desempleo han caído hasta niveles no observados en los últimos veinticinco años. Esta evolución favorece el crecimiento de la renta real disponible y, por tanto, del consumo, aunque el poder adquisitivo se está frenando por el impacto de las subidas de los precios de la energía y de los alimentos.

La incertidumbre en torno a estas perspectivas de crecimiento económico continúa siendo elevada, y persisten los riesgos orientados a la baja. Estos riesgos están relacionados, concretamente, con las turbulencias de los mercados financieros, que podrían tener un efecto más negativo de lo inicialmente esperado sobre la economía real. Además, los riesgos a la baja también tienen su origen en el impacto moderador sobre el consumo y la inversión de nuevas subidas no previstas de los precios de la energía y de los alimentos, así como en presiones proteccionistas y en una posible evolución desordenada, como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

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

### 5.1 TIPOS DE CAMBIO

Tras una apreciación en febrero y marzo, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo prácticamente estable en abril, en un contexto de considerable volatilidad a corto plazo. El 6 de mayo, el euro se situaba un 2,7% por encima del nivel observado a finales de enero del 2008 en términos efectivos nominales.

#### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 6 de mayo de 2008, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 22 de los socios comerciales importantes de la zona del euro— cotizaba un 2,7% por encima del nivel observado a finales de enero del 2008 y un 7,1% por encima de la media del 2007 (véase gráfico 31). A lo largo de abril, el euro continuó al principio la trayectoria ascendente iniciada en febrero. Esta apreciación de la moneda única se revirtió, en parte, hacia finales del mes. En esta evolución del tipo de cambio efectivo del euro influyó, en gran medida, el comportamiento del tipo de cambio bilateral frente al dólar estadounidense.

Además de su apreciación frente al dólar estadounidense, la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro entre finales de enero y principios de mayo refleja un fortalecimiento relativamente generalizado de la moneda única, especialmente frente a la libra esterlina, las principales monedas asiáticas y el dólar canadiense. Por el contrario, desde finales de enero del 2008, el euro se ha depreciado frente a la corona sueca, la corona noruega y algunas de las monedas de los nuevos Estados miembros de la UE.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba, el 6 de mayo, un 6,9% por encima del nivel observado a principios del 2005. El principal factor determinante de esta apreciación es el fortalecimiento de la moneda única frente al dólar estadounidense, la libra esterlina y el yen japonés (véase gráfico 31).

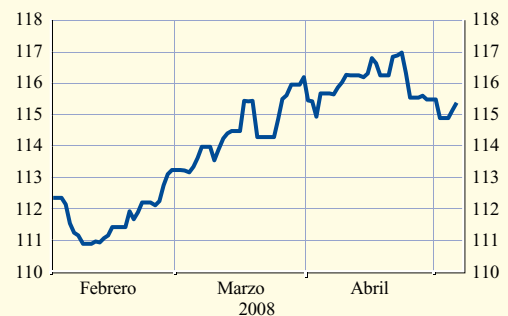
#### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras cotizar, en general, dentro de unos intervalos estrechos frente al dólar estadounidense en enero

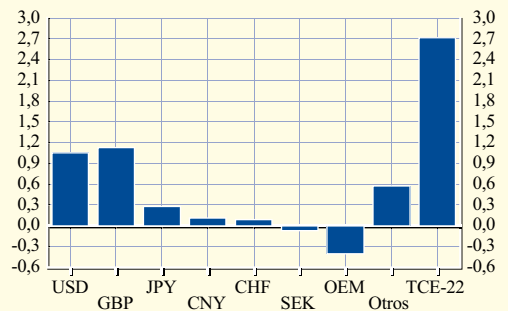
Gráfico 31 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes<sup>1)</sup>

(datos diarios)

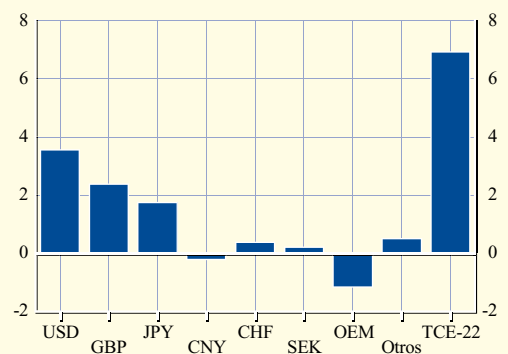
Índice: 1 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE<sup>2)</sup>  
Del 31 de enero de 2008 al 6 de mayo de 2008  
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE<sup>2)</sup>  
Del 3 de enero de 2005 al 6 de mayo 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.

del 2008, el euro se apreció a lo largo de febrero, marzo y la mayor parte de abril. La apreciación del euro fue atribuible a varios factores: el hecho de que los datos macroeconómicos publicados para Estados Unidos fuesen menos favorables de lo previsto, la renovada preocupación respecto a la evolución del crédito y las consiguientes expectativas de los participantes en los mercados de que se produjeran nuevas reducciones de los tipos de interés oficiales estadounidenses en el primer semestre del 2008. Tras una clara revisión de estas expectativas a finales de abril, el euro se depreció de forma más bien acusada frente al dólar para cotizar, el 6 de mayo, a 1,55 dólares, es decir, un 4,4% por encima del nivel observado a finales de enero del 2008 y un 13,3% por encima de la media del 2007 (véase gráfico 32).

#### YEN JAPONÉS/EURO

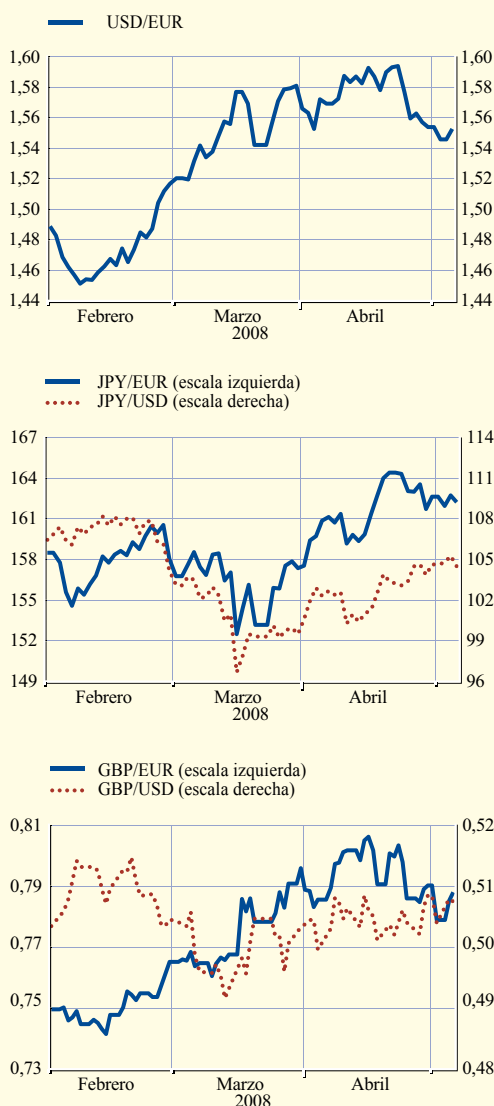
El euro cotizó, en general, dentro de unos intervalos estrechos frente al yen japonés en febrero y marzo, y se apreció de forma más bien acusada en abril, en el contexto de unas expectativas históricamente altas respecto a la futura volatilidad del tipo de cambio bilateral entre las dos monedas. La posterior moderación de estas expectativas respecto a la volatilidad, junto con el deterioro de las perspectivas macroeconómicas de Japón, podría haber respaldado al euro frente a la moneda japonesa en abril. El 6 de mayo de 2008, el euro cotizaba a 162,25 yenes, un 2,7% por encima del nivel observado a finales de enero del 2008 y prácticamente en torno a la media del 2007 (véase gráfico 32).

#### MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Desde finales de enero del 2008, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables frente al euro y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 33). La corona eslovaca que, tras la revaluación de marzo del 2007, siguió cotizando en la zona fuerte de su nueva paridad central, ha comenzado a fortalecerse de nuevo desde comienzos del 2008. En conjunto, se ha apreciado casi un 5% frente al euro entre finales de enero y el 6 de mayo, lo que se ha traducido en una desviación de más del 9% respecto a su paridad central en el MTC II. El lats letón ha permanecido prácticamente estable frente al euro en los tres últimos meses y, el 6 de mayo, cotizaba alrededor de un 0,7% por encima de la paridad central de la banda de fluctuación de  $\pm 1\%$  establecida unilateralmente.

Gráfico 32 Evolución de los tipos de cambio

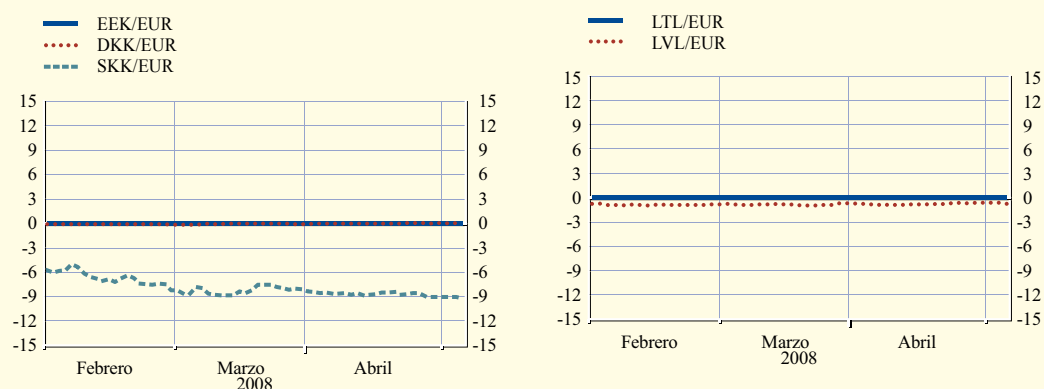
(datos diarios)



Fuente: BCE.

### Gráfico 33 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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



Fuentes: BCE.

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

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, entre finales de enero y el 6 de mayo de 2008, el euro se ha apreciado un 5,4% frente a la libra esterlina en un contexto de percepciones del mercado respecto a un deterioro de las perspectivas de la economía del Reino Unido. Durante el mismo período, el euro se depreció un 1,6% frente al leu rumano, un 3,4% frente a la corona checa, un 2,9% frente al forint húngaro y un 5,2% frente al zloty polaco.

#### OTRAS MONEDAS

Entre finales de enero y el 6 de mayo de 2008, el euro se apreció un 1,4% frente al franco suizo y casi un 6% frente al dólar canadiense, pero se depreció un 1,4% frente a la corona sueca. Al mismo tiempo, se fortaleció también frente a algunas de las monedas de los principales socios asiáticos de la zona del euro, especialmente frente al won coreano (12,3%) y frente al dólar de Hong Kong (4,4%). Durante el mismo período de tres meses, el euro se apreció un 1,6% frente al renminbi chino, cuya tasa de apreciación frente al dólar estadounidense comenzó a cobrar impulso a partir de mediados de diciembre del 2007.

#### 5.2 BALANZA DE PAGOS

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un superávit de 17,8 mm de euros (en cifras desestacionalizadas) en el período de doce meses transcurrido hasta febrero del 2008, en comparación con el déficit de 1,1 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio de signo se debió, en gran medida, a un aumento del superávit de la balanza de bienes. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas acumuladas de 145,5 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta febrero del 2008, frente a unas entradas netas de 231,2 mm de euros un año antes. Este descenso tuvo su origen, principalmente, en una caída de las entradas netas de inversiones de cartera.

#### COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Los datos más recientes sobre la balanza de pagos indican un nuevo descenso del crecimiento de las exportaciones y un repunte del crecimiento de las importaciones. En los tres meses transcurridos hasta febrero del 2008, las exportaciones y las importaciones nominales de bienes y servicios de países no pertenecientes a la zona del euro crecieron un 0,4% y un 3,1%, respectivamente, en cifras desestaciona-

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2008		Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Acumulado de 12 meses Período que finalizó en	
	2008 Ene	2008 Feb	2007 May	2007 Ago	2007 Nov	2008 Feb	2007 Feb	2008 Feb
<i>mm de euros</i>								
<b>Cuenta corriente</b>	-7,9	4,3	2,7	5,0	1,9	-3,6	-1,1	17,8
Bienes	1,7	3,1	6,1	6,3	4,6	0,5	24,9	52,7
Exportaciones	131,4	133,3	123,3	127,4	128,4	129,7	1.413,8	1.526,3
Importaciones	129,6	130,2	117,2	121,0	123,8	129,2	1.388,9	1.473,6
Servicios	4,9	5,1	4,3	4,2	4,7	4,5	42,6	53,2
Exportaciones	40,8	41,6	40,5	41,4	42,3	41,7	444,3	497,6
Importaciones	36,0	36,5	36,2	37,2	37,6	37,1	401,7	444,4
Rentas	-4,1	0,5	-0,8	0,9	0,7	-1,2	10,1	-1,1
Transferencias corrientes	-10,5	-4,3	-7,0	-6,5	-8,2	-7,4	-78,7	-87,1
<b>Cuenta financiera<sup>1)</sup></b>	27,3	-9,9	10,6	35,2	-22,6	-2,0	150,6	63,8
Total inversiones directas y de cartera netas	19,4	21,0	20,4	23,5	1,5	3,2	231,2	145,5
Inversiones directas netas	-29,9	-13,8	-11,1	-8,9	-0,7	-21,5	-120,2	-126,7
Inversiones de cartera netas	49,3	34,8	31,5	32,3	2,2	24,7	351,4	272,2
Acciones y participaciones	55,7	44,7	12,6	29,4	-1,3	32,8	192,9	220,7
Valores distintos de acciones	-6,4	-9,9	18,9	2,9	3,5	-8,2	158,5	51,5
Bonos y obligaciones	28,3	-1,0	14,5	3,0	3,3	9,3	239,1	90,2
Instrumentos del mercado monetario	-34,7	-8,9	4,4	-0,1	0,2	-17,4	-80,6	-38,7
<i>variaciones porcentuales sobre el periodo anterior</i>								
<b>Bienes y servicios</b>								
Exportaciones	3,1	1,6	1,6	3,0	1,2	0,4	11,9	8,9
Importaciones	-0,7	0,7	-0,4	3,2	2,0	3,1	12,9	7,1
<b>Bienes</b>								
Exportaciones	5,6	1,5	1,0	3,3	0,8	1,0	13,3	8,0
Importaciones	1,4	0,4	-1,4	3,3	2,3	4,4	14,6	6,1
<b>Servicios</b>								
Exportaciones	-4,1	1,9	3,3	2,2	2,2	-1,6	7,4	12,0
Importaciones	-7,7	1,7	2,8	2,9	1,0	-1,2	7,3	10,6

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

lizadas (véase cuadro 8). Mientras que la desaceleración de las exportaciones se debió, principalmente, al descenso de las exportaciones de servicios, el repunte del crecimiento de las importaciones nominales reflejó, en su totalidad, la evolución del comercio de bienes. En los tres meses transcurridos hasta febrero del 2008, las importaciones de bienes crecieron, en términos nominales, un 4,4% en comparación con un 2,3% en el período de tres meses anterior.

La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta enero del 2008, indica que el menor crecimiento de las exportaciones nominales de bienes en los últimos meses es atribuible, en su mayor parte, a la evolución de las exportaciones en términos reales. Como consecuencia, en gran medida, del comportamiento de la demanda exterior, las exportaciones reales experimentaron un descenso del 0,4% en los tres meses transcurridos hasta enero del 2008. Pese a registrar una cierta recuperación, los incrementos de los precios de exportación siguieron siendo moderados, lo que ayudó a frenar el impacto reductor sobre las exportaciones reales, como consecuencia de la pérdida de competitividad en términos de precios resultante de la apreciación del euro.



Por lo que respecta a las importaciones, las fuertes subidas de los precios, tanto del petróleo como de otras materias primas, parecen haber sido el principal factor determinante del repunte del crecimiento en términos nominales. Por el contrario, las importaciones reales han seguido descendiendo. Debido, en parte, a la moderación de la demanda interna de la zona del euro, el descenso de las importaciones reales podría guardar relación también con la desaceleración de la actividad exportadora, habida cuenta del elevado contenido en importaciones de las exportaciones.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses de la zona del euro registró un superávit de 17,8 mm de euros (alrededor del 0,2% del PIB) en febrero del 2008, ya que los superávits de las balanzas de bienes y servicios compensaron, prácticamente, los déficits contabilizados en las balanzas de transferencias corrientes y rentas. El cambio de signo de la balanza por cuenta corriente, que registró un superávit frente al déficit de 1,1 mm de euros del año anterior, tuvo su origen, principalmente, en la evolución de la balanza de bienes que, en cifras acumuladas de doce meses, aumentó 27,8 mm de euros (véase gráfico 34).

La distribución geográfica de la balanza de pagos de la zona del euro correspondiente al total del año 2007 indica que el cambio de signo de la cuenta corriente a superávit se debió, fundamentalmente, a una reducción del déficit de la balanza de pagos frente al grupo de «otros países»<sup>1</sup> (que bajó de 143,7 mm de euros en el 2006 a 119,3 mm de euros en el 2007), especialmente en el caso de Rusia, y a un incremento del superávit de la balanza de bienes frente a los países de la UE, en particular frente al Reino Unido. Por el contrario, el déficit de la balanza de bienes frente a China aumentó (de 85,3 mm de euros en el 2006 a 104,3 mm de euros en el 2007) debido, sobre todo, a un incremento de las importaciones de bienes.

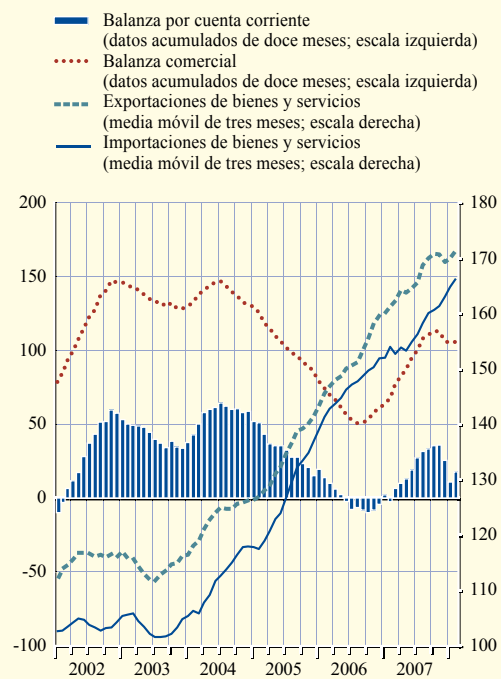
### CUENTA FINANCIERA

En el período de tres meses transcurrido hasta febrero del 2008, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 3,2 mm de euros, frente a las salidas netas de 1,5 mm de euros contabilizadas en el período de tres meses que finalizó en noviembre del 2007 (véase cuadro 8). El aumento de las salidas netas de inversiones directas se compensó con creces con un incremento de las entradas netas de inversiones de cartera, especialmente en forma de acciones y participaciones y de bonos y obligaciones.

En conjunto, los datos correspondientes a febrero sugieren que las turbulencias que sufrieron los mercados de crédito a partir de agosto del 2007 siguieron afectando a las inversiones de cartera trans-

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

<sup>1</sup> Es decir, los países que no son Estados miembros de la UE, Canadá, Japón, Suiza y Estados Unidos.

fronterizas, dado que los inversores han actuado, en general, con cautela a la hora de plantearse su estrategia en materia de inversión extranjera. Si bien los extranjeros han continuado mostrando interés en invertir en valores de renta variable de la zona del euro en los tres meses transcurridos hasta febrero del 2008, los residentes en la zona han seguido reduciendo sus inversiones extranjeras en este tipo de valores. Al mismo tiempo, las inversiones netas, tanto de residentes en la zona del euro en bonos extranjeros como de no residentes en bonos de la zona han experimentado un descenso en comparación con el período de tres meses anterior.

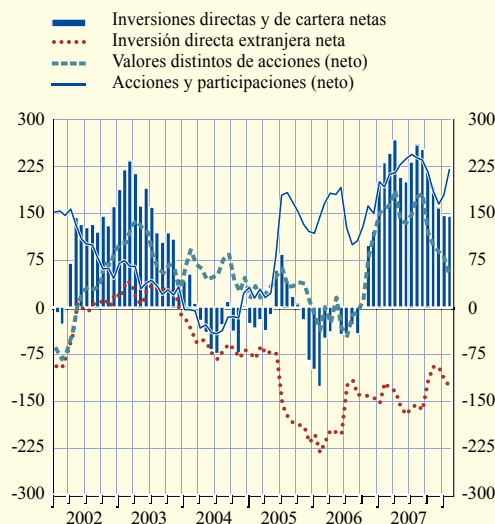
En los doce meses transcurridos hasta febrero del 2008, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas acumuladas por importe de 145,5 mm de euros, frente a las entradas netas de 231,2 mm de euros contabilizadas un año antes (véase gráfico 35). Este descenso tuvo su origen, en gran medida, en una reducción de las entradas netas de inversiones de cartera que, a su

vez, fue consecuencia de la caída de las compras netas de bonos y obligaciones de la zona del euro por parte de no residentes. Al mismo tiempo, las salidas netas de inversiones directas se mantuvieron en un nivel similar al observado un año antes, registrando un total neto acumulado de 126,7 mm de euros.

Por lo que respecta a la distribución geográfica de las inversiones extranjeras en el 2007, las salidas netas registraron un descenso (de 144,7 mm de euros en el 2006 a 94,8 mm de euros en el 2007), como resultado, principalmente, del cambio de signo que experimentaron los flujos de inversiones frente a Estados Unidos (de salidas netas a entradas netas) y de la caída de las salidas netas hacia el Reino Unido. Por el contrario, en comparación con el año 2006, la zona del euro registró mayores salidas netas de inversiones directas hacia Suiza. El Reino Unido, los centros financieros extraterritoriales y Estados Unidos siguieron siendo los principales receptores de inversiones extranjeras directas de la zona del euro, absorbiendo alrededor del 60% del total de la inversión directa de la zona en el exterior.

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

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



Fuente: BCE.





## ESTABILIDAD DE PRECIOS Y CRECIMIENTO

*El consenso contemporáneo sobre política monetaria incorpora la idea de que la inflación es perjudicial para los resultados macroeconómicos y que el mantenimiento de la estabilidad de precios es la mejor contribución que la política monetaria puede aportar al crecimiento económico sostenible, a la creación de empleo, a la prosperidad y a la cohesión social. La inflación tiene una incidencia negativa sobre el crecimiento económico a través de distintos canales. En particular, en un entorno inflacionista es comparativamente más difícil disociar las variaciones de los precios relativos (que generarían cambios en la asignación de los recursos) de las variaciones en el nivel general de precios (que no provocarían tales cambios). Como consecuencia de esta dificultad se produce una asignación ineficiente de los recursos, disminuye la productividad de los factores de producción y empeoran los resultados macroeconómicos generales. La inflación ejerce también un impacto negativo sobre la acumulación de capital y, por ende, sobre el potencial productivo a largo plazo de la economía, debido a la no indicación del sistema tributario. El hecho de que las amortizaciones no estén indicadas distorsiona sistemáticamente las decisiones de inversión de las empresas, en el sentido de que, en igualdad de condiciones, una inflación más alta aumenta artificialmente las inversiones en existencias y en bienes de equipo con una vida útil corta, en detrimento de los bienes de equipo con una vida útil larga. Este efecto se acentúa como consecuencia de dos circunstancias. En primer lugar, se ha considerado históricamente que una inflación más alta presenta un mayor grado de variabilidad, lo cual desincentiva la acumulación de capital, al incrementar la incertidumbre macroeconómica general. En segundo lugar, al añadir una prima de riesgo de inflación a los tipos de interés nominales sin riesgo, la incertidumbre respecto a la inflación hace que los tipos de interés reales sean más elevados, lo que desincentiva aún más la acumulación de capital. La evidencia empírica confirma la existencia de una relación negativa entre la inflación y el crecimiento del producto, que se traduce en un aumento permanente de la inflación de 100 puntos básicos, asociado a una disminución del crecimiento tendencial del producto de 10 a 30 puntos básicos.*

*En este artículo se analizan las razones por las que cabe esperar que la inflación ejerza sistemáticamente un efecto perjudicial sobre la actividad económica real y se examina parte de la evidencia empírica sobre la relación entre la inflación y el crecimiento del producto. El consenso contemporáneo respecto al efecto perjudicial de la inflación sobre la actividad económica real pone de manifiesto la necesidad de encomendar a los bancos centrales la función explícita de mantener la estabilidad de precios, por encima de la justificación esgrimida en el principio tradicional de la neutralidad monetaria. De este modo, la política monetaria no sólo reduce al mínimo los costes asociados a la inflación sino que contribuye también a maximizar el potencial productivo a largo plazo de la economía.*

### I INTRODUCCIÓN

El consenso contemporáneo sobre la política monetaria pone de relieve la idea de que la inflación influye negativamente en los resultados macroeconómicos y que el mantenimiento de la estabilidad de precios es la mejor contribución que la política monetaria puede aportar al crecimiento económico sostenible, a la creación de empleo, a la prosperidad y a la cohesión social. Este consenso se desarrolló a raíz de las acusadas perturbaciones económicas que se produjeron tras la gran inflación de los años setenta. El alto nivel de inflación se asociaba sistemáticamente a resultados ma-

croeconómicos mediocres, en términos de crecimiento del producto y de tasas de desempleo, en un gran número de países, y la gran inflación de los años setenta sirvió de experimento a gran escala que ayudó, de forma fundamental, a comprender mejor la naturaleza de algunas relaciones económicas estructurales subyacentes. Al ilustrar los efectos corrosivos de la inflación sobre los resultados macroeconómicos, este episodio cimentó el consenso contemporáneo entre los responsables de la política económica y los representantes del mundo académico sobre que el logro de la estabilidad de precios debería ser el objetivo esencial de la política monetaria.

## EVOLUCIÓN DEL CONSENSO SOBRE LA RELACIÓN INVERSA ENTRE INFLACIÓN Y ACTIVIDAD ECONÓMICA

Desde una perspectiva a largo plazo, cabe observar que el consenso ha vuelto al punto en el que estaba hace cincuenta años, en la época en la que se enunció la curva de Phillips. Antes de que A. W. Phillips publicara su análisis de la relación entre el desempleo y la inflación en el Reino Unido<sup>1</sup>, tanto los economistas como los responsables de la política económica poseían el convencimiento general de que la inflación afectaba negativamente a los resultados macroeconómicos<sup>2</sup>. Basándose en cerca de un siglo de datos del Reino Unido, Phillips halló una correlación negativa entre la inflación y la tasa de paro y muchos interpretaron que este hallazgo ofrecía a los responsables de la política económica varias combinaciones de inflación y desempleo, entre las que se podría elegir. En particular, se pensó que la sociedad podría aceptar una tasa de inflación permanentemente mayor a cambio de resultados macroeconómicos permanentemente más dinámicos.

Las investigaciones publicadas a mediados de los años sesenta<sup>3</sup> e inspiradas, en gran medida, en el paradigma de la curva de Phillips apuntaban a otro posible beneficio de una inflación más alta: al elevar el coste de mantener saldos monetarios, una mayor tasa de inflación podría inducir a los agentes económicos a trasladar parte de su riqueza desde el dinero «improductivo» al capital físico. Con ello se estimularía la acumulación de capital y aumentaría, en condiciones de equilibrio, la dotación de capital por trabajador y, por consiguiente, el producto.

Estas posiciones se pusieron en tela de juicio. La idea de que la sociedad pudiera elegir permanentemente entre, por un lado, la inflación y, por otro, el desempleo y el crecimiento fue criticada, debido al impacto que una inflación sostenida ejercería, en última instancia, sobre las expectativas de los agentes económicos y, por esta vía, sobre la estabilidad de la curva de Phillips. Tres destacados defensores de este canal, E. Phelps, M. Friedman y R. Lucas<sup>4</sup>, señalaron que una inflación permanentemente mayor quedaría automáticamente incorporada en las expectativas de los agentes económicos, generando

así un aumento de los salarios y los costes de producción y una reducción del empleo, eliminando, finalmente, toda asociación positiva entre la inflación y el crecimiento económico.

La reafirmación del principio clásico de la neutralidad monetaria —según el cual la política monetaria sólo puede afectar a las variables nominales, dejando la determinación de las variables reales a factores reales que están fuera del control de los bancos centrales— suponía que el único efecto de una política monetaria orientada a estimular sistemáticamente los resultados macroeconómicos más allá del nivel de equilibrio de producción de la economía sería una tasa de inflación permanentemente mayor, sin beneficios duraderos en términos de actividad económica real.

La gran inflación de los años setenta confirmó de forma decisiva la idea de que la relación entre inflación y crecimiento no era positiva y que no podía utilizarse para los experimentos de política monetaria contemplados en la década anterior. Pero las implicaciones de los pésimos resultados macroeconómicos registrados en esa década fueron incluso más patentes de lo que hubiera podido deducirse del concepto de neutralidad de la inflación frente al crecimiento. Al mostrar claramente que una inflación más alta está sistemáticamente asociada a peores resultados macroeconómicos, el experimento de los setenta sugería que la relación a largo plazo entre inflación y crecimiento podría

1 Véase Phillips, A. W. (1958), «The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957», *Economica*, 25 (noviembre), pp. 283-299.

2 En agosto de 1958, por ejemplo, el presidente de la Reserva Federal, William McChesney Martin, Jr., afirmó que «[...] si la inflación empezara a subir nuevamente, el número de parados podría reducirse temporalmente [...] pero habría a la larga un mayor nivel de desempleo. Si la inflación se disparara realmente, el desempleo podría elevarse hasta diez o quince millones de parados» (citado en Romer, D., y Romer, C. (2002a), «A Rehabilitation of Monetary Policy in the 1950s», *American Economic Review*, 97 (2), p. 123). Cuando se realizó esta declaración, el desempleo se situaba en cinco millones de parados.

3 Véase Tobin, J. (1965), «Money and Economic Growth», *Econometrica*, 32, pp. 671-684.

4 Véanse Phelps, E. (1967), «Phillips Curves, Expectations of Inflation, and Optimal Unemployment Over Time», *Economica*, 34, pp. 254-281; Friedman, M. (1968), «The Role of Monetary Policy», *American Economic Review*, 58, pp. 1-17; y Lucas, R. E., Jr. (1972), «Expectations and the Neutrality of Money», *Journal of Economic Theory*, 4 (abril), pp. 103-124.

de hecho ser negativa, asociándose un aumento permanente de la inflación a una pérdida permanente de producto, de renta real y, en última instancia, de bienestar económico<sup>5</sup>.

Desde los años setenta, numerosos investigadores han estado estudiando los mecanismos a través de los cuales una inflación más alta tiene sistemáticamente efectos negativos sobre los resultados macroeconómicos generales. Estos efectos han sido documentados y cuantificados en estudios de sección cruzada de países y en análisis de series temporales. En la segunda sección se examinan en detalle estos mecanismos y, en la tercera, se analiza la evidencia empírica que respalda el amplio consenso sobre el hecho de que la estabilidad de precios es la mejor contribución que la política monetaria puede aportar al crecimiento económico. En la cuarta sección se consideran una serie de implicaciones para el diseño de las instituciones monetarias.

## 2 LOS COSTES DE LA INFLACIÓN PARA LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los economistas han identificado varias razones por las que la inflación tiene un efecto negativo sobre la actividad económica real. Estas razones se analizan a continuación.

En primer lugar, una economía de mercado que funciona bien depende, de forma fundamental, de la capacidad del sistema de precios —su principal mecanismo de transmisión de la información— para permitir una asignación eficiente de los recursos. A este respecto, el mayor perjuicio que causa la inflación es que, en un entorno inflacionista, es comparativamente más difícil disociar las variaciones de los precios relativos (que generarían cambios en la asignación de los recursos) de las variaciones en el nivel general de precios (que no provocarían tales cambios). Si la variabilidad de los precios relativos no estuviera relacionada con el nivel medio de inflación, no sería más difícil interpretar una variación de los precios en un régimen de alta inflación. El problema de la identificación de señales sería equivalente en un entorno tanto de alta como de baja inflación. Sin embargo, históricamente, la varianza de los precios relativos ha

mostrado una fuerte correlación positiva con la inflación media, lo que implica que, en la práctica, una inflación elevada se asocia a una mayor variabilidad de los precios relativos. Dado que un aumento de la citada variabilidad hace que a los agentes económicos les resulte más difícil diferenciar la señal (es decir, variaciones de los niveles de precios relativos) del ruido (es decir, variaciones del nivel general de precios)<sup>6</sup>, se puede esperar con seguridad que un aumento de la inflación se traduzca en una asignación ineficiente de los recursos y, en última instancia, en un deterioro de los resultados macroeconómicos generales. A través de este canal, la elevada volatilidad de las tasas de inflación observada en los años setenta desempeñó, con toda probabilidad, un papel fundamental en la generación de los mediocres resultados macroeconómicos registrados en esa década. Muy posiblemente, esta volatilidad fue origen de grandes problemas para las empresas a la hora de interpretar cualquier variación de precios observada —tanto si era debida a un cambio en la demanda relativa o en la escasez relativa de determinados bienes, como si podía simplemente ser reflejo de un movimiento proporcional de todos los precios— y de responder de forma adecuada a esta variación.

Un segundo canal a través del cual la inflación incide en la actividad económica real es la acumulación de capital. Una característica básica de una elevada proporción de proyectos de inversión es su carácter esencialmente irreversible<sup>7</sup>. Dicho de otro modo, si la situación del mercado resultara ser ex post peor de lo previsto, no se recuperaría una parte importante de los costes iniciales de inversión. Se ha demostrado que, en estas circunstancias, las decisiones de inversión tienden a ser muy sensibles al riesgo percibido de la inversión, de forma que incluso un moderado aumento del riesgo —independientemente de que sea de origen macroeconómico

5 El cambio en el enfoque teórico se reflejó en el discurso pronunciado por Milton Friedman al recibir el Premio Nobel en 1977.

6 Éste fue el tema principal del clásico artículo de Robert E. Lucas, Jr., «Expectations and the Neutrality of Money», publicado en 1972 en *Journal of Economic Theory*, 4 (abril), pp. 103-124.

7 Existe una extensa literatura académica sobre este tema. Véase, en particular, Pindyck, R. y Solimano, A. (1993), «Economic Instability and Aggregate Investment», en Blanchard, O. J. y Fischer, S., eds., *NBER Macroeconomics Annuals 1993*, Cambridge, The MIT Press.



o de otro tipo— puede ejercer un fuerte impacto negativo sobre el gasto en inversión. Históricamente, la varianza de la inflación ha mostrado una marcada correlación positiva con su nivel medio<sup>8</sup>, por lo que en la práctica un alto nivel de inflación se asocia a una mayor variabilidad y, por tanto, a una mayor incertidumbre de la inflación, que tiene un impacto negativo sobre la inversión<sup>9</sup>.

Se ofrece una evidencia sencilla de esta tesis en el cuadro, que muestra las medias y las desviaciones típicas de la inflación medida por los precios de consumo por décadas, en la zona del euro, Estados Unidos, Japón, Reino Unido, Canadá, Australia, Suecia y Suiza. La correlación entre el nivel de inflación y su volatilidad es muy alta, especialmente en Estados Unidos, Reino Unido, Canadá y Suiza. De ello cabe deducir que, en igualdad de condiciones, al incrementar la incertidumbre macroeconómica, es de esperar que una inflación más elevada desincentive las decisiones de inversión, lo que acabará por reducir ex post la masa de capital de la economía.

Un tercer mecanismo, conceptualmente relacionado con el anterior, acentúa el impacto negativo de la inflación sobre la acumulación de capital. De una forma muy general, para asignar recursos a un determinado proyecto de inversión en una situación de incertidumbre, un agente económico exigirá una compensación por el riesgo derivado de dicha incertidumbre, que será superior a la tasa de rendimiento exigida en una situación de certidumbre. Según varios supuestos plausibles, esta compensación adicional, conocida como prima de riesgo, será más alta cuanto mayor sea la incertidumbre. Además del efecto mencionado en el párrafo anterior, al añadir una prima de riesgo de inflación a los tipos de interés nominales sin riesgo, la incertidumbre respecto a la inflación hace que los tipos de interés reales sean más elevados, desincentivando aún más la acumulación de capital.

Un cuarto efecto negativo de la inflación sobre la actividad económica está relacionado con el hecho de que, en un entorno inflacionista, tanto los individuos como las empresas tienden a emplear una parte importante de su tiempo y de sus recursos en intentar proteger su patrimonio frente a la inflación, en lugar de dedicarse a sus actividades más produc-

tivas. Ello se debe a que la inflación actúa como un impuesto sobre las tenencias de dinero, siendo el tipo impositivo igual a la tasa de inflación, y la base impositiva igual a la cuantía de las tenencias de dinero. Esta distorsión en la asignación óptima de su tiempo y de sus recursos por parte de los individuos y de las empresas afecta inevitablemente a los resultados macroeconómicos generales.

Un quinto conjunto de efectos negativos se deriva de la interacción entre la inflación y el sistema tributario<sup>10</sup>. Esta interacción perversa tiene varias facetas. Por ejemplo, el hecho de que las amortizaciones no estén indiciadas distorsiona sistemáticamente las decisiones de inversión de las empresas, en el sentido de que, en igualdad de condiciones, una inflación más alta aumenta artificialmente las inversiones en existencias y en bienes de equipo con una vida útil corta, en detrimento de los bienes de equipo con una vida útil larga. Este efecto se añade al mencionado impacto negativo de la incertidumbre respecto a la inflación sobre las inversiones a largo plazo y reduce a la larga la masa de capital y, por ende, el potencial productivo a largo plazo de la economía. De la misma manera, el hecho de que los tramos del impuesto progresivo sobre la renta de las personas físicas puedan no estar totalmente indiciados con los movimientos de los precios inducidos por la inflación hace que la tasa de inflación genere con el tiempo un incremento de la incidencia real de los impuestos. A medio plazo, la disminución, inducida por la infla-

8 Véase, por ejemplo, Kiley, M. (2007), «Is Moderate-To-High Inflation Inherently Unstable?», *International Journal of Central Banking*, 3 (2), pp. 173-201.

9 El trabajo publicado recientemente por Ascari y Ropele muestra que, dentro de los modelos nekeynesianos estándar, un aumento de la inflación tendencial se asocia sistemáticamente a un incremento de la volatilidad macroeconómica general y también de la varianza de la inflación. Véase, en particular, Ascari, G. y Ropele, T. (2007), «Trend inflation, Taylor principle and indeterminacy», presentado en la conferencia «Defining price stability: Theoretical options and practical experience», celebrada en Fráncfort del Meno los días 26 y 27 de noviembre de 2007. El trabajo se puede consultar en: <http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/dps.en.html>.

10 Este tema ha sido tratado extensamente por Martin Feldstein en una serie de estudios. Véanse, en particular, Feldstein, M. (1997), «The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability», en Romer, D. y Romer, C., eds., *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, the University of Chicago Press; y Feldstein, M. (1999), «Capital Income Taxes and the Benefits of Price Stability», en Feldstein, M., ed., *The Costs and Benefits of Price Stability*, The University of Chicago Press.



## Medias y desviaciones típicas de la inflación por décadas

Década	Zona del euro <sup>1</sup>		Estados Unidos		Japón		Reino Unido	
	Media	Desv. típica	Media	Desv. típica	Media	Desv. típica	Media	Desv. típica
1950	N.D.	N.D.	2,1	2,4	3,2	6,9	1,8	1,6
1960	3,3	1,0	2,4	1,5	5,4	1,7	3,5	1,5
1970	8,8	2,0	7,1	2,8	9,1	6,0	12,6	5,7
1980	5,9	3,2	5,5	3,5	2,4	2,4	7,5	4,5
1990	2,6	1,1	3,0	1,1	1,2	1,3	3,7	2,4
2000 <sup>2</sup>	2,2	0,3	2,8	0,9	-0,4	0,4	2,8	0,9
Década	Canadá		Australia		Suecia		Suiza	
	Media	Desv. típica	Media	Desv. típica	Media	Desv. típica	Media	Desv. típica
1950	1,8	1,0	1,6	0,4	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
1960	2,5	1,3	2,5	1,5	3,9	1,6	2,9	0,9
1970	7,4	2,9	9,8	4,1	8,6	2,2	5,0	3,2
1980	6,5	3,2	8,4	2,2	7,9	3,1	3,3	1,8
1990	2,2	1,7	2,5	2,1	3,3	3,7	2,3	2,1
2000 <sup>2</sup>	2,3	0,8	3,3	1,2	1,4	0,9	1,0	0,5

1) Para la década de 1960, los datos se basan en la media simple de las tasas de inflación de Alemania, Francia e Italia.

2) Para la década de 2000, los datos se refieren al período 2000-2007.

ción, del salario real neto después de impuestos y de la rentabilidad real neta después de impuestos del ahorro puede desincentivar la oferta de trabajo y de capital, respectivamente, reduciendo, a su vez, las perspectivas de crecimiento a largo plazo de la economía.

Un sexto y último mecanismo a través del cual la inestabilidad de la inflación tiene un efecto negativo sobre los resultados macroeconómicos es su influencia en el anclaje de las expectativas de inflación. Investigaciones recientes<sup>11</sup> han mostrado que, en regímenes monetarios basados en la estabilidad de precios, las expectativas de inflación tienden a estar firmemente ancladas y a no ser sensibles a la publicación de datos macroeconómicos. Por el contrario, en regímenes monetarios que carecen de una clara definición de la estabilidad de precios, las expectativas de inflación tienden a revisarse tras la publicación de nuevos datos macroeconómicos. La explicación de esta observación es que, en los regímenes citados en primer lugar, al intentar predecir las implicaciones de la publicación de nuevos datos económicos para la inflación futura, los agentes económicos tienden a contar con una respuesta estabilizadora por parte del banco central y esperan que esta respuesta compense, en gran medida y a medio plazo, cual-

quier efecto adverso de la perturbación sobre la inflación observada. Esta predicción ayuda a aislar las expectativas de inflación actuales de noticias potencialmente inquietantes. A su vez, este mecanismo tiene dos implicaciones importantes. En primer lugar, como los precios se fijan, en parte, en función de las expectativas de los agentes económicos respecto a la inflación futura, el anclaje de dichas expectativas modera el impacto de las perturbaciones macroeconómicas sobre la inflación observada. En segundo lugar, esta falta relativa de respuesta de la inflación ante perturbaciones macroeconómicas permite que el banco central adopte una política menos agresiva para hacer frente a cualquier sucesión de novedades adversas. En cierto sentido, dado que se produce una respuesta virtuosa de autoequilibrio entre la inflación esperada y la inflación observada, el banco central puede adoptar una política más moderada y constante de lo que sería posible si las expectativas de inflación no estuviesen tan firme-

11 Véanse, en particular, Ehrmann, M., Fratzscher, M., Gürkaynak, R. S. y Swanson, E. (2007), «Convergence and anchoring of yield curves in the euro area», Working Paper n.º 817, BCE, octubre 2007, y Beechey, M. J., Johannsen, B. K. y Levin, A. T. (2007), «Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area than in the United States?», Working Paper 6536, CEPR, octubre 2007.

mente ancladas. Ello ilustra claramente los beneficios que se derivan de haber alcanzado un alto grado de credibilidad: precisamente porque el sector privado cree en la capacidad del banco central para estabilizar la inflación, esta institución puede desarrollar su cometido con más facilidad que si tuviese un menor grado de credibilidad. Por consiguiente, el resultado final es no sólo conseguir una inflación estable sino también una menor variabilidad de los tipos de interés de lo que se lograría de otro modo, lo que redundaría en beneficio del consumo y de las decisiones de inversión y crea un entorno más predecible, que favorece el crecimiento económico.

A este respecto, resulta instructivo comparar la situación actual con la observada en los años setenta. En ambos episodios, los precios de las materias primas han experimentado un aumento acusado y sostenido, que ha influido en la estructura de costes de las empresas y ha generado presiones sobre los precios de producción. Sin embargo, pese a estas similitudes, los resultados macroeconómicos registrados en ambos episodios son bastante distintos. Tanto la inflación esperada como la observada se elevaron en los años setenta en gran parte de Europa, mientras que la rentabilidad empresarial y el empleo disminuyeron de forma significativa. En un entorno monetario que carecía del firme anclaje que había asegurado previamente el sistema de Bretton Woods, las expectativas de inflación de muchos países se quedaron sin anclaje y comenzaron a incorporar las repetidas perturbaciones de los precios del petróleo. En este contexto, los bancos centrales —en su esfuerzo por controlar la espiral inflacionista— se vieron a menudo obligados a adoptar rápidas y enérgicas medidas antiinflacionistas, que contribuyeron a aumentar la volatilidad macroeconómica, en lugar de reducirla. Por el contrario, las subidas de los precios del petróleo observadas en los últimos años no trastornaron de forma importante las expectativas de inflación, con lo que los bancos centrales pudieron ofrecer una respuesta más comedida.

Tras analizar las razones conceptuales por las que cabría esperar que una inflación alta y volátil tuviese, en general, un efecto negativo sobre los re-

sultados macroeconómicos, en la próxima sección se examina la evidencia empírica disponible.

### 3 EVIDENCIA EMPÍRICA

En esta sección se analiza la evidencia empírica a favor del consenso contemporáneo. El mensaje principal que emerge de esta sección es que los estudios de paneles de países y de series temporales apuntan claramente hacia el efecto negativo de la inflación sobre la actividad económica.

#### ESTUDIOS DE PANELES DE PAÍSES

La asociación negativa entre la inflación y los resultados económicos, que se desprende tan claramente de los datos de los años setenta, no se limita a ese episodio. Varios autores<sup>12</sup> han documentado, en amplios grupos de países, una relación negativa entre la inflación y el crecimiento del producto —una vez controlado el efecto de otras variables macroeconómicas— en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial. Por ejemplo, basándose en una muestra de 100 países en el período comprendido entre 1960 y 1990, se ha observado que un aumento de 10 puntos porcentuales en la inflación tendencial había estado asociado a una disminución del crecimiento del producto de 0,2 a 0,3 puntos porcentuales por año<sup>13</sup>.

Esta asociación negativa se mantiene si se sustituye la inflación por otras variables macroeconómicas que la representan, para tener en cuenta la determinación conjunta de la inflación y del producto en un contexto macroeconómico. Una de estas variables es la inflación pasada. Se ha documentado extensamente que, en gran parte del período posterior a la Segunda Guerra Mundial, en muchos países las tasas de inflación se han caracte-

12 Véanse, en particular, Fischer (1993), cit.; De Gregorio, J. (1993), «Inflation, Taxation, and Long-Run Growth», *Journal of Monetary Economics*, 31, pp. 271-298; Barro, R. J. (1996), «Inflation and Growth», *Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Review*, mayo/junio 1996; y Andres, J. y Hernando, I. (1999), «Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from the OECD», en Feldstein, M., ed., *The Costs and Benefits of Price Stability*, The University of Chicago Press.

13 Véase Barro, R. J. (1996, cit.).

## Recuadro I

**DESCOMPOSICIÓN Y CUANTIFICACIÓN DEL IMPACTO DE LA INFLACIÓN SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PRODUCTO**

Existen importantes razones conceptuales para creer que la inflación repercute en el crecimiento del producto, al afectar negativamente a la acumulación de capital y a la productividad de los factores de producción. La investigación no sólo ha confirmado esta opinión sino que ha permitido también cuantificar la importancia relativa de estos dos canales.

Utilizando el mismo tipo de estudio de paneles de países de Barro, Fischer (1993, cit.) estimó que un aumento de la inflación de 10 puntos porcentuales está asociado a una disminución de la tasa de crecimiento de la masa de capital de 0,4 puntos porcentuales, es decir, que el efecto es comparativamente importante. Esta cifra —de por sí significativa— lo es aún más si se considera que se refiere a una tasa de crecimiento, por lo que sus efectos tienden a acentuarse con el tiempo. De Gregorio (1993) obtuvo resultados similares con una muestra de doce países latinoamericanos.

En cuanto al impacto de la inflación sobre el crecimiento de la productividad, Fischer (1993) estimó que un incremento de la inflación de 10 puntos porcentuales origina un descenso de la tasa de crecimiento de la productividad de 0,2 puntos porcentuales por año. Aunque puede parecer, a primera vista, que estos efectos son reducidos, es importante considerar nuevamente que, al referirse a una tasa de crecimiento, tienden a intensificarse con el tiempo y a provocar un descenso significativo del nivel del producto real después de varios años.

Una posibilidad es que los efectos de la inflación sobre el crecimiento no sean lineales: por ejemplo, podrían ser acusados para tasas de inflación comparativamente elevadas, y mucho menores, hasta el punto de ser difíciles de detectar, para tasas de inflación más reducidas. Para considerar esta posibilidad, Fischer (1993, cit.) volvió a estimar las regresiones básicas, dividiendo el conjunto general de datos en tres subconjuntos, correspondientes a países con tasas de inflación hasta el 15%, entre el 15% y el 40%, y por encima del 40%. La evidencia sugiere que, efectivamente, el impacto de la inflación sobre el crecimiento no es lineal, pero que, contrariamente a lo que se podría esperar, el efecto disminuye a medida que aumenta el nivel de inflación. En particular, el impacto de un aumento de la inflación de 1 punto porcentual sobre el crecimiento del producto en el grupo de menor inflación, que asciende a -0,13 puntos porcentuales, es un 60% superior al observado en el grupo intermedio, y casi siete veces más alto que el registrado en el grupo de mayor inflación.

terizado, en general, por una considerable persistencia, en el sentido de que la desviación de la inflación respecto de su media en un determinado período era un buen indicador de las desviaciones que se observarían en períodos siguientes. Las características de la inflación en el citado período fueron consecuencia, en gran medida, de las acusadas fluctuaciones registradas en muchos países a raíz de la gran inflación de los años setenta y de la estabilización gradual observada posteriormente. Sin embargo, estas características han desapa-

recido en los últimos años en países y en áreas económicas que habían adoptado, como la zona del euro, regímenes monetarios claramente orientados hacia la estabilidad de precios<sup>14</sup>.

Ello significa que, para todo el período posterior a la Segunda Guerra Mundial, la inflación pasada es

<sup>14</sup> Véase Benati, L. (2008), «Investigating Inflation Persistence Across Monetary Regimes», *Quarterly Journal of Economics*, de próxima publicación, disponible también en Working Paper n.º 851, BCE, enero 2008.

una buena variable de aproximación —técnicamente, un instrumento— de la inflación actual. Tal y como han mostrado varios estudios, sustituir la inflación pasada por la inflación actual proporciona los mismos resultados en términos cualitativos, observándose nuevamente una fuerte correlación negativa entre la inflación y el crecimiento. De acuerdo con la teoría cuantitativa del dinero, sustituir la inflación por la tasa de crecimiento de los agregados monetarios vuelve a brindar los mismos resultados cualitativos<sup>15</sup>, es decir, que un aumento de 10 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento del dinero está asociado a una disminución de 0,2 puntos porcentuales en el crecimiento del producto.

En resumen, los estudios de paneles de países sobre la relación entre la inflación y el crecimiento del producto sugieren claramente que una inflación más alta ejerce un efecto negativo sobre el crecimiento y que los países con mayor inflación presentan sistemáticamente un menor crecimiento.

#### ANÁLISIS DE SERIES TEMPORALES

Mientras que los estudios de paneles de países muestran cómo diferencias institucionales entre los sistemas monetarios de distintas economías pueden influir en la evolución de su crecimiento relativo, los análisis de series temporales son útiles para calibrar la medida en que el crecimiento y la inflación muestran una correlación a lo largo del tiempo.

La manera más inmediata de abordar este análisis es comparar las variaciones de los componentes tendenciales de la inflación y del crecimiento del producto<sup>16</sup>. El gráfico presenta series suavizadas de datos de inflación medida por el IPC y de crecimiento del PIB real de varias economías en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial, construidas de modo que se puedan extraer sus componentes de baja frecuencia, es decir, de evolución muy lenta<sup>17</sup>. Este componente estadístico de baja frecuencia de los datos considerados es indicativo de la tendencia subyacente y determinante de la respectiva variable a lo largo de períodos de tiempo suficientemente dilatados. Se observa claramente una correlación negativa particularmente pronunciada entre los componentes de baja frecuencia de las dos series, en el sentido de que, en todos los países, las

fluctuaciones de la inflación tendencial están constantemente asociadas a fluctuaciones de signo opuesto del crecimiento tendencial del producto.

A primera vista, una posible explicación de esta evidencia podría ser una preponderancia accidental de perturbaciones de la oferta en el período muestral. Al provocar un aumento de la inflación y una disminución del crecimiento del producto, una perturbación negativa de la oferta —como una subida del precio del petróleo— originaría una correlación negativa entre las dos variables en cualquier frecuencia y, por tanto, también en la baja frecuencia asociada a las fluctuaciones de los componentes tendenciales. Si ésta fuera la explicación principal, cabría también esperar que existiera una diferencia entre los años setenta —período indudablemente dominado por dos importantes perturbaciones negativas de los precios del petróleo— y los períodos anteriores y posteriores<sup>18</sup>. Sin embargo, el hecho de que esta correlación se mantuviera notablemente estable a lo largo de todo el período posterior a la Segunda Guerra Mundial —circunstancia particularmente evidente en el caso de la zona del euro, Suecia y Suiza después de mediados de los ochenta, y de Estados Unidos y Canadá antes y después de la gran inflación de los setenta— sugiere que es muy probable que ésta no sea la explicación principal de la evidencia presentada en el gráfico. Por el contrario, la relación que se observa en el gráfico refleja, con toda probabilidad, características estructurales de la economía.

15 Véase Barro (1996, cit.).

16 El análisis de Clark, P. K. (1982), «Inflation and the Productivity Decline», *American Economic Review*, 72(2), pp. 149-154, ofrece un ejemplo temprano de este enfoque aplicado al crecimiento de la productividad, en contraposición al crecimiento del producto. En particular, Clark sugería que la desaceleración de la productividad registrada en los años setenta había sido consecuencia de la gran inflación observada en ese período. En este mismo sentido, puede encontrarse un análisis más reciente en Sbordone, A. y Kuttner, K. (1994), «Does Inflation Reduce Productivity?», *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, noviembre/diciembre.

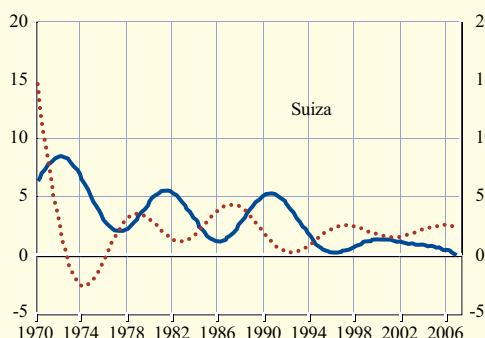
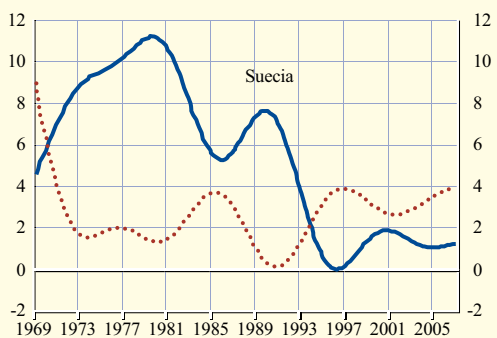
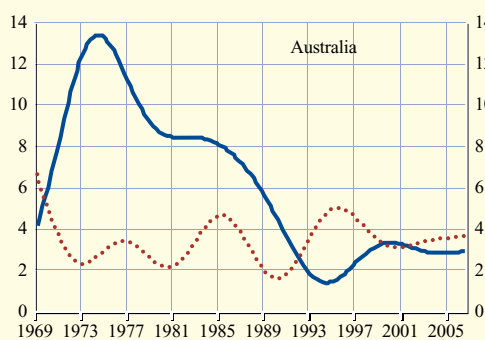
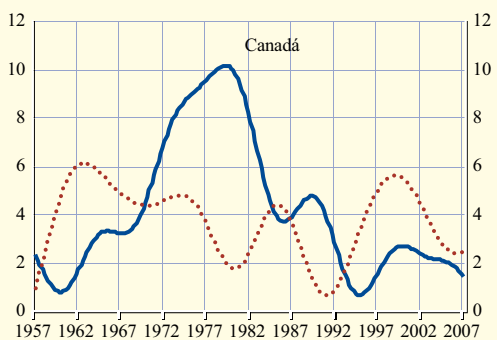
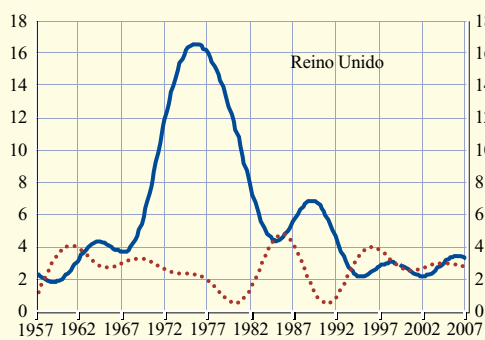
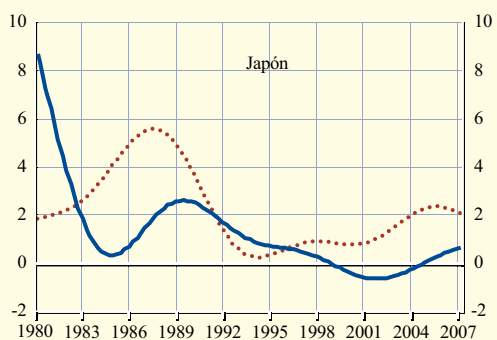
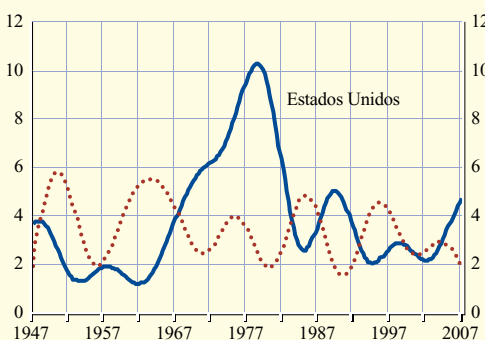
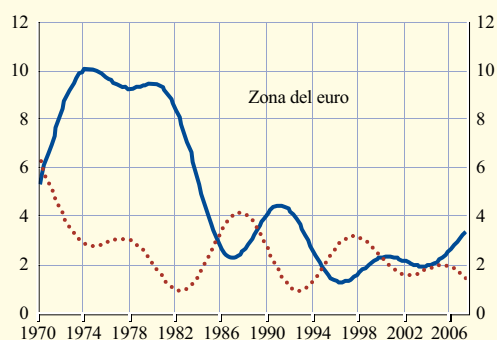
17 Los componentes de baja frecuencia se han extraído mediante el filtro estadístico descrito en Christiano, L. J. y Fitzgerald, T. (2003), «The Band-Pass Filter», *International Economic Review*, 44(2), pp. 435-465. Siguiendo las convenciones establecidas para el análisis del ciclo económico, los componentes de baja frecuencia de las dos series son los que se asocian a ciclos con períodos superiores a ocho años (véase, por ejemplo, Stock, J. y Watson, M. (1999), «Business Cycle Fluctuations in U.S. Macroeconomic Time Series», en Taylor, J. B. y Woodford, M., eds., *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam, Países Bajos).

18 Esta cuestión fue planteada por primera vez, en el contexto de estudios de paneles de países, por Fischer, S. (1993), cit..

Componentes de inflación de baja frecuencia y crecimiento del producto

(tasas de variación interanual)

— Inflación  
 ..... Crecimiento del producto



Fuente: Cálculos del BCE.

En efecto, varios estudios<sup>19</sup> han perfeccionado los análisis en esta línea, buscando evidencia sobre la capacidad predictiva de una variable respecto a otra. Este enfoque se basa en la idea de que la existencia (o la ausencia) de una medida de esta capacidad predictiva proporciona una indicación de la dirección probable de la causalidad. Una vez más, los resultados de estos análisis apuntan a una validación empírica del principio de que una inflación más alta ejerce un efecto negativo sobre el crecimiento.

Otro enfoque interesante consiste en centrarse en las crisis inflacionistas, que pueden definirse como episodios en los que la inflación se dispara temporalmente hasta niveles superiores a un determinado umbral, para volver luego a niveles más normales<sup>20</sup>. La evidencia empírica, que se analiza más extensamente en el recuadro 2, sugiere que estos

episodios se caracterizan por un patrón muy constante, en el que la crisis inflacionista va acompañada de un descenso sistemático y estadísticamente significativo del crecimiento del producto, que cae por debajo de la media, mientras que el final de la crisis se asocia a un repunte del crecimiento por encima de la media.

19 Estos estudios se llevan normalmente a cabo mediante pruebas de causalidad de Granger. Véanse, por ejemplo, Sbordone, A. y Kuttner, K. (1994, cit.), y Andrés, J. y Hernando, I. (1999), «Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from the OECD», en Feldstein, M., ed., *The Costs and Benefits of Price Stability*, The University of Chicago Press, pp. 315-341. Sbordone y Kuttner (1994) observan que, en modelos bivariantes, la inflación tiene una capacidad marginal de predicción del crecimiento de la productividad, una vez controlado por el crecimiento pasado de la productividad, pero que lo contrario no es cierto. Andrés y Hernando (1999) observan que la inflación presenta la misma propiedad ante la renta en un panel de países de la OCDE.

20 Este enfoque fue propuesto por primera vez en Bruno, M. y Easterly, W. (1998), «Inflation Crises and Long-Run Growth», *Journal of Monetary Economics*, 41, pp. 3-26.

## Recuadro 2

### EVIDENCIA EXTRAÍDA DE LAS CRISIS INFLACIONISTAS

Bruno y Easterly (1998, cit.) definieron como crisis inflacionistas los episodios en los que la inflación se elevaba temporalmente por encima del 40% por año durante al menos dos años, para luego volver a descender por debajo de este umbral. Aplicando este criterio, se seleccionaron 41 crisis inflacionistas en 31 países en el período 1961-1994. Basándose en el crecimiento per cápita o en la desviación del crecimiento per cápita respecto de la media mundial, el patrón identificado resultó ser muy sólido, con un descenso medio del crecimiento de 2,4 puntos porcentuales entre el período anterior a la crisis y el período de la crisis, y un ascenso de 3,3 puntos porcentuales en el período posterior a la crisis, que compensó en general la reducción transitoria del crecimiento del producto. Estos resultados demuestran claramente que un aumento de la inflación está asociado a una disminución de la actividad macroeconómica.

Estos resultados no variaron ante diversos cambios de las especificaciones básicas. Por ejemplo, podría argumentarse con fundamento que crisis de distinta duración podrían asociarse a diferentes patrones de reducción y recuperación del crecimiento del producto. A fin de comprobar esta teoría, se dividió el conjunto general de datos en dos subconjuntos, separando los países con una duración de la crisis inflacionista inferior a la mediana del grupo (igual a seis años) de los países con una duración de la crisis superior a la mediana, observándose 18 y 23 crisis en los dos grupos, respectivamente (seis crisis duraron exactamente seis años). La reducción de la desviación de la tasa de crecimiento del producto per cápita con respecto a la media mundial fue de 1,9 y 2,6 puntos porcentuales en los dos grupos, respectivamente, aunque esta diferencia no es estadísticamente significativa, por lo que apunta claramente a la solidez de los resultados básicos.

Un enfoque más sofisticado se basa en vectores autorregresivos, que modelan la evolución conjunta de indicadores macroeconómicos en términos de su evolución pasada. Desde principios de los años ochenta, los vectores autorregresivos han ido adquiriendo una importancia creciente en los estudios macroeconómicos, dado que permiten, en primer lugar, captar eficazmente y de forma parsimoniosa la evolución de un conjunto de variables macroeconómicas y, en segundo lugar, determinar el impacto de perturbaciones estructurales sobre las variables de interés, imponiendo un número limitado de supuestos sugeridos por la teoría económica.

En el recuadro 3 se estudian los resultados de un análisis de los efectos a largo plazo de perturbaciones inflacionistas permanentes sobre el crecimiento tendencial del producto en lo que llegaría a ser la zona del euro, antes del inicio de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Si se limita el

análisis al período anterior a la UEM se observan los resultados empíricos examinados en el recuadro 3: desde enero de 1999, tal y como cabría esperar en un régimen monetario orientado hacia la estabilidad de precios, la inflación no ha registrado cambios permanentes en la zona del euro, de modo que los datos de la UEM carecen de contenido informativo para el tema considerado.

La evidencia sugiere que un aumento permanente del 1% en la inflación provoca una disminución del 0,1% al 0,2% en el crecimiento tendencial del producto. En otras palabras, estas estimaciones implican que, si la inflación tendencial se elevara en 2 puntos porcentuales en la zona del euro, el crecimiento tendencial del producto descendería entre 0,2 y 0,4 puntos porcentuales por año, con lo que, después de diez años, el PIB se quedaría entre un 2% y un 4,1% por debajo del nivel en el que se habría situado si no se hubiera producido esta variación.

### Recuadro 3

#### IMPACTO DE LAS PERTURBACIONES INFLACIONISTAS PERMANENTES SOBRE EL CRECIMIENTO TENDENCIAL DEL PRODUCTO

Una corriente académica reciente ha dejado documentado que la inflación observada en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial parece incorporar un importante componente permanente<sup>1</sup>, en el sentido de que, en el citado período, una proporción no despreciable de las perturbaciones inflacionistas no se disipó finalmente y permaneció en el sistema, con la consiguiente repercusión sobre la inflación tendencial. La zona del euro es un buen ejemplo de esta situación. Tal y como demostró Benati (2008)<sup>2</sup>, las fluctuaciones de la inflación de la zona del euro fueron, en gran medida, permanentes antes del inicio de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en enero de 1999, mientras que han sido transitorias, en su mayor parte, desde entonces (dicho de otra manera, desde el inicio de la UEM la inflación de la zona del euro ha presentado una intensa reversión a la media). Por ejemplo, las estimaciones econométricas de la magnitud del componente permanente de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro<sup>3</sup> sugieren que, antes de enero de 1999, las perturbaciones permanentes (es decir, las perturbaciones que tienen un impacto sobre la inflación tendencial) representaban el 47,3% de la variación intertrimestral de la inflación. La correspondiente cifra para el crecimiento del producto (es decir, la proporción de las perturbaciones del crecimiento que ejercen un impacto sobre el crecimiento tendencial) era del 9,1%. Estos resultados están en línea con la información no formalizada: en los años setenta, las medias simples de la inflación medida por el IAPC y del crecimiento del producto se situaban en el 8,8% y el 3,6%, respectivamente, mientras que, en los años noventa, eran del 2,5% y el 2,1%, respectivamente, lo que es claramente indicativo de cambios importantes en los componentes tendenciales de ambas series.

1 Para los Estados Unidos, por ejemplo, véase Stock, J. y Watson, M. (2007), «Why Has U.S. Inflation Become Harder to Forecast?», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 39(1), pp. 3-33.

2 Véase, por ejemplo, Benati, L. (2008, cit.).

3 Las estimaciones se basan en el estimador de ratio de varianzas de Cochrane. Véase Cochrane, J. H. (1988), «How Big Is the Random Walk in GNP?», *Journal of Political Economy*, 96(5), pp. 893-920.



Ello sugiere que, si realmente la inflación afectara de forma negativa al crecimiento del producto, debería ser posible detectar sus efectos, analizando el impacto a largo plazo de las perturbaciones inflacionistas permanentes sobre el crecimiento tendencial del producto en los datos de la zona del euro anteriores a la UEM. Las perturbaciones inflacionistas permanentes se detectan en los vectores autorregresivos, suponiendo que son las únicas perturbaciones que afectan a la inflación tendencial<sup>4</sup>. Se estima que el impacto de una perturbación inflacionista permanente de 100 puntos básicos sobre el crecimiento tendencial del producto se sitúa entre los -11 puntos básicos (en términos del IAPC) y los -19 puntos básicos (en términos del deflactor del PIB), en línea con la estimación para el grupo de países de menor inflación que Barro sitúa en -13 puntos básicos, tal y como se indica en el recuadro 1.

4 Éste es el supuesto utilizado en Roberts, J. M. (1993), «The Sources of Business Cycles: A Monetarist Interpretation», *International Economic Review*, 34(4), pp. 923-934, y en Bullard, J. y Keating, J. (1995), «The Long-Run Relationship Between Inflation and Output in Post-War Economies», *Journal of Monetary Economics*, 36, pp. 477-496.

#### 4 IMPLICACIONES PARA EL DISEÑO DE LAS INSTITUCIONES MONETARIAS

Si fuese cierta la posición mantenida por numerosos estudiosos y analistas en los años sesenta —es decir, que podría aceptarse efectivamente una inflación permanentemente mayor a cambio de una actividad económica real permanentemente más dinámica—, las implicaciones para la política monetaria serían sencillas. La sociedad identificaría primero con fiabilidad las posibles combinaciones entre inflación y actividad real, para luego seleccionar y adoptar la que considerase más conveniente.

Sin embargo, las implicaciones de la posición asociada a la neutralidad monetaria pura —es decir, la inexistencia de una relación inversa a largo plazo entre inflación y actividad real—, que fue surgiendo a medida que quedaba claramente evidenciado el fracaso de los experimentos macroeconómicos de los años sesenta y setenta, son radicalmente diferentes. Y el consenso contemporáneo respecto al efecto negativo de la inflación sobre la actividad económica real —basado en la evidencia observada con intervalos de datos más largos y precisos— respalda incluso más esta posición. En la actualidad, la necesidad de encomendar a los bancos centrales la función explícita de mantener la estabilidad de precios ha ganado decididamente terreno frente a la neutralidad a largo plazo de la política monetaria. Se ha visto claramente que, al perseguir la estabilidad de precios, la política monetaria no sólo reduce al mínimo los costes asociados a la in-

flación sino que contribuye también a maximizar el potencial productivo a largo plazo de la economía.

Aunque las consecuencias negativas de la inflación parecerían abogar por una tasa de inflación a largo plazo lo más cercana posible a cero, al establecer una definición numérica precisa de la estabilidad de precios, los bancos centrales han de tener en cuenta determinados hechos importantes<sup>21</sup>. En primer lugar, un prolongado período de deflación paralelo a una situación de debilidad del crecimiento podría constreñir la gestión de la política monetaria de un banco central, puesto que los tipos de interés nominales no pueden reducirse por debajo de cero. Sin duda, todo intento de fijar los tipos de interés nominales por debajo de cero fracasaría, dado que el público preferiría mantener efectivo a constituir o mantener depósitos a tipos negativos. En una situación de deflación, la existencia de un límite inferior para los tipos de interés nominales restringe el margen de maniobra del banco central para reducir los tipos de interés reales a fin de estimular la demanda y contrarrestar las presiones deflacionistas.

En segundo lugar, los índices de precios de consumo pueden estar sujetos a errores de medición por varios motivos. Dichos errores pueden presentarse si los precios no se han ajustado convenientemente para adaptarse a variaciones de calidad o si las

21 Para una descripción detallada de las razones en las que se fundamenta la definición de la estabilidad de precios del BCE, véase el artículo titulado «Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria», en el Boletín Mensual de junio del 2003.

transacciones pertinentes permanecen sistemáticamente excluidas de la muestra utilizada para elaborar el índice. Sin embargo, en el caso del IAPC, en comparación con consideraciones relacionadas con los riesgos de deflación, la posibilidad de que exista un sesgo de medición es de escasa importancia a los efectos de establecer un margen de seguridad mediante tasas de inflación superiores a cero.

En tercer lugar, las variaciones de los precios relativos constituyen un elemento clave para la asignación eficiente de los recursos en una economía de mercado. Los ajustes económicos de los precios relativos ante las perturbaciones podrían resultar demasiado tardíos si los salarios y los precios se ven sujetos a rigideces nominales a la baja, como por ejemplo una oposición a aceptar reducciones nominales de los precios y los salarios. En este sentido, se ha argumentado que una inflación moderada puede «facilitar» el ajuste de los precios relativos y, con ello, el ajuste real de la economía ante diversas perturbaciones.

En cuarto lugar, en principio los diferenciales de inflación entre regiones constituyen, y deberían ser considerados consecuentemente, una característica ordinaria de toda unión monetaria, y son un elemento integrante del mecanismo de ajuste resultante de las perturbaciones de la oferta y de la demanda en la economía de las distintas regiones. Sin embargo, los diferenciales de inflación podrían tener también un componente estructural en cada unión monetaria, derivado, por ejemplo, de diferencias en los niveles de renta y de la existencia de un proceso de convergencia de los distintos niveles de vida. Considerando estos inevitables diferenciales de inflación, se ha aducido que la política monetaria debería estar dirigida a lograr a medio plazo una tasa de inflación para el conjunto de la zona del euro lo suficientemente alta como para evitar que las regiones con tasas de inflación más reducidas se enfrenten a costes significativos asociados a rigideces nominales a la baja, o que entren en períodos prolongados de descenso de los precios.

La decisión del BCE de intentar mantener la tasa de inflación en un nivel cercano al 2% a medio plazo,

a fin de lograr la estabilidad de precios (definida como un incremento interanual del IAPC de la zona del euro inferior al 2%), refleja el equilibrio entre todas las consideraciones citadas anteriormente.

Tras el final de la gran inflación de los años setenta, a lo largo de las dos últimas décadas el nuevo consenso respecto al impacto negativo de la inflación sobre la actividad macroeconómica ha quedado recogido en la legislación de un número creciente de países. Cualesquiera que sean las diferencias técnicas específicas entre los actuales regímenes monetarios orientados hacia la estabilidad —Unión Económica y Monetaria, regímenes basados en el establecimiento de objetivos de inflación, nuevo concepto suizo de política monetaria posterior a 1999 y régimen monetario japonés— comparten todos el principio fundamental de que, por los motivos indicados anteriormente, la inflación debería mantenerse en un nivel reducido y estable. A este respecto, la gran inflación de los años setenta dejó al menos un legado positivo. Al proporcionar una clara demostración práctica de los efectos corrosivos de la inflación, convenció a los legisladores de la necesidad de recoger en leyes las enseñanzas extraídas de la experiencia adquirida, a fin de evitar que volviera a producirse un episodio semejante. A estos efectos, era preciso otorgar una mayor independencia a los bancos centrales y encomendarles la función de mantener la inflación bajo control. Así pues, el mandato del BCE —que contempla el objetivo prioritario de mantener la estabilidad de precios y la completa independencia de cualquier otra instancia política o institucional— parece ser particularmente adecuado para lograr la estabilidad de precios.

Como la historia ha demostrado reiteradamente, los períodos de elevada inflación han estado sistemáticamente asociados a importantes redistribuciones de la renta y de la riqueza, incrementando las tensiones sociales hasta el punto de provocar, a veces, malestar social y turbulencias políticas. Por consiguiente, el mantenimiento de la estabilidad de precios es la mejor contribución que la política monetaria puede aportar no sólo al crecimiento económico sostenible, a la creación de empleo y a la prosperidad sino también y, sobre todo, a la estabilidad social.

## 5 CONCLUSIONES

El consenso contemporáneo entre los responsables de la política económica y los representantes del mundo académico consiste en que la inflación ejerce sistemáticamente un efecto negativo sobre los resultados macroeconómicos. Cuando la inflación es elevada y variable, a los agentes económicos les resulta difícil disociar las variaciones de los precios relativos de las variaciones en el nivel general de precios, lo que origina una asignación ineficiente de los recursos, que repercute negativamente en la productividad de los factores de producción. Además, debido a la incertidumbre macroeconómica generada por la variabilidad de la inflación y a la no indiciación del sistema tributario, la inflación se traduce, a través de varios canales, en una reducción sistemática de la tasa de crecimiento de la acumulación de capital y, en última instancia, en una disminución de la masa de capital disponible en la economía.

La evidencia empírica confirma la existencia de ambos efectos y sugiere que su magnitud es considerable en los países con menor inflación, en los que un aumento permanente de la inflación de 100 puntos básicos está asociado a una reducción del crecimiento tendencial del producto de 10 a 30 puntos básicos. Ello tiene implicaciones fundamentales para el diseño de las instituciones monetarias. En particular, el hecho de que una tasa de inflación superior a un nivel extremadamente bajo influye negativamente en los resultados macroeconómicos avala la necesidad de mantener la inflación en un nivel muy reducido y estable.

# LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL EUROSISTEMA DURANTE EL RECIENTE PERÍODO DE VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

ARTÍCULOS

Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros

*El reciente período de volatilidad de los mercados financieros, que se contagió al mercado monetario de la zona del euro en agosto del 2007, puso a prueba, de forma importante, el marco operativo para la ejecución de la política monetaria del Eurosistema. En este artículo se presenta una cronología de las operaciones de mercado abierto realizadas por el Eurosistema desde agosto del 2007 hasta marzo del 2008 y se describe el impacto de las medidas adoptadas en lo que respecta al funcionamiento del mercado monetario, teniendo en cuenta el objetivo principal del BCE que no es otro que el de garantizar que los tipos de interés del mercado monetario interbancario a muy corto plazo se mantengan en niveles próximos al tipo oficial fijado por el Consejo de Gobierno del BCE. La conclusión que se extrae del artículo es que, con las operaciones de mercado abierto del Eurosistema, se logró, en gran medida, mantener, en promedio, los tipos de interés del mercado monetario interbancario a muy corto plazo en esos niveles durante este período de volatilidad mayor de lo normal, especialmente al comienzo de las turbulencias en los mercados financieros y en el período próximo al final del año. En general, el marco operativo del Eurosistema ha demostrado bastante capacidad de resistencia frente a esas turbulencias y no ha sido necesario realizar cambios estructurales para hacer frente al aumento de la volatilidad.*

## I INTRODUCCIÓN

El período de volatilidad financiera que se inició en agosto del 2007 puso a prueba, de forma importante, el marco operativo para la ejecución de la política monetaria del Eurosistema. Dicho marco comprende tres categorías de instrumentos: las operaciones de mercado abierto, las exigencias de reservas mínimas y las facilidades permanentes<sup>1</sup>. Si bien en las operaciones de mercado abierto se incluyen varias operaciones distintas, hasta ahora el Eurosistema las ha realizado de dos tipos: las operaciones de financiación, mediante las cuales se presta liquidez (es decir, saldos de los bancos en cuenta corriente en el Eurosistema) temporalmente a entidades de contrapartida a cambio de garantías admisibles<sup>2</sup> y la captación de depósitos a plazo fijo con fines de ajuste, que se utilizan para absorber liquidez transitoriamente de dichas entidades. Las entidades de contrapartida necesitan cierto volumen de liquidez para cumplir sus exigencias de reservas y para satisfacer las necesidades de liquidez derivadas de los factores autónomos, que comprenden partidas del balance del Eurosistema no relacionadas con instrumentos de la política monetaria. El factor autónomo más importante lo constituyen los billetes en circulación.

El Eurosistema ofrece dos facilidades permanentes a las que las entidades de crédito pueden acceder a discreción, a saber, una facilidad de depósito y una facilidad marginal de crédito. Por propia iniciativa, las entidades de crédito pueden colocar liquidez en

la facilidad de depósito a plazo de un día a un tipo de interés —decidido por el Consejo de Gobierno— que, desde abril de 1999, se ha situado un punto porcentual por debajo del tipo de interés oficial (el tipo mínimo de puja en las operaciones principales de financiación), al tiempo que pueden obtener en préstamo liquidez a un día presentando garantías admisibles a través de la facilidad marginal de crédito a un tipo de interés superior en un punto porcentual al tipo de interés oficial.

Al mismo tiempo, las entidades de crédito están obligadas a mantener un volumen de liquidez correspondiente a sus exigencias de reservas (calculadas como proporción de sus pasivos a corto plazo). Estas exigencias han de cumplirse en for-

1 Véanse también los siguientes artículos publicados en el Boletín Mensual del BCE: «Experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas» (enero del 2008); «La experiencia del Eurosistema con las operaciones de ajuste al final del período de mantenimiento de reservas» (noviembre del 2006); «Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema» (febrero del 2005) y «Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema» (agosto del 2003), y también el recuadro 1 titulado «Publicación de la adjudicación de referencia de las operaciones principales de financiación» (abril del 2004). Para información más general, véase «Documentación General sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema» (BCE), modificada el 20 de septiembre de 2007.

2 El Eurosistema acepta como garantías admisibles una amplia gama de activos, incluidos la deuda pública, los valores de renta fija privada, los instrumentos tipo *Pfandbrief*, los bonos simples de entidades de crédito, los bonos de titulización y los créditos. Los distintos tipos de garantías están sujetos a diferentes recortes. En general, el sistema de activos de garantía del Eurosistema ha permitido atenuar el riesgo de financiación de las entidades de contrapartida durante el período de turbulencias al facilitarles el acceso al crédito del banco central.

ma de promedio a lo largo de cada período de mantenimiento de reservas. Aunque son variables, estos períodos son de un mes aproximadamente.

Con estos instrumentos, el Eurosistema pone en práctica las decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno del BCE, es decir, gestiona la situación de liquidez en el mercado monetario de la zona del euro, a fin de mantener los tipos de interés interbancarios a muy corto plazo en niveles lo más próximos posible al tipo de interés oficial decidido por el Consejo de Gobierno. Para poder seguir cumpliendo este objetivo durante el reciente período de volatilidad en los mercados financieros, que trajo consigo un cambio en el patrón de la demanda de liquidez de las entidades de crédito, el Eurosistema ha ajustado el calendario y el vencimiento de sus operaciones de mercado abierto, pero no ha introducido cambios en las otras categorías de instrumentos de su marco operativo.

En el presente artículo se analiza cómo ha utilizado el Eurosistema las operaciones de mercado abierto en el reciente período de volatilidad de los mercados financieros. En la sección 2 se describe cómo se realizan dichas operaciones, en el contexto de las facilidades permanentes y de las exigencias de reservas, para aplicar la política monetaria, es decir, para alcanzar el objetivo de mantener los tipos de interés interbancarios a muy corto plazo en niveles lo más próximos posible al tipo de interés oficial decidido por el Consejo de Gobierno. En la sección 3 se analiza el contagio de las turbulencias al mercado monetario de la zona del euro y sus repercusiones en la demanda de liquidez de las entidades de crédito, y en la sección 4 se describe y evalúa la forma en que ha respondido el Eurosistema en estas circunstancias a través de las opera-

ciones de mercado abierto. Finalmente, en la sección 5, se presentan las conclusiones.

## 2 CÓMO APLICA EL EUROSISTEMA LA POLÍTICA MONETARIA

El Eurosistema distingue claramente, por un lado, las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE sobre la orientación de la política monetaria y, por el otro, la puesta en práctica de estas decisiones mediante instrumentos de política monetaria (véase recuadro 1)<sup>3</sup>. En el contexto de su estrategia de política monetaria, y para cumplir la misión que tiene encomendada, el Consejo de Gobierno realiza periódicamente una evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios basándose en sus análisis económicos y monetarios. Con la información obtenida a partir de esos análisis, fija los niveles de los principales tipos de interés del BCE, que servirán para mantener la estabilidad de precios a medio plazo. El Comité Ejecutivo del BCE pone en práctica esas decisiones. Esta clara separación entre la decisión respecto a la orientación de la política monetaria y su ejecución, junto con la estrategia de comunicación del BCE orientada a la transparencia, reduce el riesgo de que los agentes económicos perciban erróneamente la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario interbancario, provocada por fluctuaciones transitorias e imprevisibles de la demanda y la oferta de liquidez, como una señal de política monetaria del Eurosistema. Dicha separación ha sido especialmente importante durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros, en el que los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo han sido, en ocasiones, muy volátiles.

3 Esta separación se reforzó en el 2004 con los cambios que se introdujeron en el marco operativo. Desde entonces, no se ha producido ninguna interacción directa entre las variaciones de los principales tipos de interés del BCE y los movimientos de los tipos de interés a muy corto plazo durante un período de mantenimiento de reservas, porque cualquier variación de los tipos oficiales no entra en vigor sino hasta el inicio del siguiente período de mantenimiento. No obstante, el Consejo de Gobierno tiene la potestad de modificar dichos tipos en cualquier momento.

## Recuadro I

**SEPARACIÓN ENTRE LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA Y LAS OPERACIONES DE LIQUIDEZ**

El BCE ha mantenido una clara distinción entre, por una parte, las decisiones relativas a los tipos de interés adoptadas para mantener la estabilidad de precios (es decir, la determinación de la orientación de la política monetaria) y, por otra parte, las decisiones en materia de liquidez adoptadas al poner en práctica la mencionada orientación.

En circunstancias «normales», mantener esta distinción ayuda a asegurar que los participantes en el mercado y el público en general no malinterpreten las intenciones de los responsables de la política monetaria, y sirve para aislar las señales de la orientación de la política monetaria del impacto que las interferencias (en ocasiones, inevitables) introducidas por los movimientos de liquidez tienen sobre los tipos de interés a muy corto plazo. En concreto, son inevitables los errores en la previsión de los factores autónomos (como la demanda de billetes) y, en consecuencia, las decisiones de adjudicación en las operaciones de financiación regulares del Eurosistema no satisfacen con precisión las necesidades de liquidez de las entidades de contrapartida. El marco operativo para la instrumentación de la política monetaria introducido por el Eurosistema en 1999 ha logrado mantener esta distinción. Ha podido señalar con claridad la orientación de la política monetaria, evitando así incertidumbres y errores de interpretación susceptibles de generar volatilidad en el mercado monetario, que podría haberse transmitido a la economía en general.

Mantener la distinción entre las decisiones sobre la orientación de la política monetaria y las operaciones de liquidez puede ser incluso más importante en épocas de tensiones en los mercados, especialmente si dichas tensiones afectan de manera significativa al mercado monetario (como ha ocurrido con las recientes turbulencias de los mercados financieros). En esas circunstancias, puede ser necesario gestionar la liquidez de forma más activa, con el fin de contribuir al funcionamiento del mercado monetario y controlar los tipos a muy corto plazo del mercado monetario, manteniéndolos en niveles cercanos al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Si no existiera una separación clara entre las decisiones de política monetaria y las de gestión de la liquidez, aumentarían considerablemente las posibilidades de que el mercado malinterpretara las intenciones de la política monetaria, en detrimento de una señalización y una transmisión efectivas de su orientación.

Si bien las decisiones de política monetaria y las operaciones de liquidez deben mantenerse separadas para garantizar la señalización clara de la orientación de la política monetaria y su transmisión efectiva, las decisiones adoptadas en estas dos áreas se refuerzan mutuamente de forma natural.

Por una parte, el funcionamiento ordenado del mercado monetario es de vital importancia para la transmisión de los tipos de interés oficiales a la economía, en general, y al nivel de precios, en particular. La experiencia reciente demuestra que las perturbaciones en el mercado monetario pueden interferir fácilmente en la transmisión de la política monetaria. Por lo tanto, los bancos centrales deberían contribuir al buen funcionamiento de los mercados financieros, en general, y de los mercados monetarios, en particular. Como se indica en el texto principal, las operaciones de mercado abierto pueden ayudar en este sentido. Sin embargo, también es importante reconocer que existen límites a la capacidad de los bancos centrales para garantizar que los mercados actúen de una forma concreta. En definitiva, el funcionamiento fluido del mercado monetario depende principalmente del comportamiento y de la confianza de los participantes.



Por otra parte, la situación del mercado monetario influye en las condiciones de financiación más generales y, por lo tanto, afecta a las decisiones de gasto de los hogares y de las empresas, y, en última instancia, a la evolución del nivel de precios. Por este motivo, para adoptar decisiones de política monetaria sobre el nivel adecuado de los tipos de interés, hay que tener en cuenta la situación del mercado monetario, dentro de la evaluación detallada que realiza el Consejo de Gobierno en sus análisis económicos y monetarios periódicos.

El comportamiento de los tipos de interés a muy corto plazo en circunstancias «normales» no ofrece dudas en cuanto a su interpretación, ya que los tipos de las dos facilidades permanentes constituyen un corredor y, por lo tanto, limitan la volatilidad del tipo de interés a un día. Además, la posibilidad de promediar las reservas durante un período de mantenimiento significa que el hecho de mantener liquidez en cuenta corriente en el banco central un día es un sustituto (casi) perfecto de mantenerla cualquier otro día durante dicho período. Con ello se facilita la estabilización de los tipos de interés a muy corto plazo porque las fluctuaciones diarias de la situación de liquidez pueden suavizarse a lo largo del período. El último día del período de mantenimiento, cuando ya no es posible promediar las reservas, la situación de liquidez determinará el tipo de interés a un día. En la medida en que se alcance «una situación equilibrada de liquidez» (es decir, que haya las mismas probabilidades de que se produzca un déficit o un exceso de liquidez, que sería necesario compensar recurriendo a las facilidades permanentes al final del período de mantenimiento y, por ende, también habría las mismas probabilidades de recurrir a la facilidad marginal de crédito que a la facilidad de depósito), el tipo de interés a un día permanecerá, en ese día, en niveles cercanos al tipo mínimo de puja. Este actúa como un ancla para el tipo a un día en los días precedentes, consiguiendo, de este modo, que los tipos de interés a corto plazo se sitúen cerca del tipo oficial durante todo el período de mantenimiento de reservas.

Hasta la fecha, en sus operaciones principales de financiación (OPF) semanales, el BCE ha adjudicado normalmente al sistema bancario un volumen de liquidez muy próximo a la adjudicación de referencia<sup>4</sup>, que se define como la cantidad que permite a las entidades de contrapartida cumplir sin problemas sus exigencias de reservas manteniendo, en términos agregados, el mismo nivel de saldos en

cuenta corriente en el banco central cada día del período de mantenimiento de reservas. Para determinar la adjudicación de referencia se tienen en cuenta todos los elementos que influyen en la situación de liquidez que se conocen en el momento de la adjudicación, es decir, la liquidez que ya se ha proporcionado a través de otras operaciones de mercado abierto y las predicciones del BCE respecto a los factores autónomos y al exceso de reservas (definido como la demanda de reservas de las entidades de crédito por encima de las reservas requeridas). Antes de que se iniciaran las turbulencias en los mercados financieros, el hecho de adjudicar cantidades próximas a la adjudicación de referencia se traducía, normalmente, en una situación equilibrada de liquidez en el mercado monetario a muy corto plazo y en un tipo de interés a un día cercano al tipo mínimo de puja.

Además, como el BCE trata normalmente de equilibrar la situación de liquidez, desde octubre del 2004, viene realizando habitualmente una operación de ajuste el último día del período de mantenimiento. Con este enfoque se respaldan las expectativas a priori del mercado de que el tipo de interés a un día se sitúe, en el último día del período, en el punto medio del corredor que forman los tipos de interés de las facilidades permanentes (es decir, en el tipo mínimo de puja), que, como se mencionó anteriormente, ancla el EONIA<sup>5</sup>, en momentos anteriores del período de mantenimiento, en un nivel próximo al tipo de interés oficial.

4 Véase el recuadro 1 titulado «Publicación de la adjudicación de referencia de las operaciones principales de financiación», en el Boletín Mensual de abril del 2004.

5 El tipo de interés de referencia utilizado generalmente para los depósitos en euros a un día es el «índice medio del tipo del euro a un día» (EONIA), que se calcula como media ponderada de todas las operaciones de préstamo a un día sin garantía en el mercado interbancario iniciadas dentro de la zona del euro por un conjunto de 43 entidades de crédito participantes.



Las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) proporcionan liquidez normalmente por un período de tres meses para satisfacer las necesidades de las entidades de contrapartida de obtener financiación del Eurosistema a un plazo más largo que una semana. En general, en estas operaciones, el Eurosistema no trata de enviar señales al mercado, sino que actúa normalmente como aceptante de tipos de interés. Por consiguiente, las OFPML se llevan a cabo, habitualmente, mediante subastas a tipo de interés variable con anuncio previo del importe de adjudicación. A veces, el BCE indica el volumen de la operación que se adjudicará en las próximas subastas. El Eurosistema podría también ejecutar este tipo de operaciones mediante subastas a tipo de interés fijo o sin anuncio previo del importe de adjudicación.

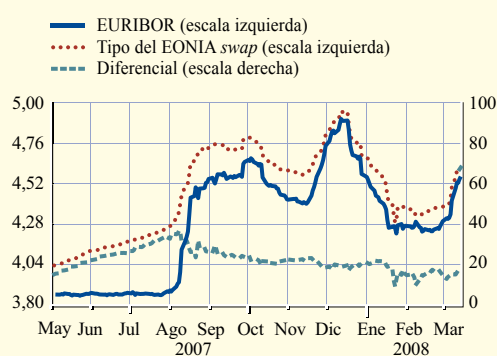
Finalmente, en lo que respecta al tamaño de las operaciones de financiación del Eurosistema, el saldo vivo ascendió, en promedio, a unos 450 mm de euros en el 2007, que corresponden a necesidades de liquidez atribuibles casi en su totalidad a las exigencias de reservas y al efecto de drenaje de liquidez de los factores autónomos. Por sus características estructurales, estos dos componentes son mucho mayores que en otras áreas monetarias, lo que significa que las operaciones de mercado abierto del Eurosistema son, con diferencia, mayores que las de los otros principales bancos centrales.

### 3 VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DEMANDA DE LIQUIDEZ DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Las turbulencias financieras en los mercados financieros, que se iniciaron en el segmento de riesgo (*subprime*) del mercado hipotecario estadounidense, se propagaron al mercado monetario de la zona del euro el 9 de agosto de 2007. Debido a la adversa evolución de la situación en Estados Unidos, los bancos se enfrentaron al riesgo de tener que proporcionar financiación a vehículos de inversión estructurada que habían invertido en valores garantizados con activos inmobiliarios o reabsorberlos en sus balances. Por consiguiente, se sintieron cada vez más preocupados por su situación de liquidez y por sus balances. Además, a

Gráfico 1 Diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el tipo del EONIA swap

(en porcentaje; puntos básicos)



Fuentes: BCE y Bloomberg.

medida que el número de bancos que declaraban riesgos frente al mercado de hipotecas *subprime* de Estados Unidos continuó aumentando, las entidades de crédito se mostraron cada vez más reacias a proporcionar fondos a otras entidades en el mercado interbancario por la inquietud que suscitaba su solvencia. A medida que muchas de las estimaciones iniciales de los riesgos de los bancos (y, consecuentemente, la necesidad de reconocer las minusvalías correspondientes) tuvieron que revisarse al alza, se generó un clima general de desconfianza e incertidumbre. Ello causó una escalada de las percepciones de los bancos respecto al riesgo crediticio (es decir, el riesgo de pérdidas asociadas a la morosidad) y al riesgo de financiación (es decir, al riesgo de no poder obtener la liquidez necesaria para atender los pagos o hacerlo únicamente a un coste desproporcionado para la calidad crediticia de las entidades). En los primeros días de las turbulencias, esto se tradujo en un acaparamiento de liquidez y en una progresiva caída de la actividad del mercado monetario interbancario, que sólo se corrigió en parte con la posterior intervención de los bancos centrales. En algunos periodos, se interrumpió en gran medida la concesión de préstamos bancarios sin garantía, especialmente en los plazos más largos. Un posible indicador de las dificultades que experimentó el mercado monetario a plazo es el diferencial entre los tipos de interés de los *swaps* y de los depósitos a tres meses (véanse gráfico 1 y recuadro 2).

## Recuadro 2

### EL DIFERENCIAL ENTRE EL TIPO DE DEPÓSITO Y EL TIPO SWAP COMO INDICADOR DE LAS TENSIONES EN EL MERCADO MONETARIO

En relación con el mercado monetario interbancario, para interpretar el diferencial entre el tipo de depósito (representado en este recuadro por el EURIBOR a tres meses) y el tipo del EONIA *swap* al mismo plazo, deben realizarse las siguientes puntualizaciones sobre los factores que determinan ambos tipos.

En primer lugar, el tipo de depósito es el precio para obtener crédito y liquidez de forma irrevocable durante un período de tiempo determinado, sin aportación de activos de garantía. Por lo tanto, este tipo de interés contiene una prima de riesgo de contraparte, una prima de riesgo de liquidez y una prima por plazo de vencimiento relacionada con la incertidumbre acerca de la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo. En segundo lugar, el tipo del EONIA *swap* es el tipo fijo que las entidades de crédito están dispuestas a pagar a cambio de recibir el tipo EONIA medio, calculado durante la vigencia del contrato. Por tanto, el tipo *swap* refleja las mismas primas de riesgo que los tipos previstos de los depósitos a un día (para los que el EONIA es un tipo de referencia), que también incluyen un componente de liquidez y de crédito. Sin embargo, el riesgo medio de prestar financiación mediante depósitos a un día es despreciable en comparación con el de los depósitos a largo plazo, porque los primeros pueden adaptarse diariamente a las nuevas circunstancias. Por consiguiente, cuando aumenta la percepción del riesgo de crédito y de liquidez entre las entidades de crédito, el tipo del EONIA *swap* experimenta una reacción mucho menor que el tipo de depósito. Por ello, el diferencial entre los dos tipos puede utilizarse como indicador de las primas totales por riesgo de liquidez y de crédito en el mercado monetario<sup>1</sup>.

Sin embargo, es difícil afirmar que un aumento del diferencial refleje un incremento del riesgo de liquidez o del riesgo de crédito, que están estrechamente relacionados y no son fáciles de disociar. No obstante, el hecho de que los dos riesgos tiendan a subir juntos, y dado que existe información anecdótica que apunta a que algunas entidades parecen haber perdido totalmente su acceso a la liquidez en el mercado monetario sin garantías a plazos superiores a unas semanas, sugiere que el diferencial estuvo determinado, en cierta medida, por la evolución del riesgo de liquidez.

<sup>1</sup> Otra diferencia la constituye el hecho de que los tipos EURIBOR se fijan a las 11:00h, mientras que los tipos del EONIA *swap* se recogen a las 18:30h. Por lo tanto, el diferencial entre ambos tipos también refleja las variaciones de la curva de rendimientos entre estos momentos del día.

El elevado riesgo de liquidez percibido por los bancos durante el período de turbulencias en los mercados financieros tuvo dos repercusiones importantes para la gestión de la liquidez del Euro-sistema. En primer lugar, las entidades de crédito recurrieron cada vez más a la liquidez del Euro-sistema, ya que habían dejado de tener acceso a la liquidez del mercado interbancario o sólo podían hacerlo pagando un precio muy alto. Como consecuencia, se observó un notable incremento en los tipos de interés de las subastas de las OPF y de las

OPFML en comparación con los tipos del EONIA *swap* para los mismos plazos. En segundo lugar, los patrones de demanda de liquidez de los bancos parecieron cambiar en la medida en que éstos prefirieron cumplir sus exigencias de reservas en una fecha relativamente temprana del período de mantenimiento de reservas. Manteniendo reservas en los primeros días del período, las entidades de crédito redujeron la necesidad de obtener liquidez en fechas posteriores. Así, se atenuó el principio de la (casi) perfecta sustituibilidad de la liquidez, que

normalmente es válido para cualquier par de días de un período de mantenimiento en un sistema de de reservas mínimas con cumplimiento en términos medios, y, consecuentemente, el tipo de interés a un día se tornó más volátil.

#### 4 OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DURANTE EL PERÍODO DE TURBULENCIAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

En las circunstancias descritas anteriormente, el BCE prestó mucha atención al funcionamiento general del mercado monetario tanto a corto plazo como a plazos más largos. Desde el primer día en que las turbulencias afectaron al mercado monetario de la zona del euro, el BCE llevó a cabo varias operaciones de financiación adicionales, al principio a plazos muy cortos (un día) y, posteriormente, también a plazos más largos (tres meses). A este respecto, hay que tener presente que un banco central no puede controlar directamente la evolución de un diferencial como el que existe entre el EURIBOR a tres meses y el tipo del EONIA *swap*, debido a la incidencia de factores que trascienden el ámbito de influencia de la institución, en particular el componente de riesgo crediticio. De forma más general, el BCE siempre ha subrayado que no se puede esperar que los bancos centrales resuelvan los problemas fundamentales más específicos de cada banco y de los mercados de crédito. No obstante, la prima de riesgo de liquidez refleja, al menos en parte, la paralización del mercado monetario —especialmente, a los plazos más largos,— en el que el banco central tiene cierto margen de maniobra para potenciar el acceso de los bancos solventes a la liquidez. Por lo tanto, la contribución del Eurosistema durante el período de volatilidad de los mercados financieros ha consistido en seguir controlando la situación de liquidez en términos agregados, para respaldar el proceso de gestión de la liquidez de las entidades de crédito a lo largo del tiempo. Lo mejor que puede hacer un banco central para contrarrestar el aumento del riesgo de liquidez en los plazos más largos es contribuir a restablecer el funcionamiento fluido del mercado monetario a muy corto plazo y comunicar este objetivo y actuar en consecuencia con él a lo largo del tiempo.

Gráfico 2 Reservas requeridas: cumplimiento en circunstancias «normales»

(mm de euros: período de mantenimiento comprendido entre el 11 de julio y el 7 de agosto de 2007)



Fuente: BCE.

#### 4.1 RESUMEN DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS

En un contexto de aumento del riesgo de liquidez, y para hacer frente a los cambios en el perfil de la demanda de liquidez de algunas entidades de crédito, el BCE respaldó el acceso de los bancos a la liquidez y al funcionamiento general del mercado monetario ajustando (i) la distribución de la oferta de liquidez dentro del período de mantenimiento de reservas y (ii) la forma en que se adjudicaba la liquidez al sistema bancario.

Para hacer frente a los cambios en el perfil de la demanda de liquidez de las entidades de crédito durante el período de mantenimiento de reservas, el BCE ajustó la distribución de la liquidez incrementando la oferta al comienzo del período y reduciéndola más adelante, de modo que la oferta media de liquidez se mantuviera estable. De hecho, antes de que se produjeran las turbulencias, los saldos de reservas se mantuvieron prácticamente en los niveles correspondientes a las exigencias (en el gráfico 2 se presentan los saldos del último período de mantenimiento anterior al comienzo de las turbulencias en los mercados financieros), mientras que, durante las turbulencias, se situaron con creces por encima de dichos niveles en los primeros días del período de mantenimiento y muy por debajo de los mismos en la última parte

del período (véanse, en el gráfico 3, los saldos correspondientes al primer período de mantenimiento coincidente con las turbulencias).

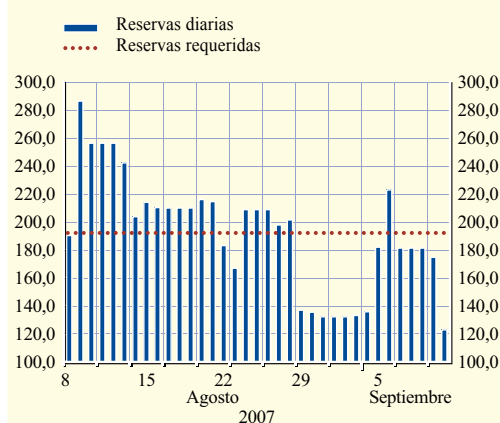
Considerando la definición técnica de la adjudicación de referencia, se deduce que esta forma de proporcionar liquidez, que puede denominarse «distribución anticipada», se realiza adjudicando volúmenes de liquidez significativamente más altos que el importe de referencia en los primeros días del período de mantenimiento y reduciendo luego, gradualmente, los importes adjudicados por encima de la referencia en las OPF posteriores.

La forma en que se adjudicó la liquidez al sistema bancario incluía las siguientes medidas: (i) a falta de una estimación precisa de los cambios en el perfil de la demanda de liquidez por parte de los bancos, especialmente al inicio de las turbulencias, el BCE recurrió con mayor frecuencia que en circunstancias «normales» a las operaciones de ajuste, tanto para inyectar liquidez adicional por encima de la adjudicación de referencia proporcionada en las OPF, como para drenar el exceso de liquidez, en la medida necesaria para mantener el EONIA en un nivel próximo al tipo mínimo de puja; (ii) se amplió el plazo medio de las operaciones de mercado abierto, principalmente realizando OFPML complementarias, lo que permitió a las entidades de contrapartida reducir su necesidad futura de liquidez, es decir su «desequilibrio de liquidez», que son medidas convencionales del riesgo de liquidez; (iii) en dos ocasiones se aplicó un procedimiento especial de subasta con adjudicación plena, pues se estimó más eficiente dejar que el mercado determinara el importe exacto de adjudicación.

Ninguna de estas medidas representa un cambio estructural en el marco operativo para la ejecución de la política monetaria del Eurosistema. Además, durante todo el período de turbulencias en los mercados financieros, el BCE comunicó las intenciones de su política de liquidez y explicó las medidas adoptadas mediante notas de prensa y declaraciones en los servicios electrónicos de información<sup>6</sup>, así como a través de sus principales cauces de comunicación (por ejemplo, conferen-

**Gráfico 3 Reservas requeridas: cumplimiento durante las turbulencias de los mercados financieros**

(mm de euros: período de mantenimiento comprendido entre el 8 de agosto y el 11 de septiembre de 2007)



Fuente: BCE.

cias de prensa, discursos, el Boletín Mensual del BCE, etc.). De la misma manera, durante este período, resultaron especialmente útiles los contactos permanentes que mantiene el Eurosistema con los participantes en los mercados, que le permiten recibir información sobre acontecimientos específicos y sobre el clima imperante en los mercados

## 4.2 EXAMEN CRONOLÓGICO DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS

### COMIENZOS DIFÍCILES: AGOSTO Y SEPTIEMBRE DEL 2007

Cuando, en la mañana del 9 de agosto, quedó claro que existía un riesgo inminente de paralización en el mercado monetario de la zona del euro y el tipo de interés a un día se elevó hasta el 4,60%, el BCE publicó un comunicado en el que expresaba su voluntad de contribuir a una situación ordenada de dicho mercado. Unas horas más tarde, realizaba una operación de ajuste por la que inyectó liquidez en el mercado a plazo de un día mediante una subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena de todas las pujas. En los días siguientes, se mantuvo la presión al alza sobre el tipo de interés a un

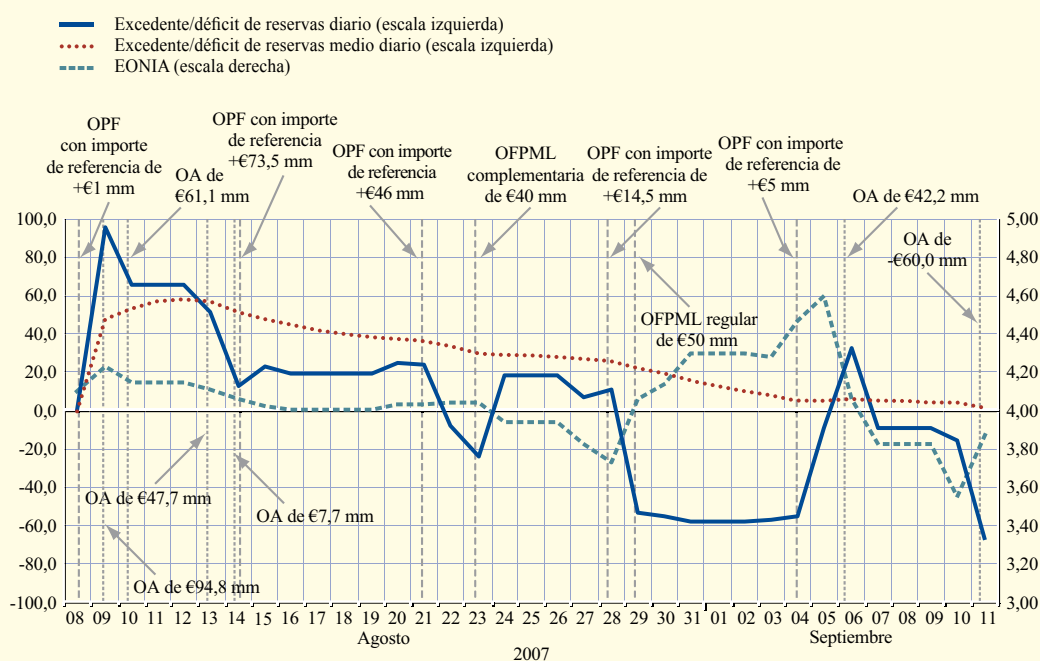
<sup>6</sup> Véanse más detalles en <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/communication.en.html>.

día por la renuencia de las entidades de contrapartida a prestar liquidez y por su temor a necesitar liquidez de forma imprevista. Por consiguiente, el BCE llevó a cabo otras tres operaciones de ajuste, cada una de ellas a plazo de un día, por importes progresivamente menores. Sin embargo, a diferencia de la primera, se realizaron mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja. Junto con la siguiente OPF en la que se adjudicaron 73,5 mm de euros por encima del importe de referencia, estas operaciones de ajuste permitieron estabilizar durante algún tiempo los tipos de interés a muy corto plazo. En las OPF siguientes, el BCE redujo gradualmente las adjudicaciones desde los niveles históricamente altos, por encima del importe de referencia, para que los excesos de reservas de las entidades de crédito pudieran reabsorberse antes de que concluyera el período de mantenimiento. Un inconveniente de este enfoque de inyección de liquidez fue que, durante casi una se-

mana, se produjo un abultado déficit diario de reservas —la diferencia entre los saldos en cuenta corriente y las exigencias de reservas— de alrededor de 60 mm de euros, que redujo el colchón de seguridad que normalmente brinda el sistema de reservas mínimas obligatorias y dio lugar a un acusado incremento del EONIA, especialmente el último día de negociación de agosto (es decir, el día de presentación de información de final de mes en el que las entidades de crédito habitualmente desean una mejor apariencia de sus balances). Tras la última OPF del período de mantenimiento, el tipo de interés a un día suele ser más sensible a las diferencias entre la adjudicación efectivamente realizada y el importe de referencia. La adjudicación de 5 mm de euros por encima de dicho importe fue muy amplia a escala histórica. Sin embargo, el tipo de interés a un día se elevó de forma acusada tras la adjudicación, de modo que, al día siguiente, el BCE realizó otra operación de ajuste para inyectar liquidez.

Gráfico 4 Medidas del BCE, reservas y el EONIA durante el período de mantenimiento comprendido entre el 8 de agosto y el 11 de septiembre de 2007

(mm de euros; en porcentaje)



Fuente: BCE.

Notas: El excedente/déficit de reservas diario es la diferencia entre las reservas mantenidas por las entidades de crédito en cuentas corrientes en los BCN y las exigencias de reservas mínimas diarias; el excedente/déficit de reservas medio diario es el promedio de los excedentes/déficit de reservas diarios registrados desde el comienzo del período de mantenimiento. OA corresponde a «operación de ajuste».

Como la actividad en el mercado monetario a plazo más largo siguió siendo limitada, especialmente en lo que se refiere a los préstamos sin garantías, el 22 de agosto, el BCE llevó a cabo una OFPML complementaria mediante una subasta a tipo de interés variable. Esta operación tenía por objeto potenciar en mayor medida el acceso de las entidades de crédito a la financiación a plazo más largo y estimular la actividad del mercado mediante la consiguiente redistribución de la adjudicación agregada entre dichas entidades. El objetivo de ambos factores era mejorar el funcionamiento del mercado monetario a muy corto plazo y, por ende, controlar mejor el EONIA. Esta operación complementaria no afectó al principio de que la liquidez total proporcionada debe mantenerse estable, ya que en las OPF siguientes los importes se redujeron en consecuencia. Así, el BCE modificó efectivamente el perfil de vencimientos de sus operaciones vivas de financiación, dando una importancia mayor a las operaciones a tres meses.

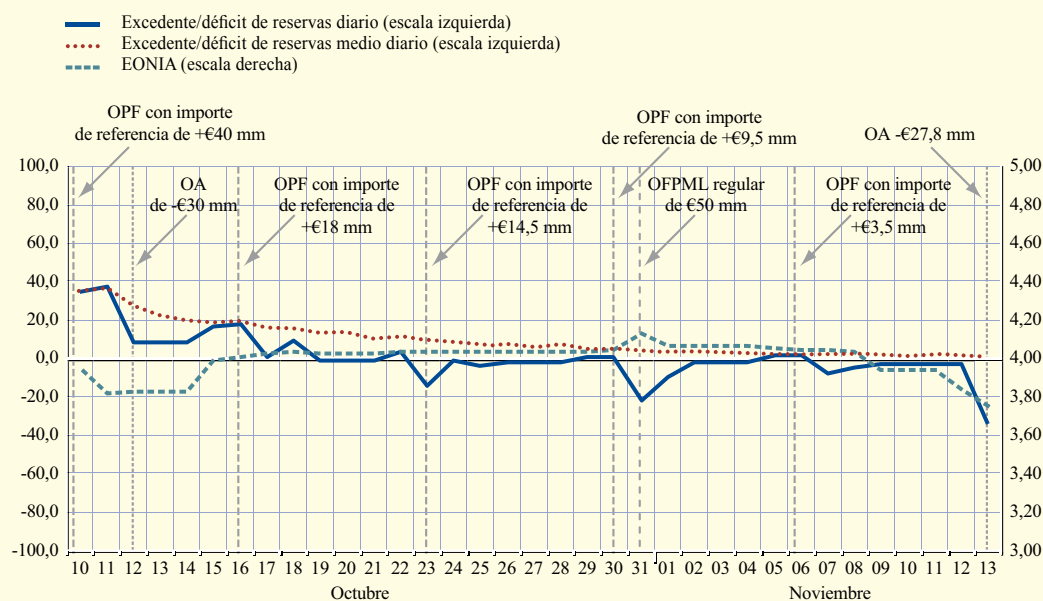
En general, este período de fuertes tensiones se caracterizó por el uso excepcionalmente activo de las

operaciones de mercado abierto, que sirvieron eficazmente para controlar el nivel medio del EONIA (4,05%), aunque no pudieron evitar un nivel comparativamente alto de volatilidad. En el gráfico 4 se resumen las operaciones de mercado abierto del BCE y la evolución de las reservas mantenidas y del EONIA durante el primer período de mantenimiento de reservas coincidente con las turbulencias en los mercados financieros (8 de agosto a 11 de septiembre de 2007).

En el período de mantenimiento siguiente (12 de septiembre a 9 de octubre de 2007), el BCE aplicó un enfoque bastante similar, adjudicando un notable exceso de liquidez al comienzo del período, que fue reabsorbido en las semanas siguientes reduciendo el exceso de adjudicación que se otorgaba por encima del importe de referencia. Una vez más, el nivel medio del EONIA (3,93%) se situó próximo al tipo de interés oficial, aunque continuó siendo más bien volátil, debido en parte a que se tardó cierto tiempo en cuantificar el cambio en el perfil de la demanda de liquidez de las entidades de crédito.

**Gráfico 5 Medidas del BCE, reservas y el EONIA durante el período de mantenimiento comprendido entre el 10 de octubre y el 13 de noviembre de 2007**

(mm de euros; en porcentaje)



Fuente: BCE.

Notas: El excedente/déficit de reservas diario es la diferencia entre las reservas mantenidas por las entidades de crédito en cuentas corrientes en los BCN y las exigencias de reservas mínimas diarias; el excedente/déficit de reservas medio diario es el promedio de los excedentes/déficit de reservas diarios registrados desde el comienzo del período de mantenimiento. OA corresponde a «operación de ajuste».



A pesar de la liquidez adicional proporcionada en agosto a un plazo de tres meses, ésta siguió siendo limitada en los segmentos de más largo plazo del mercado monetario y el BCE llevó a cabo otra OFPML complementaria. En esta operación no se estableció con antelación el importe que habría de adjudicarse y se realizó mediante una subasta a tipo de interés variable, lo que permitió al BCE tener en cuenta la información adicional respecto a la demanda de las entidades de crédito contenida en la lista de pujas, es decir, los tipos de interés y las cantidades de las pujas presentadas. La lista de pujas reveló que, en general, el sistema bancario todavía estaba dispuesto a pagar una prima elevada para obtener financiación del Eurosistema a un plazo de tres meses, siendo el tipo medio ponderado (4,52%) mucho más alto que el de la OFPML realizada antes de que se iniciaran las turbulencias (4,20%).

#### SEÑALES DE MEJORA: OCTUBRE Y NOVIEMBRE DEL 2007

El siguiente período de mantenimiento (10 de octubre a 13 de noviembre de 2007, véase gráfico 5) casi marcó una vuelta a la normalidad en lo que respecta a la volatilidad del tipos de interés a un día y a la política de liquidez, ya que la demanda de liquidez fue más estable, debido a ciertas mejoras en la situación general de los mercados financieros, y probablemente también a la política reforzada de provisión de liquidez del BCE, que se anunció el 8 de octubre, antes del inicio del período de mantenimiento. En la primera OPF del período, el BCE adjudicó una cantidad notablemente superior al importe de referencia. Como la liquidez resultó demasiado holgada y los tipos de interés experimentaron una significativa caída, parte del exceso de liquidez se absorbió mediante una operación de ajuste y, posteriormente, los tipos de interés a muy corto plazo se estabilizaron en un nivel cercano al 4%. En las siguientes OPF, en las que se redujo progresivamente el exceso sobre la adjudicación de referencia, el BCE decidió proporcionar un nivel de liquidez que la institución consideró más bien ligeramente holgado, para evitar que los tipos de mercado a muy corto plazo marcasen un máximo. Con el anuncio citado y la aplicación de esta política de liquidez se logró notablemente estabilizar los tipos de interés a muy corto plazo en un nivel próximo al tipo mínimo de puja.

En el siguiente período de mantenimiento (14 de noviembre a 11 de diciembre de 2007), se renovaron las presiones al alza sobre los tipos de interés a muy corto plazo antes de finales de noviembre y del final del año, al mostrarse las entidades de crédito especialmente preocupadas por asegurarse sus tenencias de liquidez. En vista de ello, el BCE incrementó la cantidad adjudicada por encima del importe de referencia y, así, llevó el tipo de interés a un día de vuelta a niveles cercanos al tipo mínimo de puja en los días siguientes. A la última adjudicación del período de mantenimiento le siguió un descenso relativamente acusado del tipo de interés a un día, y el BCE absorbió parcialmente el exceso de liquidez en una operación de ajuste, manteniendo todavía un excedente, que se absorbió con otra operación de ajuste el último día del período. Con ello se estabilizaron los tipos de interés a muy corto plazo en niveles más próximos al tipo mínimo de puja, aunque todavía un poco por debajo de éste.

Finalmente, para consolidar aún más los avances realizados en la normalización del mercado monetario de la zona del euro, el BCE decidió renovar las dos OFPML complementarias, que vencían el 23 de noviembre y el 12 de diciembre, en ambos casos mediante subastas a tipo de interés variable con un importe de 60 mm de euros fijado con antelación.

#### LAS TENSIONES DE FINAL DE AÑO: DICIEMBRE DEL 2007

Al aproximarse el fin de año, reaparecieron las tensiones y, en el período de mantenimiento comprendido entre el 12 de diciembre de 2007 y el 15 de enero de 2008, fue necesario adoptar de nuevo un enfoque más activo (véase gráfico 6). Para tranquilizar a los participantes en los mercados respecto al compromiso de garantizar un funcionamiento fluido del mercado monetario, el BCE anunció, el 30 de noviembre, que, con carácter excepcional, alargaría el plazo de la penúltima OPF del año a dos semanas, lo que permitiría cubrir los días de Navidad y el fin de año.

A pesar de este anuncio y de la holgada adjudicación de liquidez en la primera OPF del período de mantenimiento, y a diferencia del comportamiento observado en años anteriores, la prima que las



entidades de crédito tuvieron que adelantar para obtener liquidez el último día del año no se redujo a medida que se aproximaba el fin de año. Por ejemplo, el EURIBOR a dos semanas se situaba el 17 de diciembre —el primer día en el que cubría el fin de año— en un nivel del 4,95%, es decir, próximo al tipo de interés de la facilidad marginal de crédito, lo que puso de manifiesto cuán tensa era la situación en el mercado monetario. Como medida adicional, el BCE anunció, en consecuencia, que en la OPF excepcional de dos semanas, cubriría todas las pujas que se realizaran al tipo medio ponderado de la OPF anterior (4,21%) o a un tipo superior a éste. Como resultado, el BCE adjudicó 348,6 mm de euros, es decir, 168,1 mm de euros por encima de la adjudicación de referencia. Grandes cantidades de este volumen adicional de liquidez se reabsorbieron posteriormente mediante varias operaciones de ajuste, en su mayoría al plazo de un día. El EONIA se mantuvo ligeramente por debajo del tipo mínimo puja, lo que reflejaba la

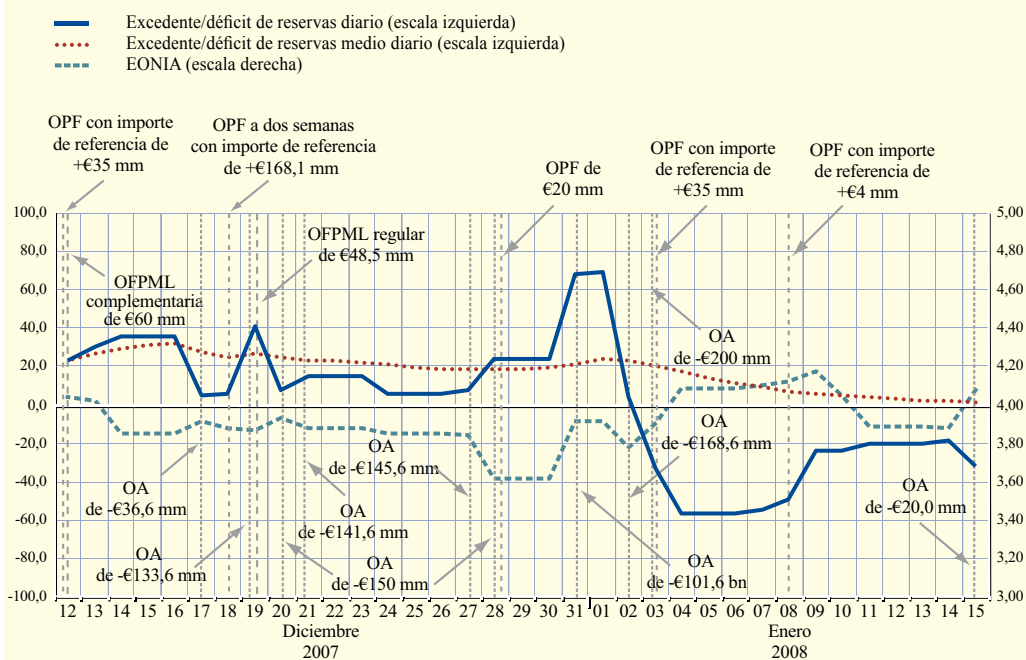
cómoda situación de liquidez de las entidades de crédito.

Poco después, se produjo una ligera insuficiencia de pujas en la OFPML regular. El volumen de las pujas presentadas fue de 1,5 mm de euros menos que la adjudicación de 50 mm de euros anunciada con anterioridad. Una vez más, esto indicaba la holgadísima situación de liquidez que siguió a la adjudicación de la OPF de dos semanas. Finalmente, a pesar que la adjudicación de referencia de la última OPF del año con vencimiento a una semana<sup>7</sup> era «negativa», se adjudicó un importe de 20 mm de euros para satisfacer la demanda residual de liquidez antes de que terminase el año.

7 El BCE explicó, el 27 de diciembre, que la adjudicación de referencia se calculó conforme al procedimiento habitual y que su valor negativo obedeció al hecho de que la OPF a dos semanas había establecido una situación de liquidez muy holgada para todo el período de dos semanas, una de las cuales se solapó con la OPF regular.

**Gráfico 6 Medidas del BCE, reservas y el EONIA durante el período de mantenimiento comprendido entre el 12 de diciembre de 2007 y el 15 de enero de 2008**

(mm de euros; en porcentaje)



Fuente: BCE.

Notas: El excedente/déficit de reservas diario es la diferencia entre las reservas mantenidas por las entidades de crédito en cuentas corrientes en los BCN y las exigencias de reservas mínimas diarias; el excedente/déficit de reservas medio diario es el promedio de los excedentes/déficit de reservas diarios registrados desde el comienzo del período de mantenimiento. OA corresponde a «operación de ajuste».

En promedio, el EONIA se situó en un nivel del 3,93% durante este período de mantenimiento. El último día de negociación del año, estuvo ligeramente por debajo del tipo de interés oficial por primera vez desde 1999.

Además, en el contexto de la cooperación internacional entre bancos centrales, el BCE anunció el 12 de diciembre que participaría en operaciones conjuntas con otros bancos centrales para hacer frente al aumento de las presiones en los mercados de financiación a corto plazo en dólares estadounidenses. Concretamente, el Eurosistema facilitaría financiación en dólares a las entidades de contrapartida del Eurosistema a cambio de garantías admisibles en sus operaciones de crédito. En dos operaciones del Eurosistema, se proporcionó financiación por un importe de 10 mm de dólares a un plazo de un mes aproximadamente. Las dos operaciones se llevaron a cabo a un tipo de interés fijo igual al tipo marginal de las subastas simultáneas realizadas por la Reserva Federal. Si bien es evidente que esta operación de financiación a plazo

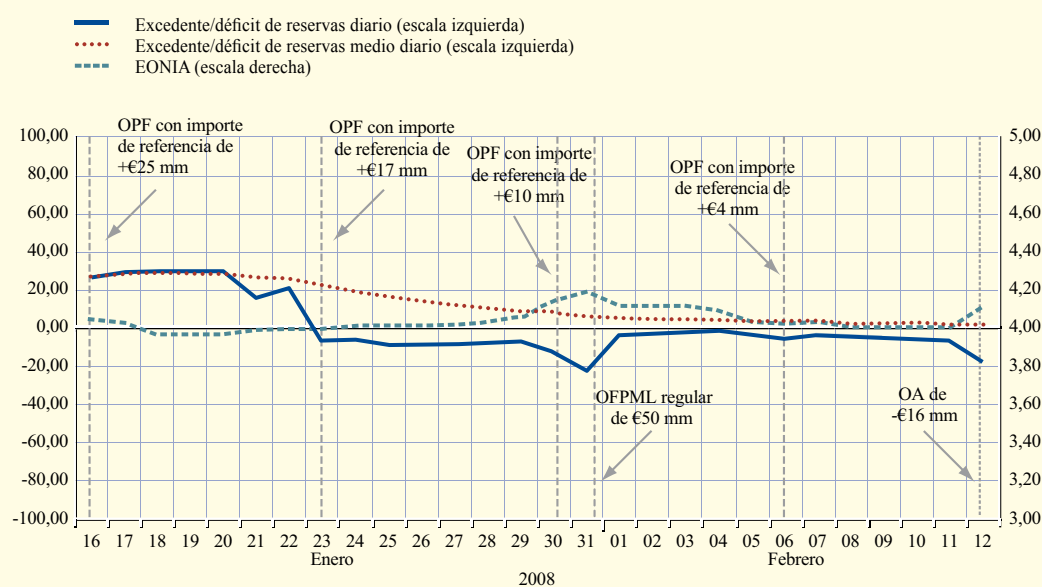
en dólares (*US Dollar Term Auction Facility*) no afectó directamente a la liquidez en euros, sí redujo las necesidades de dólares estadounidenses de las entidades de crédito y, por ende, también disminuyó probablemente la demanda asociada de liquidez en euros. Estas operaciones se renovaron en enero y marzo del 2008. Aunque la cooperación internacional entre bancos centrales ha sido muy habitual en el ámbito de los mercados de divisas, ésta ha sido la primera ocasión en que se ha producido una cooperación multilateral entre bancos centrales en relación con el mercado monetario, cuyo funcionamiento es clave para la ejecución de la política monetaria de un banco central.

#### A PESAR DE LAS MEJORAS, PERSISTIERON ALGUNAS TENSIONES: ENERO A MARZO DEL 2008

En el primer período de mantenimiento siguiente al final del año (16 de enero a 12 de febrero de 2008, véase gráfico 7), la situación del mercado monetario parecía bastante similar a la del período comprendido entre el 10 de octubre y el 13 de noviembre de 2007. Este último período sirvió, por

Gráfico 7 Medidas del BCE, reservas y el EONIA durante el período de mantenimiento comprendido entre el 16 de enero y el 12 de febrero de 2008

(mm de euros; en porcentaje)



Fuente: BCE.

Notas: El excedente/déficit de reservas diario es la diferencia entre las reservas mantenidas por las entidades de crédito en cuentas corrientes en los BCN y las exigencias de reservas mínimas diarias; el excedente/déficit de reservas medio diario es el promedio de los excedentes/déficit de reservas diarios registrados desde el comienzo del período de mantenimiento. OA corresponde a «operación de ajuste».

lo tanto, como punto de referencia para determinar la magnitud de la cantidad que habría que adjudicar por encima del importe de referencia en las OPF. El EONIA permaneció sorprendentemente estable durante todo el período de mantenimiento en un nivel muy próximo al tipo mínimo de puja, con la única excepción del máximo relativamente acusado que registró a finales de enero. No fue necesario realizar operaciones de ajuste, aparte de la operación regular del final del período.

Sin embargo, prevalecieron algunas presiones, como lo demostró, por ejemplo, el diferencial entre el tipo de interés EURIBOR a tres meses y el tipo del EONIA *swap*. Dicho diferencial se redujo sólo a algo menos de 40 puntos básicos, es decir, hasta un nivel mucho más alto que el observado antes de las turbulencias, que se situaba por debajo de los 10 puntos básicos. En consecuencia, el 7 de febrero, el BCE anunció que volvería a renovar las dos OFPML complementarias, cuyos vencimientos eran el 21 de febrero y el 13 de marzo.

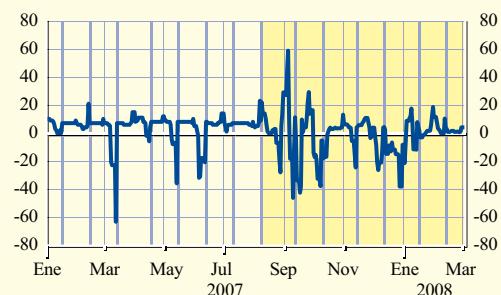
Durante el período de mantenimiento siguiente (13 de febrero a 11 de marzo de 2008), el EONIA se mantuvo estable en un nivel muy próximo al tipo mínimo de puja, situándose, en promedio, en el 4,03%. Al igual que en el anterior período de mantenimiento, no fue necesario realizar operaciones de ajuste, aparte de la que se llevó a cabo el último día del período.

### 4.3 IMPACTO DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS

El examen cronológico demuestra que las diversas medidas adoptadas —especialmente «la distribu-

**Gráfico 8 Diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja**

(puntos básicos)



Fuente: BCE.

Notas: El período de turbulencias en el mercado monetario de la zona del euro está destacado en color amarillo. Las líneas verticales señalan el final de cada período de mantenimiento.

ción anticipada» de la liquidez dentro de un período de mantenimiento y el aumento de la frecuencia de las operaciones de ajuste— se saldaron con bastante éxito en lo tocante a mantener el EONIA, en promedio, en un nivel próximo al tipo mínimo de puja, aunque su volatilidad fue más elevada que en circunstancias «normales», sobre todo al inicio de las turbulencias y, una vez más, antes de final de año (véase gráfico 8).

La promediación de las reservas como instrumento de control del tipo de interés a un día durante un período de mantenimiento perdió eficacia durante las turbulencias. A este respecto, es interesante señalar que el significativo aumento de la volatilidad del tipo de interés a un día sólo se observó antes del último día del período de mantenimiento, mientras que, de hecho, la volatilidad se redujo

**Estadísticas sobre el diferencial del EONIA en el transcurso de los períodos de mantenimiento anteriores y coincidentes con las turbulencias**

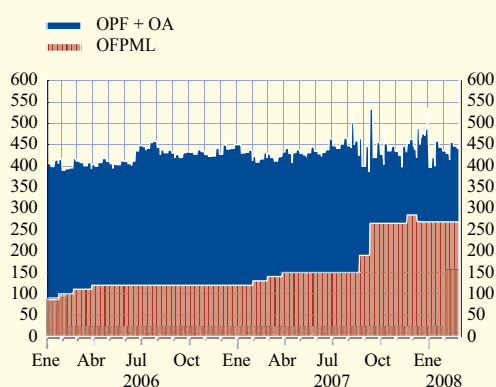
(puntos básicos)

Diferencial del EONIA		Antes de la última semana	Última semana, excluido el último día	Último día
Antes de las turbulencias (marzo 2004 a julio 2007)	desviación estándar media	3,1 7,3	7,4 5,3	23,8 5,1
Durante las turbulencias (agosto 2007 a marzo 2008)	desviación estándar media	12,3 0,7	20,3 -4,0	15,9 -0,2

Fuente: BCE.

**Gráfico 9** Total de operaciones de mercado abierto vivas

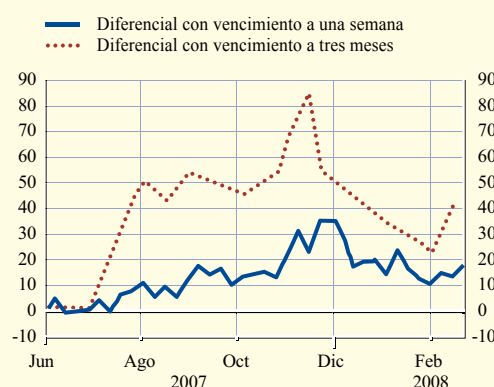
(mm de euros)



Fuente: BCE.

**Gráfico 10** Diferenciales entre el tipo medio ponderado de las OPF y el tipo del EONIA swap a una semana, y entre el tipo medio ponderado de las OFPML y el tipo del EONIA swap a tres meses

(puntos básicos)



Fuente: BCE.

precisamente ese día (véase cuadro). Como sucede en circunstancias «normales», el último día del período el tipo de interés a un día viene determinado exclusivamente por la probabilidad de que se recurra a la facilidad marginal de crédito o a la facilidad de depósito y por sus respectivos tipos de interés, sin que influya en modo alguno la posibilidad de sustituir los saldos de reservas entre unos días y otros. La causa de la relativa estabilidad adicional del tipo de interés a un día el último día del período de mantenimiento durante las turbulencias financieras podría ser que el cumplimiento de la condición necesaria para la estabilidad de dicho tipo en ese día (esto es, la realización de operaciones de ajuste para absorber desequilibrios agregados de liquidez que ya no pueden contrarrestarse promediando las reservas) era casi segura, habida cuenta de la política de liquidez que eligió el BCE.

Más difícil resulta determinar hasta qué punto las medidas afectaron a la situación del mercado monetario a plazos más largos. No obstante, la extensión de la estructura de vencimientos de las operaciones vivas de financiación del Eurosistema, que se logró reduciendo el tamaño de las OPF a una semana y ampliando las OFPML (véase gráfico 9), podría haber satisfecho la demanda relativamente fuerte del sistema bancario para reducir sus desequilibrios de liquidez.

La fortaleza de la demanda también es evidente por el hecho de que el diferencial entre el tipo medio ponderado de las OFPML y el tipo del EONIA swap a tres meses aumentó a 50 puntos básicos a finales de agosto del 2007 y a 85 puntos básicos a principios de diciembre, mientras que, en las mismas fechas, el diferencial entre el tipo medio ponderado de las OPF y el tipo del EONIA swap a una semana se elevó a 10 puntos básicos y a 35 puntos básicos, respectivamente (véase gráfico 10).

En conjunto, en lo que respecta a las medidas adoptadas por el Eurosistema para facilitar el acceso de los bancos a la liquidez y, de manera más general, para mejorar el funcionamiento del mercado monetario a plazos más largos que un día, las medidas que más éxito parecen haber tenido han sido la ejecución de varias OFPML complementarias y la adjudicación plena en la OPF a dos semanas anterior al final del año. Además, las operaciones de financiación a plazo en dólares redujeron las necesidades de dólares estadounidenses de las entidades de crédito y, por ende, probablemente redujeron también la demanda asociada de liquidez en euros, infundiendo así confianza en el mercado (véase gráfico 11).

Por otra parte, es probable que la política general de adjudicaciones encaminada a controlar el tipo

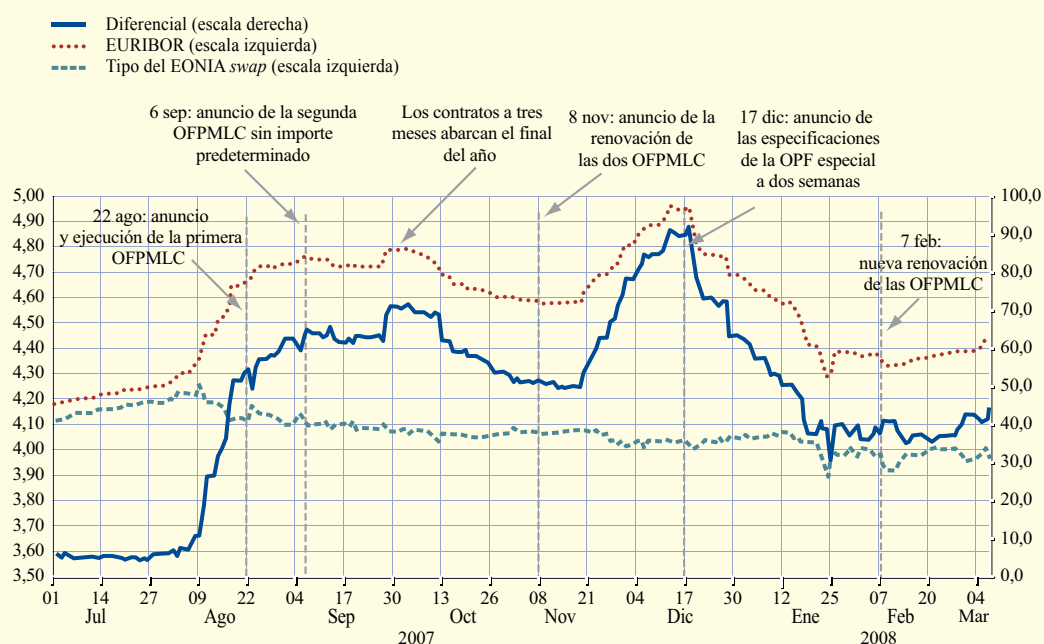
de interés a un día haya tenido indirectamente un significativo efecto positivo sobre la situación global del mercado monetario, porque los éxitos alcanzados en la estabilización del tipo de interés a un día también se propagaron a los plazos algo más largos —por lo menos en el período transcurrido hasta mediados de enero del 2008—, por ejemplo, aumentando las posibilidades de arbitraje entre diferentes plazos.

Por último, es importante subrayar que los gráficos 2, 3 y 9 confirman que la oferta media de liquidez en las operaciones de mercado abierto no fue mayor durante el período de turbulencias en los mercados financieros que en la situación anterior, ya que la adjudicación de un importe superior en las OPF al inicio del período se compensó con adjudicaciones de menor cuantía en fechas posteriores, y el incremento en el volumen de las OFPML a tres meses se compensó con una reducción del volumen de financiación proporcionado a través de las OPF a una semana. Por ese motivo, la oferta de liquidez no varió considerando la

definición restringida de saldos en cuenta corriente en el banco central, aunque las medidas sí tuvieron un efecto moderador sobre el riesgo de liquidez global de las entidades de crédito. Por consiguiente, el BCE no creó las condiciones para que los tipos de interés se mantuvieran sistemáticamente por debajo del tipo de interés oficial durante el período de turbulencias, ni tampoco proporcionó liquidez para obligar a las entidades de crédito a recurrir a la facilidad de depósito, aunque sí se observó un ligero incremento del recurso a esta facilidad desde una media de 0,2 mm de euros en el 2006 hasta 0,7 mm de euros durante el período de turbulencias en los mercados financieros (mientras que, en promedio, el uso de la facilidad marginal de crédito sólo aumentó ligeramente, desde 0,1 mm de euros diarios en el 2006 hasta 0,2 mm de euros diarios durante las turbulencias). En conjunto, las diversas medidas adoptadas en el contexto de la aplicación de la política monetaria en el marco operativo del Eurosistema también contribuyeron a mantener la estabilidad financiera.

**Gráfico 11 Diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el tipo del EONIA swap**

(en porcentaje; puntos básicos)



Fuente: BCE.  
 Nota: OFPML corresponde a «OFPML complementaria».

## 5 CONCLUSIÓN

En este artículo se presenta una panorámica de las razones en las que se ha basado la ejecución de las operaciones de mercado abierto por parte del Eurosistema durante el período de volatilidad financiera que se contagió al mercado monetario de la zona del euro en agosto del 2007. El marco operativo del Eurosistema, que tiene por objeto mantener los tipos de interés del mercado monetario a muy corto plazo en niveles próximos al tipo mínimo de puja de las OPF, fijado por el Consejo de Gobierno, ha resultado eficaz para proporcionar el grado de flexibilidad necesario para alcanzar este objetivo incluso en momentos

de tensión en los mercados financieros. De hecho, mientras que en circunstancias «normales», para estabilizar los tipos de interés del mercado monetario basta con calibrar las operaciones de mercado abierto regulares para cubrir una demanda de liquidez muy estable por parte del sistema bancario, la experiencia acumulada durante el período de turbulencias financieras en los mercados financieros ha demostrado que también es posible, y eficaz, satisfacer una demanda de liquidez volátil cuando imperan las tensiones. En general, no ha sido necesario realizar ajustes estructurales en el marco operativo del Eurosistema para hacer frente a las turbulencias que afectan a dichos mercados.





# **ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO**



# ÍNDICE<sup>1</sup>

## PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

## I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

## 2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

## 3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

## 4 MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

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

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

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

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

#### **Símbolos utilizados en los cuadros**

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



# PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

## Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM <sup>1)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Tipo al contado a 10 años <sup>3)</sup> (porcentaje, fin de período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,8	3,08	3,91
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,9	4,28	4,38
2007 II	6,2	9,2	10,6	-	10,5	18,7	4,07	4,51
III	6,5	10,3	11,5	-	11,0	20,2	4,49	4,38
IV	5,9	10,7	12,0	-	11,2	19,9	4,72	4,38
2008 I	3,8	10,4	11,3	-	11,0	.	4,48	4,13
2007 Nov	6,2	10,9	12,3	12,0	11,1	19,3	4,64	4,21
Dic	4,0	10,1	11,5	11,8	11,2	22,0	4,85	4,38
2008 Ene	4,4	10,4	11,6	11,5	11,1	21,8	4,48	4,05
Feb	3,7	10,7	11,3	11,1	11,0	20,4	4,36	4,06
Mar	2,9	9,8	10,3	.	10,8	.	4,60	4,13
Abr	.	.	.	.	.	.	4,78	4,32

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

	IAPC	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	2,2	5,1	2,5	2,8	4,0	83,2	1,6	8,2
2007	2,1	2,8	2,6	2,6	3,4	84,2	1,8	7,4
2007 III	1,9	2,1	2,5	2,7	3,9	84,0	1,9	7,3
IV	2,9	4,0	2,7	2,2	3,1	84,0	1,7	7,2
2008 I	3,4	5,4	.	.	.	83,7	.	7,1
2007 Nov	3,1	4,3	-	-	3,1	-	-	7,2
Dic	3,1	4,4	-	-	1,8	-	-	7,2
2008 Ene	3,2	5,0	-	-	3,4	83,9	-	7,1
Feb	3,3	5,4	-	-	3,4	-	-	7,1
Mar	3,6	5,7	-	-	.	-	-	7,1
Abr	3,3	.	-	-	.	83,5	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-24 <sup>4)</sup> (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	7,9	19,2	-144,7	266,3	325,8	103,6	104,5	1,2556
2007	40,5	55,6	-94,8	253,9	347,4	107,7	108,3	1,3705
2007 II	0,1	20,1	-57,9	90,4	325,3	107,1	107,7	1,3481
III	15,2	17,1	-40,9	65,1	340,5	107,6	108,2	1,3738
IV	16,8	9,7	18,2	-44,2	347,4	110,5	111,2	1,4486
2008 I	.	.	.	.	356,3	112,7	113,1	1,4976
2007 Nov	4,7	5,1	9,5	9,9	339,2	111,0	111,7	1,4684
Dic	6,1	-2,3	-20,8	-10,1	347,4	111,2	111,7	1,4570
2008 Ene	-15,5	-7,3	-29,9	49,3	374,8	112,0	112,3	1,4718
Feb	7,3	2,9	-13,8	34,8	375,4	111,8	111,9	1,4748
Mar	.	.	.	.	356,3	114,6	115,0	1,5527
Abr	.	.	.	.	.	116,0	116,6	1,5751

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 11 abril	2008 18 abril	2008 25 abril	2008 2 mayo
<b>Oro y derechos en oro</b>	209.697	209.661	209.643	209.643
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	136.169	138.188	138.660	137.964
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	41.747	40.481	40.142	39.571
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	14.904	15.776	15.890	16.255
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	424.987	499.525	468.020	465.039
Operaciones principales de financiación	131.649	204.500	173.000	170.000
Operaciones de financiación a plazo más largo	293.110	295.001	295.001	295.007
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	195	1	1	27
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	33	23	18	5
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	35.171	34.639	34.832	32.022
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	109.597	109.302	109.350	110.015
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	38.614	38.592	38.592	38.009
<b>Otros activos</b>	350.896	347.026	350.730	351.256
<b>Total activo</b>	1.361.782	1.433.190	1.405.859	1.399.774

#### 2. Pasivo

	2008 11 abril	2008 18 abril	2008 25 abril	2008 2 mayo
<b>Billetes en circulación</b>	662.330	662.793	664.260	671.693
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	175.545	246.960	197.364	209.303
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	174.879	246.314	196.875	209.077
Facilidad de depósito	321	288	140	73
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	345	358	349	153
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	213	192	184	176
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	75.126	72.649	90.394	65.129
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	57.408	58.444	58.072	57.862
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	797	762	888	1.664
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	18.495	19.101	19.348	17.454
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	5.148	5.148	5.148	5.148
<b>Otros pasivos</b>	139.074	139.493	142.150	143.293
<b>Cuentas de revalorización</b>	156.231	156.231	156.231	156.231
<b>Capital y reservas</b>	71.415	71.417	71.820	71.821
<b>Total pasivo</b>	1.361.782	1.433.190	1.405.859	1.399.774

Fuente: BCE.

## 1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Operaciones principales de financiación</b>							
2008 9 Ene	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
12	260.402	298	209.500	4,00	4,12	4,16	7
19	295.701	336	202.000	4,00	4,16	4,20	7
26	302.534	301	216.000	4,00	4,23	4,28	7
2 Abr	283.699	306	150.000	4,00	4,21	4,25	7
9	247.590	295	130.000	4,00	4,23	4,24	7
16	249.682	310	204.500	4,00	4,21	4,26	7
23	218.419	302	173.000	4,00	4,21	4,25	7
30	247.451	316	170.000	4,00	4,26	4,29	7
7 May	229.288	304	150.000	4,00	4,26	4,29	7
<b>Operaciones de financiación a plazo más largo</b>							
2007 27 Sep	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
13 Mar	132.591	139	60.000	-	4,25	4,40	91
27	131.334	190	50.000	-	4,44	4,53	91
3 Abr	103.109	177	25.000	-	4,55	4,61	189
2 May	101.175	177	50.000	-	4,67	4,75	90

#### 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 <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 11 Dic	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
11 Mar	Operaciones temporales	45.085	32	9.000	-	4,00	4,13	4,14	1
20	Operaciones temporales	65.810	44	15.000	-	4,00	4,13	4,20	5
31	Operaciones temporales	30.720	25	15.000	-	4,00	4,06	4,13	1
15 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	14.880	7	14.880	4,00	-	-	-	1

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 <sup>1)</sup> :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
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
III	16.968,2	9.073,2	745,5	2.075,7	1.424,9	3.649,0
2007 Oct <sup>2)</sup>	17.242,4	9.255,8	799,4	2.098,1	1.425,0	3.664,2
Nov <sup>2)</sup>	17.338,9	9.302,0	804,7	2.096,9	1.489,0	3.646,4
Dic <sup>2)</sup>	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
2008 Ene	17.678,3	9.525,3	845,1	2.140,6	1.512,9	3.654,4
Feb	17.734,6	9.572,1	844,7	2.132,6	1.533,9	3.651,2

#### 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
2007 11 Dic	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 15 Ene <sup>3)</sup>	199,8	200,9	1,1	0,0	4,20
12 Feb	201,6	202,4	0,8	0,0	4,17
11 Mar	204,6	205,3	0,7	0,0	4,10
15 Abr	206,9	207,5	0,6	0,0	4,19
13 May	207,8	.	.	.	.

#### 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)	11	12		
Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito						Otras operaciones de absorción de liquidez <sup>4)</sup>	8
	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
IV	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 12 Feb	353,6	173,8	268,5	0,2	0,0	0,4	0,6	651,7	51,7	-110,7	202,4	854,5
11 Mar	343,3	181,3	268,5	0,1	0,3	0,3	0,0	653,2	59,7	-125,0	205,3	858,7
15 Abr	349,1	181,5	278,6	0,1	2,6	0,6	0,4	661,7	70,2	-128,6	207,5	869,9

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 euro<sup>1)</sup>

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

#### 1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM <sup>2)</sup>	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
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	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2007 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 IV	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 Ene	1.934,2	886,8	19,4	0,7	866,7	273,5	230,2	2,0	41,3	-	16,3	401,3	15,4	341,1
2008 Feb	1.957,7	902,9	19,4	0,7	882,8	279,1	236,2	2,2	40,7	-	16,5	400,6	15,3	343,3
2008 Mar <sup>(p)</sup>	2.024,2	968,2	19,4	0,7	948,1	278,5	235,9	2,3	40,3	-	16,2	383,3	15,2	362,8
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
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	29.468,0	16.903,0	955,8	10.158,3	5.788,9	3.880,9	1.194,2	949,8	1.736,9	93,5	1.314,8	4.873,3	206,0	2.196,6
2007 III	28.473,1	16.176,3	793,0	9.949,9	5.433,4	3.746,8	1.214,4	804,8	1.727,6	95,9	1.257,1	4.878,8	203,1	2.115,2
2007 IV	29.468,0	16.903,0	955,8	10.158,3	5.788,9	3.880,9	1.194,2	949,8	1.736,9	93,5	1.314,8	4.873,3	206,0	2.196,6
2008 Ene	30.052,0	17.122,7	961,0	10.299,3	5.862,5	3.973,4	1.219,7	962,1	1.791,7	98,2	1.315,4	5.089,9	205,7	2.246,6
2008 Feb	30.224,5	17.164,8	951,4	10.354,6	5.858,7	4.024,3	1.216,4	984,3	1.823,6	102,7	1.302,8	5.128,9	200,6	2.300,4
2008 Mar <sup>(p)</sup>	30.228,5	17.230,5	958,1	10.447,4	5.825,0	4.038,3	1.216,8	1.006,7	1.814,8	100,4	1.311,9	4.971,5	197,5	2.378,3

#### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>3)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>4)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
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	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2007 III	1.707,3	657,2	510,7	51,7	19,1	439,9	-	0,1	222,6	48,3	268,4
2007 IV	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 Ene	1.934,2	671,3	626,6	54,6	21,0	551,1	-	0,1	254,5	72,9	308,9
2008 Feb	1.957,7	674,4	653,9	53,7	23,1	577,0	-	0,1	259,3	58,2	311,9
2008 Mar <sup>(p)</sup>	2.024,2	681,9	705,8	60,4	20,8	624,6	-	0,1	246,5	70,3	319,7
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
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	29.468,0	-	15.085,4	127,1	8.865,9	6.092,4	754,1	4.645,3	1.678,8	4.530,1	2.774,3
2007 III	28.473,1	-	14.254,9	144,3	8.410,0	5.700,6	778,4	4.577,2	1.589,5	4.527,4	2.745,7
2007 IV	29.468,0	-	15.085,4	127,1	8.865,9	6.092,4	754,1	4.645,3	1.678,8	4.530,1	2.774,3
2008 Ene	30.052,0	-	15.192,5	114,3	8.931,4	6.146,7	835,5	4.687,2	1.699,3	4.795,7	2.841,8
2008 Feb	30.224,5	-	15.224,3	135,4	8.947,6	6.141,3	852,8	4.686,6	1.702,7	4.869,1	2.889,1
2008 Mar <sup>(p)</sup>	30.228,5	-	15.295,4	139,8	9.018,0	6.137,7	848,3	4.679,8	1.718,0	4.755,4	2.931,6

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

**2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro<sup>1)</sup>**

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

**1. Activo**

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
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	22.352,2	11.132,6	973,6	10.158,9	2.371,0	1.419,3	951,8	902,8	5.247,0	221,1	2.477,7
2007 III	21.680,8	10.761,3	810,8	9.950,5	2.240,7	1.433,7	807,0	851,9	5.247,5	218,7	2.360,7
2007 IV	22.352,2	11.132,6	973,6	10.158,9	2.371,0	1.419,3	951,8	902,8	5.247,0	221,1	2.477,7
2008 Ene	22.839,6	11.280,3	980,4	10.299,9	2.413,9	1.449,9	964,0	893,5	5.491,2	221,1	2.539,5
2008 Feb	22.981,0	11.326,1	970,8	10.355,2	2.439,1	1.452,6	986,6	872,3	5.529,5	216,0	2.598,0
2008 Mar <sup>(p)</sup>	23.018,8	11.425,6	977,6	10.448,1	2.461,7	1.452,7	1.009,0	871,8	5.354,8	212,8	2.692,1
<b>Operaciones</b>											
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	2.598,3	1.014,7	-9,9	1.024,6	236,7	-38,9	275,6	55,8	791,9	-0,5	499,6
2007 III	367,4	247,6	-5,1	252,7	-16,3	-62,2	45,9	-23,9	85,1	1,6	73,4
2007 IV	558,9	231,0	8,8	222,3	105,4	-6,6	112,0	42,2	91,1	-5,8	95,0
2008 Ene	411,1	95,0	3,8	91,3	21,7	12,9	8,8	7,8	239,2	-1,3	48,8
2008 Feb	191,1	51,2	-9,5	60,8	26,6	2,9	23,7	-20,8	83,8	-5,1	55,5
2008 Mar <sup>(p)</sup>	175,6	111,3	6,9	104,4	35,2	8,8	26,5	1,6	-58,9	-3,2	89,5

**2. Pasivo**

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
<b>Saldos vivos</b>										
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	22.352,2	638,5	151,0	8.885,0	660,6	2.867,0	1.487,4	4.596,1	3.104,6	-38,0
2007 III	21.680,8	610,4	196,0	8.429,2	682,5	2.811,7	1.389,3	4.575,7	3.014,0	-28,1
2007 IV	22.352,2	638,5	151,0	8.885,0	660,6	2.867,0	1.487,4	4.596,1	3.104,6	-38,0
2008 Ene	22.839,6	623,1	168,9	8.952,4	737,3	2.854,3	1.515,7	4.868,6	3.150,7	-31,4
2008 Feb	22.981,0	628,7	189,2	8.970,7	750,1	2.822,4	1.514,9	4.927,3	3.201,0	-23,3
2008 Mar <sup>(p)</sup>	23.018,8	632,9	200,2	9.038,7	747,9	2.824,8	1.508,3	4.825,6	3.251,3	-10,8
<b>Operaciones</b>										
2005	1.608,0	64,4	10,9	495,7	-3,1	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	2.598,3	45,8	-13,4	835,0	54,7	270,7	167,4	775,8	467,2	-4,9
2007 III	367,4	5,5	-25,6	141,6	-17,0	60,0	38,9	154,1	20,4	-10,6
2007 IV	558,9	28,1	-49,8	311,2	-12,7	22,6	87,1	98,8	66,6	7,1
2008 Ene	411,1	-16,4	15,3	21,3	43,7	2,8	10,3	259,9	60,7	13,4
2008 Feb	191,1	5,6	20,3	25,3	11,9	-23,1	1,3	98,0	36,8	15,1
2008 Mar <sup>(p)</sup>	175,6	4,2	11,0	77,7	3,1	18,4	15,4	-23,6	42,9	26,6

Fuente: BCE.

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

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

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

## 2.3 Estadísticas monetarias<sup>1)</sup>

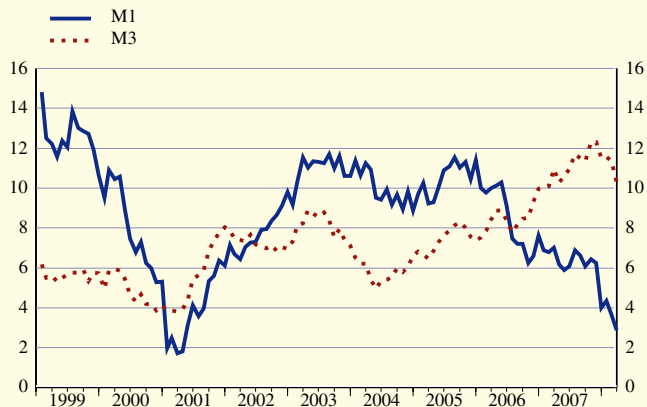
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 1. Agregados monetarios<sup>2)</sup> y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>3)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Préstamos		10
										10		
Saldos vivos												
2005	3.423,3	2.653,2	6.076,5	998,1	7.074,6	-	5.000,6	2.473,0	9.564,3	8.289,3	424,3	
2006	3.686,1	2.953,0	6.639,1	1.101,7	7.740,9	-	5.429,7	2.321,3	10.664,1	9.171,5	635,7	
2007	3.835,4	3.504,1	7.339,4	1.311,0	8.650,5	-	5.978,3	2.417,0	12.045,7	10.174,9	630,6	
2007 III	3.819,3	3.314,8	7.134,1	1.264,8	8.398,9	-	5.790,5	2.257,5	11.632,5	9.950,5	666,4	
2007 IV	3.835,4	3.504,1	7.339,4	1.311,0	8.650,5	-	5.978,3	2.417,0	12.045,7	10.174,9	630,6	
2008 Ene	3.857,2	3.580,6	7.437,8	1.350,4	8.788,2	-	6.037,6	2.430,7	12.172,7	10.303,8	620,2	
2008 Feb	3.853,5	3.635,9	7.489,4	1.340,1	8.829,6	-	6.014,7	2.423,7	12.246,5	10.372,6	598,9	
2008 Mar <sup>(p)</sup>	3.854,1	3.672,2	7.526,2	1.348,6	8.874,8	-	5.970,1	2.421,9	12.330,4	10.451,5	547,2	
Operaciones												
2005	339,8	139,3	479,1	8,4	487,5	-	401,5	94,1	837,0	701,8	-0,4	
2006	261,2	309,8	571,0	131,0	702,0	-	427,5	-114,7	1.107,4	898,6	200,6	
2007	147,3	523,5	670,8	220,9	891,7	-	494,5	-52,4	1.363,6	1.029,9	15,5	
2007 III	38,3	145,9	184,2	43,2	227,5	-	91,8	-37,5	333,4	280,2	-67,5	
2007 IV	18,2	160,6	178,9	54,4	233,2	-	143,1	12,7	385,4	238,3	-22,5	
2008 Ene	9,6	45,6	55,2	17,4	72,6	-	42,0	-7,1	90,8	79,2	-3,0	
2008 Feb	-0,1	57,5	57,4	-10,7	46,7	-	-11,1	-6,8	80,8	74,3	-14,9	
2008 Mar <sup>(p)</sup>	3,7	40,5	44,1	14,5	58,6	-	-5,2	6,9	101,8	90,5	-14,1	
Tasas de crecimiento												
2005 Dic	11,4	5,4	8,5	0,9	7,4	7,5	8,9	4,1	9,6	9,3	-0,4	
2006 Dic	7,6	11,7	9,4	13,3	10,0	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,6	
2007 Dic	4,0	17,7	10,1	20,1	11,5	11,8	9,1	-2,3	12,8	11,2	15,5	
2007 Sep	6,1	15,4	10,2	18,1	11,4	11,7	8,9	-4,3	11,6	11,0	201,5	
2007 Dic	4,0	17,7	10,1	20,1	11,5	11,8	9,1	-2,3	12,8	11,2	15,5	
2008 Jan.	4,4	17,9	10,4	18,3	11,6	11,5	9,1	-2,3	12,7	11,1	18,1	
2008 Feb	3,7	19,4	10,7	15,0	11,3	11,1	8,0	-2,5	12,5	11,0	-37,6	
2008 Mar <sup>(p)</sup>	2,9	18,4	9,8	12,8	10,3	.	6,6	-1,6	12,1	10,8	-155,4	

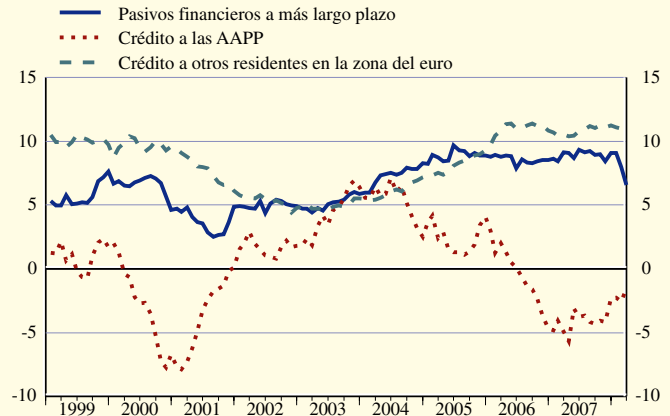
### C1 Agregados monetarios<sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

### 2.3 Estadísticas monetarias<sup>1)</sup>

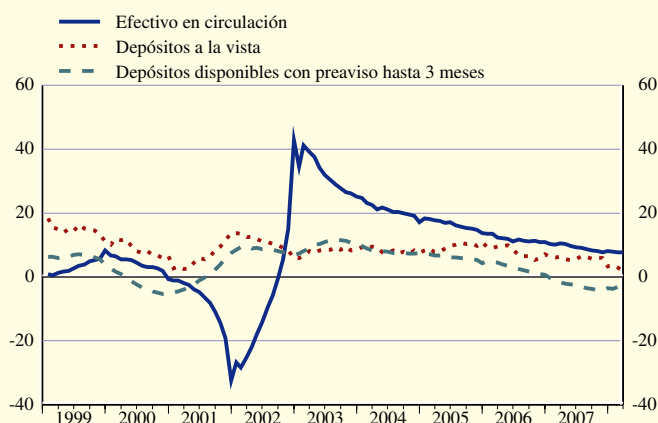
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2005	521,1	2.902,2	1.109,6	1.543,7	236,0	635,9	126,2	2.205,0	86,8	1.511,3	1.197,5
2006	578,4	3.107,7	1.401,0	1.552,0	266,1	637,0	198,7	2.399,6	102,2	1.655,0	1.273,0
2007	625,8	3.209,6	1.968,8	1.535,3	307,4	686,8	316,8	2.561,7	119,6	1.813,4	1.483,5
2007 III	611,5	3.207,7	1.807,8	1.507,0	295,3	687,2	282,3	2.526,6	112,9	1.766,9	1.384,0
2007 IV	625,8	3.209,6	1.968,8	1.535,3	307,4	686,8	316,8	2.561,7	119,6	1.813,4	1.483,5
2008 Ene	629,5	3.227,7	2.043,5	1.537,0	306,4	745,1	298,9	2.579,0	122,9	1.819,3	1.516,5
2008 Feb	634,2	3.219,3	2.099,3	1.536,6	313,4	754,8	272,0	2.561,4	121,3	1.815,8	1.516,2
2008 Mar <sup>(p)</sup>	638,0	3.216,0	2.130,7	1.541,4	308,7	752,3	287,5	2.538,5	119,4	1.813,3	1.498,9
Operaciones											
2005	63,0	276,8	70,3	69,0	-7,1	-0,9	16,4	199,5	-4,3	111,4	94,9
2006	57,3	203,9	300,5	9,3	30,9	30,0	70,1	217,2	15,4	138,1	56,8
2007	46,9	100,4	579,5	-56,0	43,3	58,8	118,8	153,0	9,9	164,4	167,1
2007 III	10,8	27,5	162,0	-16,0	7,8	-8,1	43,5	27,8	2,9	25,3	35,8
2007 IV	14,2	4,0	171,7	-11,1	12,2	8,8	33,4	3,7	-0,1	51,0	88,5
2008 Ene	2,7	6,9	49,6	-4,0	-0,9	25,0	-6,7	21,5	1,9	3,6	15,0
2008 Feb	4,7	-4,7	57,7	-0,3	7,0	8,8	-26,6	-9,0	-1,5	-2,3	1,7
2008 Mar <sup>(p)</sup>	3,8	-0,2	35,6	4,9	-4,5	2,9	16,1	-7,6	-1,8	-0,3	4,6
Tasas de crecimiento											
2005 Dic	13,8	11,0	6,6	4,4	-3,0	-0,1	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,8
2006 Dic	11,0	7,0	27,2	0,6	13,2	4,9	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Dic	8,1	3,2	41,3	-3,6	16,3	9,2	59,8	6,4	9,6	9,9	12,8
2007 Sep	8,3	5,7	38,2	-3,6	12,1	9,8	55,7	10,1	15,1	9,0	6,4
2007 Dic	8,1	3,2	41,3	-3,6	16,3	9,2	59,8	6,4	9,6	9,9	12,8
2008 Ene	7,8	3,7	41,3	-3,7	17,6	11,0	40,8	6,5	9,2	9,5	13,5
2008 Feb	7,7	2,9	43,4	-3,1	18,4	10,9	22,3	4,8	6,3	8,8	12,9
2008 Mar <sup>(p)</sup>	7,7	2,0	39,6	-2,6	11,5	8,9	24,7	3,7	3,5	7,0	11,4

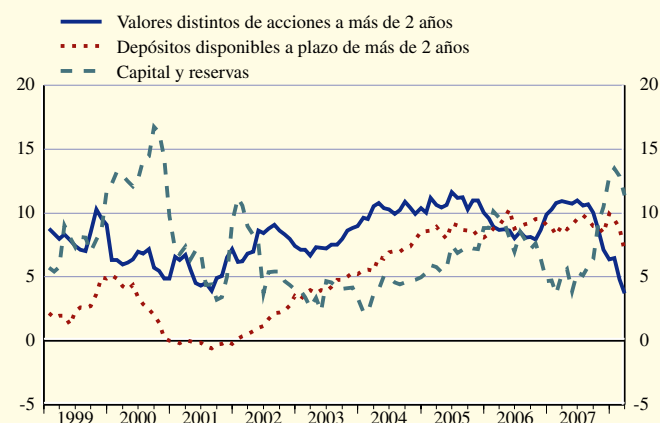
#### C3 Componentes de los agregados monetarios<sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

## 2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM<sup>1),2)</sup>

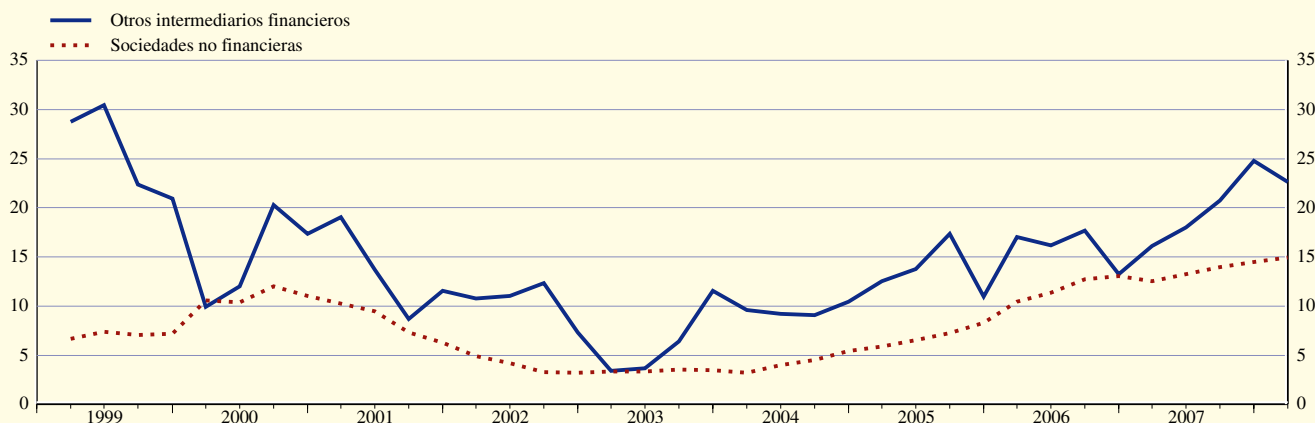
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros <sup>4)</sup>		Sociedades no financieras			
	Total	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
<b>Saldos vivos</b>								
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	96,4	70,6	865,2	524,3	4.388,6	1.276,7	858,9	2.253,0
2007 III	112,0	87,8	855,0	535,4	4.230,6	1.248,2	814,1	2.168,4
IV	96,4	70,6	865,2	524,3	4.388,6	1.276,7	858,9	2.253,0
2008 Ene	101,7	75,7	899,8	557,5	4.462,3	1.296,6	878,7	2.287,0
Feb	102,7	76,7	900,4	557,9	4.499,8	1.309,0	887,9	2.302,9
Mar <sup>(p)</sup>	104,2	78,4	935,1	587,8	4.547,6	1.329,5	895,8	2.322,3
<b>Operaciones</b>								
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	14,0	15,8	174,0	111,6	557,1	145,2	155,6	256,2
2007 III	1,7	4,4	57,7	37,5	129,3	25,7	39,6	64,0
IV	-15,5	-17,1	15,3	-7,7	161,6	30,5	47,5	83,6
2008 Ene	5,3	5,2	31,6	30,5	45,8	12,7	14,0	19,1
Feb	1,1	1,0	2,3	1,8	39,9	13,5	10,3	16,1
Mar <sup>(p)</sup>	1,6	1,8	38,7	32,7	53,5	22,3	9,2	21,9
<b>Tasas de crecimiento</b>								
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 Dic	16,9	28,5	24,8	26,5	14,5	12,8	22,0	12,8
2007 Sep	25,6	40,0	20,7	23,3	14,0	12,6	20,3	12,5
Dic	16,9	28,5	24,8	26,5	14,5	12,8	22,0	12,8
2008 Ene	2,3	5,4	26,3	28,0	14,5	12,4	22,7	12,8
Feb	6,4	9,9	22,8	22,7	14,8	13,2	22,8	12,9
Mar <sup>(p)</sup>	6,4	9,9	22,7	22,4	15,0	13,9	21,8	13,1

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

4) Esta categoría incluye fondos de inversión.

## 2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM<sup>1), 2)</sup>

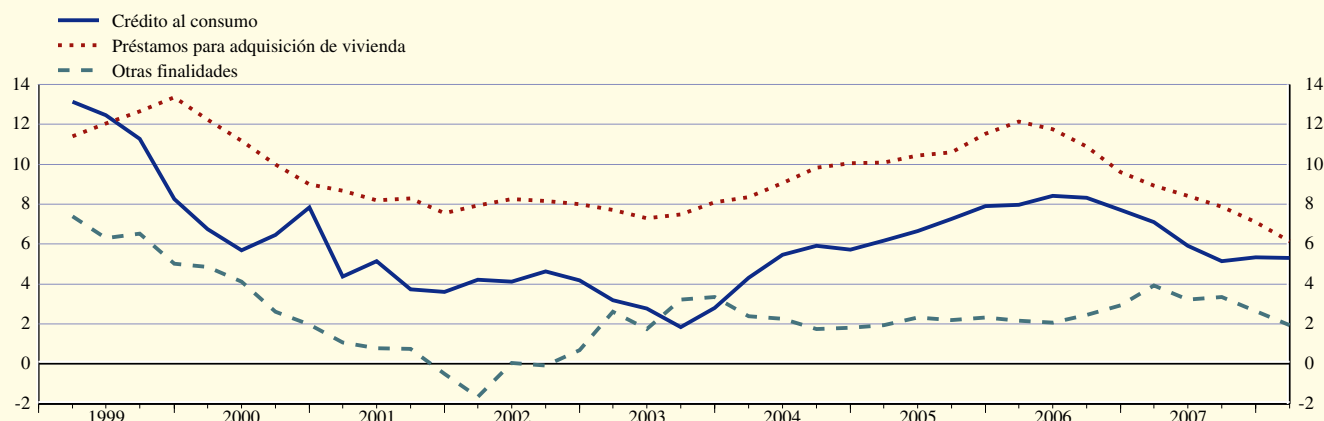
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

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

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
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	4.808,1	617,9	137,8	203,5	276,6	3.436,9	15,9	73,8	3.347,2	753,4	147,5	104,0	501,8
2007 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 IV	4.808,1	617,9	137,8	203,5	276,6	3.436,9	15,9	73,8	3.347,2	753,4	147,5	104,0	501,8
2008 Ene	4.835,4	619,5	136,8	204,1	278,5	3.457,1	15,9	73,7	3.367,4	758,9	146,7	104,8	507,3
2008 Feb	4.851,7	619,1	135,7	202,5	280,8	3.471,5	15,8	73,5	3.382,1	761,2	145,4	105,7	510,1
2008 Mar <sup>(p)</sup>	4.860,5	623,0	137,3	202,9	282,8	3.476,3	16,1	73,6	3.386,6	761,2	147,3	105,6	508,3
<b>Operaciones</b>													
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	279,4	31,3	3,6	1,1	26,7	228,5	0,9	2,3	225,3	19,6	1,4	4,4	13,8
2007 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 IV	60,9	10,8	4,2	0,6	6,0	46,6	0,0	0,6	46,1	3,4	1,2	1,0	1,2
2008 Ene	8,6	-1,5	-1,7	-0,7	0,8	11,0	-0,1	-0,2	11,4	-0,9	-1,9	-0,1	1,1
2008 Feb	17,5	-0,6	-1,0	-1,5	2,0	14,8	-0,1	-0,2	15,1	3,3	-1,2	1,0	3,5
2008 Mar <sup>(p)</sup>	10,6	4,1	1,7	0,5	1,9	5,5	0,2	0,1	5,2	1,0	2,0	0,1	-1,1
<b>Tasas de crecimiento</b>													
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 Dic	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,7	1,0	4,3	2,8
2007 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 Dic	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,7	1,0	4,3	2,8
2008 Ene	6,0	5,3	1,9	0,7	10,8	6,9	7,2	2,4	7,0	2,6	0,5	4,9	2,7
2008 Feb	5,8	5,4	2,8	0,3	11,0	6,6	4,5	1,9	6,7	2,7	-0,6	6,0	3,0
2008 Mar <sup>(p)</sup>	5,4	5,3	4,4	0,0	9,9	6,1	2,3	2,5	6,2	1,9	-0,2	4,5	2,1

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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



## 2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM<sup>(1),2)</sup>

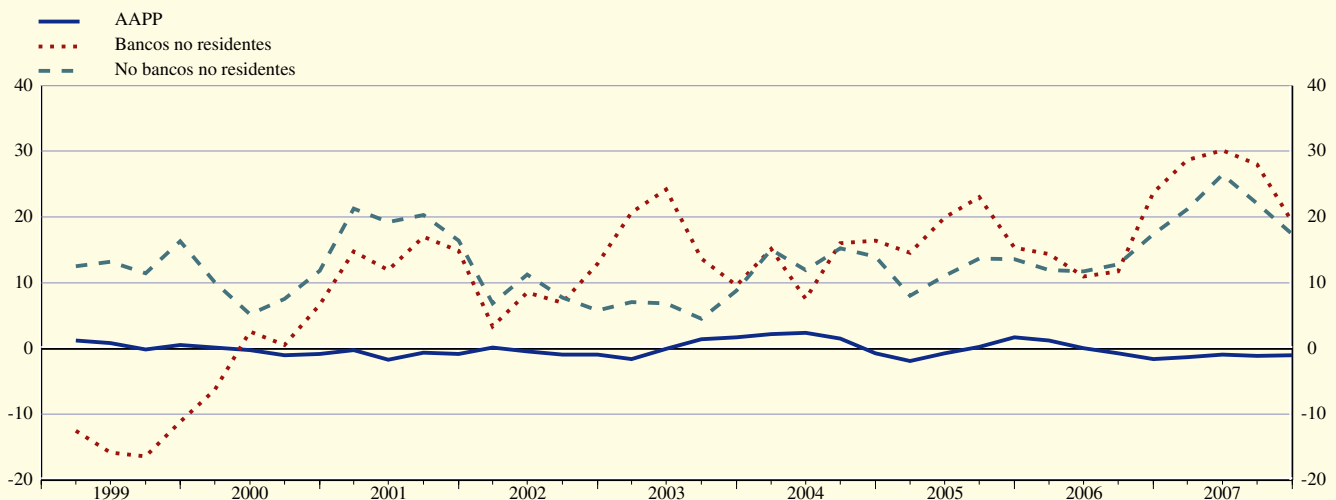
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 <sup>(p)</sup>	955,8	213,0	217,6	485,0	40,5	3.295,4	2.349,7	946,1	60,3	885,8
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	3.303,1	2.353,2	948,5	61,3	887,2
IV <sup>(p)</sup>	955,8	213,0	217,6	485,0	40,5	3.295,4	2.349,7	946,1	60,3	885,8
<b>Operaciones</b>										
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 <sup>(p)</sup>	-8,0	-4,9	-13,0	-4,5	14,6	542,3	394,4	148,4	0,7	147,7
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	77,6	56,5	19,6	1,2	18,3
IV <sup>(p)</sup>	8,7	7,6	3,8	-1,4	-0,9	56,7	36,3	22,4	0,3	22,0
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2005 Dic	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	2,0	14,9
2006 Dic	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-0,1	19,1
2007 <sup>(p)</sup> Dic	-1,0	-4,7	-5,6	-1,0	56,5	18,7	19,3	17,4	1,2	18,7
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	26,3	28,0	22,0	-2,0	24,1
Dic <sup>(p)</sup>	-1,0	-4,7	-5,6	-1,0	56,5	18,7	19,3	17,4	1,2	18,7

### C7 Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro<sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM<sup>1),2)</sup>

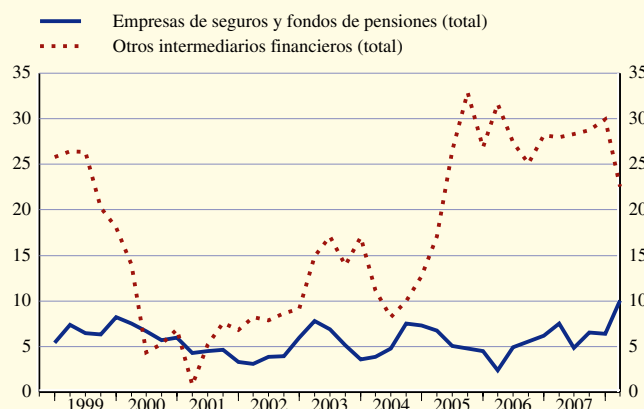
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros <sup>3)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos</b>														
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	687,8	71,1	68,9	525,1	0,8	1,1	20,9	1.472,7	312,3	347,9	652,8	12,2	0,3	147,1
2007 III	676,6	67,9	62,9	522,9	0,8	1,1	21,0	1.392,9	331,2	305,9	580,9	13,0	0,8	161,1
2007 IV	687,8	71,1	68,9	525,1	0,8	1,1	20,9	1.472,7	312,3	347,9	652,8	12,2	0,3	147,1
2008 Ene	714,7	83,6	76,3	526,6	1,5	1,4	25,2	1.508,0	332,4	345,1	652,8	12,9	0,3	164,5
2008 Feb	707,2	72,8	75,9	530,7	1,6	1,6	24,6	1.504,8	315,2	367,7	643,7	11,9	0,3	166,1
2008 Mar <sup>4)</sup>	723,3	81,7	83,9	532,6	1,6	1,6	21,9	1.533,9	335,8	367,0	648,2	13,2	0,2	169,4
<b>Operaciones</b>														
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	41,4	0,8	11,7	33,4	-0,2	-0,3	-4,1	341,1	32,7	98,9	183,7	1,7	0,1	24,1
2007 III	22,9	3,0	5,1	13,1	0,0	-0,1	1,8	51,1	11,5	19,8	7,9	1,6	0,6	9,8
2007 IV	12,7	3,4	5,9	3,6	0,0	0,0	-0,1	82,4	-17,6	41,9	73,1	-0,7	-0,5	-13,8
2008 Ene	24,0	12,2	5,9	1,4	0,1	0,0	4,4	32,5	18,2	-3,4	0,2	0,5	-0,1	17,2
2008 Feb	-7,3	-10,8	-0,2	4,1	0,1	0,2	-0,6	1,3	-14,6	23,3	-8,0	-0,9	0,0	1,6
2008 Mar <sup>4)</sup>	16,5	9,1	8,2	2,0	0,0	0,0	-2,8	34,1	22,0	0,7	6,6	1,4	0,0	3,4
<b>Tasas de crecimiento</b>														
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 Dic	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	15,9	-	19,1
2007 Sep	6,5	1,5	23,4	6,6	-18,2	-	-13,7	28,7	20,5	31,1	38,5	29,0	-	12,1
2007 Dic	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	15,9	-	19,1
2008 Ene	9,2	15,9	30,1	6,2	-21,5	-	4,0	28,9	8,9	41,2	37,6	24,1	-	21,8
2008 Feb	7,8	4,3	28,2	6,3	-21,4	-	1,9	29,0	6,5	50,4	34,5	16,7	-	21,2
2008 Mar <sup>4)</sup>	10,0	12,6	41,8	6,6	-17,6	-	-4,3	22,5	7,1	38,8	26,4	17,7	-	13,5

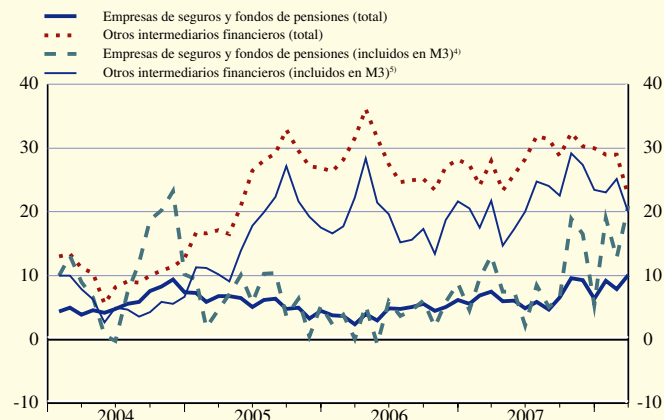
### C8 Depósitos totales por sector<sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM<sup>(1,2)</sup>

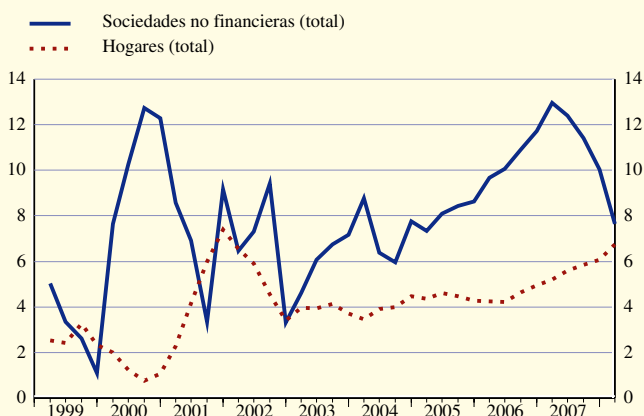
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>3)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
Saldos vivos														
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	1.470,6	882,1	474,6	59,6	29,2	1,4	23,7	4.989,0	1.777,6	994,5	561,0	1.457,6	111,1	87,1
2007 III	1.405,0	844,6	438,8	64,1	31,6	1,4	24,4	4.706,3	1.754,3	886,5	565,7	1.308,0	107,9	84,0
IV	1.470,6	882,1	474,6	59,6	29,2	1,4	23,7	4.989,0	1.777,6	994,5	561,0	1.457,6	111,1	87,1
2008 Ene	1.425,5	840,7	471,7	60,0	29,4	1,6	22,3	5.044,9	1.763,0	1.057,4	558,5	1.462,4	112,0	91,6
Feb	1.441,0	833,3	494,0	60,3	28,6	1,5	23,3	5.053,9	1.747,7	1.084,4	553,1	1.461,6	111,1	95,9
Mar <sup>(p)</sup>	1.448,1	846,5	488,4	59,7	28,9	1,5	23,2	5.076,8	1.757,2	1.100,6	548,6	1.465,8	109,1	95,6
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	134,5	31,8	123,4	-8,0	-11,0	-0,7	-1,1	280,8	21,7	322,0	-45,4	-45,7	11,2	17,1
2007 III	23,4	-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
IV	69,6	38,0	38,3	-4,1	-1,8	-0,1	-0,7	136,6	23,4	107,7	-3,1	2,3	3,3	3,1
2008 Ene	-55,5	-43,8	-8,8	-0,1	-1,3	0,0	-1,5	26,2	-21,2	45,8	-4,4	1,4	0,0	4,6
Feb	16,9	-6,7	23,0	0,4	-0,8	-0,1	1,1	9,7	-15,2	27,4	-5,3	-0,7	-0,9	4,3
Mar <sup>(p)</sup>	10,0	14,5	-4,1	-0,5	0,3	0,0	-0,2	24,4	9,8	17,2	-4,5	4,2	-2,0	-0,4
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 Dic	10,0	3,7	34,8	-11,7	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2007 Sep	11,4	7,1	32,5	-8,8	-28,4	-26,9	-2,8	5,8	2,7	43,9	-7,2	-3,5	16,0	29,6
Dic	10,0	3,7	34,8	-11,7	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2008 Ene	9,6	4,3	31,4	-11,9	-27,7	-34,7	-10,6	6,9	2,3	48,6	-7,4	-3,5	9,2	25,7
Feb	10,6	3,2	37,1	-10,7	-26,9	-37,4	-11,3	6,9	1,4	48,1	-7,4	-2,8	6,2	27,9
Mar <sup>(p)</sup>	7,6	1,9	29,1	-11,2	-29,0	-1,3	-14,3	6,8	1,4	45,7	-7,6	-2,2	2,7	25,1

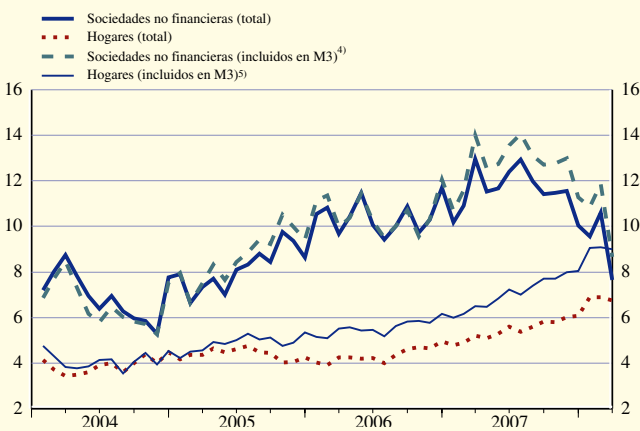
### C10 Depósitos totales por sector<sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

### 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM<sup>1), 2)</sup>

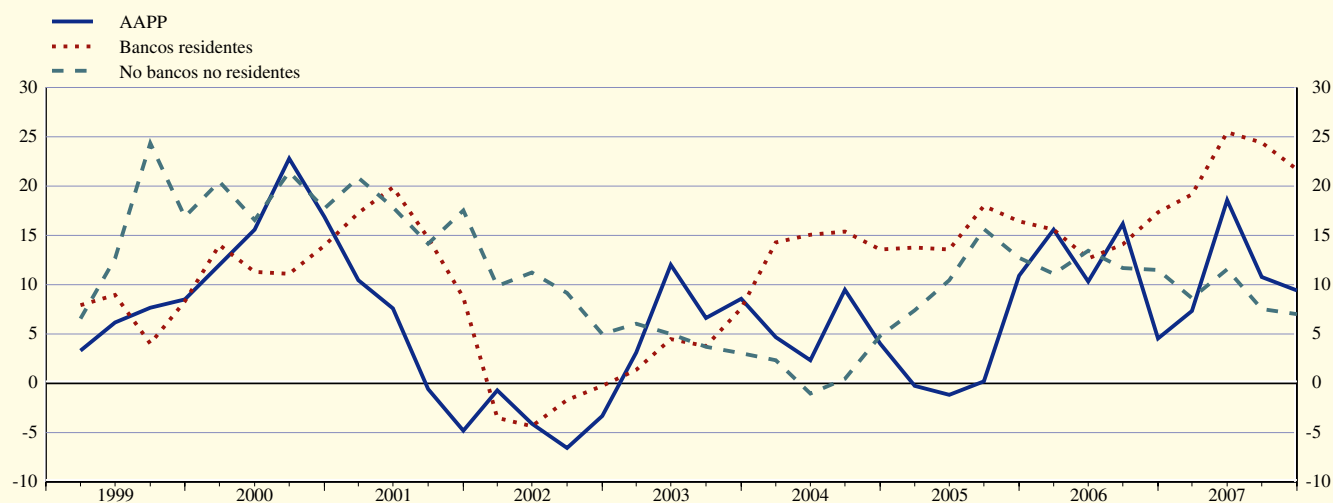
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	90,8	68,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 <sup>(p)</sup>	372,9	127,1	58,5	107,7	79,9	3.853,2	2.964,2	888,0	141,5	746,5
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	3.877,1	2.962,0	913,6	145,9	767,6
IV <sup>(p)</sup>	372,9	127,1	58,5	107,7	79,9	3.853,2	2.964,2	888,0	141,5	746,5
<b>Operaciones</b>										
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 <sup>(p)</sup>	30,9	-3,1	13,2	9,8	11,3	611,7	549,7	61,1	18,3	42,8
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	130,2	119,2	9,4	10,8	-1,4
IV <sup>(p)</sup>	-12,0	-21,9	-1,4	3,7	7,9	47,2	57,2	-9,3	-2,5	-6,8
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2005 Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	16,8	12,0
2006 Dic	4,5	-16,5	18,4	9,6	53,5	15,8	17,3	11,5	5,3	12,6
2007 <sup>(p)</sup> Dic	9,4	-2,3	29,0	10,7	16,4	18,0	21,6	7,0	14,2	5,8
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 <sup>(p)</sup>	9,4	-2,3	29,0	10,7	16,4	18,0	21,6	7,0	14,2	5,8

### C12 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro<sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

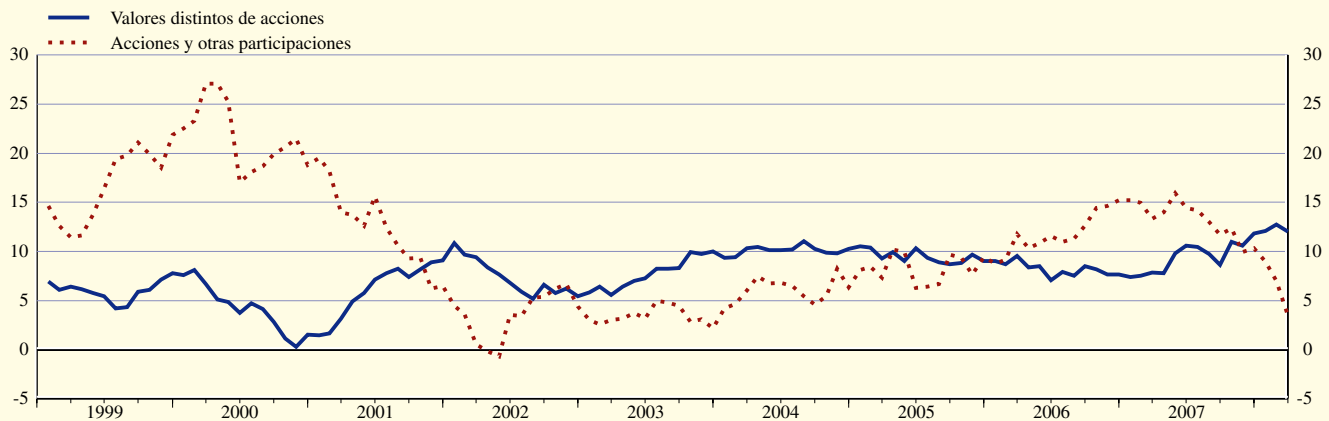
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM<sup>1), 2)</sup>

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldos vivos</b>												
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	5.113,7	1.652,8	84,0	1.177,6	16,6	916,4	33,4	1.232,8	1.658,6	424,9	889,9	343,8
2007 III	4.971,4	1.645,5	82,1	1.199,7	14,7	769,1	35,7	1.224,7	1.606,7	418,3	838,7	349,7
IV	5.113,7	1.652,8	84,0	1.177,6	16,6	916,4	33,4	1.232,8	1.658,6	424,9	889,9	343,8
2008 Ene	5.251,1	1.698,0	93,7	1.202,1	17,6	925,3	36,8	1.277,7	1.646,7	433,6	881,7	331,3
Feb	5.313,4	1.728,8	94,9	1.200,7	15,7	950,4	34,0	1.289,1	1.629,1	442,5	860,3	326,3
Mar <sup>(p)</sup>	5.301,8	1.727,6	87,2	1.201,5	15,4	962,4	44,4	1.263,4	1.605,1	451,7	860,1	293,2
<b>Operaciones</b>												
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	549,0	136,1	18,3	-78,8	1,5	266,6	9,5	195,7	154,3	48,0	55,7	50,6
2007 III	-8,5	5,4	5,7	-66,6	-0,4	42,9	3,0	1,5	-9,4	13,4	-23,9	1,1
IV	195,6	48,7	5,0	-14,7	2,5	113,4	-1,2	42,0	49,9	8,6	42,3	-0,9
2008 Ene	103,0	28,9	7,2	13,4	0,7	5,5	3,2	43,9	17,0	8,9	7,8	0,3
Feb	80,2	29,8	2,8	-1,6	-1,6	25,4	-2,0	27,4	-15,8	8,5	-21,1	-3,2
Mar <sup>(p)</sup>	34,5	-1,1	-4,6	8,0	0,3	14,4	12,0	5,4	-21,5	8,2	1,7	-31,3
<b>Tasas de crecimiento</b>												
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 Dic	11,8	8,7	25,7	-6,2	10,5	42,8	33,4	17,8	10,3	12,7	6,8	17,1
2007 Sep	8,7	6,3	27,2	-9,8	-5,7	31,3	49,2	21,1	11,7	20,9	3,2	25,0
Dic	11,8	8,7	25,7	-6,2	10,5	42,8	33,4	17,8	10,3	12,7	6,8	17,1
2008 Ene	12,1	8,9	32,6	-6,3	20,0	44,0	31,9	17,9	9,0	12,9	6,0	12,0
Feb	12,7	10,1	28,4	-6,2	8,7	45,3	15,8	18,3	7,0	12,2	4,8	6,2
Mar <sup>(p)</sup>	12,0	8,6	24,5	-4,9	12,3	41,4	48,1	16,4	3,5	13,3	2,8	-6,8

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

## 2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM<sup>(1),2)</sup>

(mm de euros)

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,8	-0,8	-2,3	-3,7
2007 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 IV	-1,6	-0,4	-0,6	-0,6	-1,2	-0,1	-0,1	-1,0	-2,2	-0,2	-1,1	-1,0
2008 Ene	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,7	0,0	0,0	-0,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,3
2008 Feb	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
2008 Mar <sup>(p)</sup>	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,5	0,0	-0,1	-0,4

### 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	-12,4	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2007 III	-1,8	-0,4	-0,7	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1
2007 IV	-4,9	-0,9	-2,6	-1,4	-3,7	-3,3	-0,4
2008 Ene	-1,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3
2008 Feb	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,2
2008 Mar <sup>(p)</sup>	-1,0	-0,3	-0,3	-0,4	-1,8	-1,7	-0,1

### 3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-19,3	-2,3	-0,1	-7,2	-0,2	-1,7	-0,5	-7,3	17,1	2,8	12,9	1,4
2007 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 IV	-9,5	-1,1	0,0	-4,7	-0,1	-0,2	-0,2	-3,2	2,8	2,0	2,6	-1,9
2008 Ene	-6,9	-3,3	0,0	3,2	0,0	-3,1	-0,1	-3,7	-17,2	-2,1	-9,7	-5,4
2008 Feb	-3,5	0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-3,1	-1,8	0,3	-0,4	-1,8
2008 Mar <sup>(p)</sup>	-11,9	-0,9	-0,2	-2,1	-0,2	-1,7	-0,4	-6,4	-2,5	1,1	-1,8	-1,8

Fuente: BCE.

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

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

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

## 2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM<sup>1) 2)</sup>

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

### 1. Depósitos

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 <sup>(p)</sup>	6.092,4	92,1	7,9	4,7	0,4	1,2	1,0	8.993,0	96,3	3,7	2,2	0,4	0,1	0,5
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	5.700,6	91,2	8,8	5,3	0,4	1,3	1,0	8.554,3	96,1	3,9	2,4	0,3	0,1	0,6
IV <sup>(p)</sup>	6.092,4	92,1	7,9	4,7	0,4	1,2	1,0	8.993,0	96,3	3,7	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 <sup>(p)</sup>	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
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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 <sup>(p)</sup>	4.948,0	81,4	18,6	9,3	1,6	1,8	3,4
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 <sup>(p)</sup>	4.948,0	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<sup>1) 2)</sup>**

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

**3. Préstamos**

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A residentes en la zona del euro</b>														
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006	4.933,5	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007 <sup>(p)</sup>	5.788,9	-	-	-	-	-	11.114,1	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	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	5.433,4	-	-	-	-	-	10.742,9	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5	
IV <sup>(p)</sup>	5.788,9	-	-	-	-	-	11.114,1	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,5	
<b>A no residentes en la zona del euro</b>														
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 <sup>(p)</sup>	2.349,7	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
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 <sup>(p)</sup>	2.349,7	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 <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emitidos por residentes en la zona del euro</b>														
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006	1.632,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,5	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 <sup>(p)</sup>	1.736,9	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.144,0	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
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	1.727,6	95,2	4,8	2,4	0,3	0,2	1,5	2.019,2	97,5	2,5	1,4	0,3	0,1	0,7
IV <sup>(p)</sup>	1.736,9	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.144,0	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
<b>Emitidos por no residentes en la zona del euro</b>														
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006	514,5	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,4	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 <sup>(p)</sup>	578,2	53,9	46,1	27,5	0,7	0,4	14,4	655,9	35,7	64,3	39,3	4,0	0,8	13,7
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 <sup>(p)</sup>	578,2	53,9	46,1	27,5	0,7	0,4	14,4	655,9	35,7	64,3	39,3	4,0	0,8	13,7

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) En el caso de no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes en la zona del euro.
- 4) Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

## 2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro<sup>1)</sup>

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

### 1. Activo

	Total 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 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	5.989,1	346,2	2.044,4	192,9	1.851,5	2.216,1	784,1	182,0	416,3
III	5.892,3	358,1	2.015,8	187,0	1.828,8	2.165,9	773,3	182,5	396,6
IV <sup>(p)</sup>	5.779,8	353,0	1.994,4	183,8	1.810,6	2.073,7	783,3	190,7	384,7

### 2. Pasivo

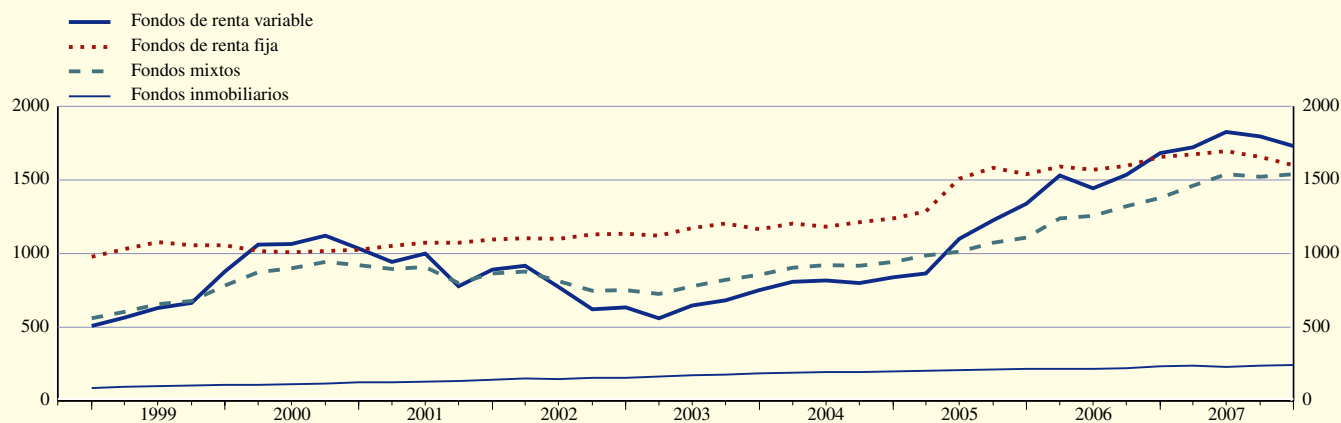
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2006 III	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
IV	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 I	5.713,3	82,2	5.349,3	281,8
II	5.989,1	85,9	5.586,6	316,6
III	5.892,3	80,1	5.495,5	316,7
IV <sup>(p)</sup>	5.779,8	78,2	5.409,4	292,2

### 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 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	4.372,8	1.340,6
II	5.989,1	1.824,8	1.693,4	1.539,2	230,9	700,7	4.577,2	1.411,8
III	5.892,3	1.796,1	1.655,8	1.522,8	236,1	681,4	4.468,4	1.423,9
IV <sup>(p)</sup>	5.779,8	1.732,0	1.598,1	1.537,2	244,0	668,6	4.344,1	1.435,7

## CI4 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

**1. Fondos según su política de inversión**

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Fondos de renta variable</b>									
2006 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	1.796,1	71,9	68,6	26,7	41,9	1.505,0	82,2	-	68,4
IV <sup>(p)</sup>	1.732,0	57,7	71,7	26,5	45,2	1.461,4	79,2	-	61,8
<b>Fondos de renta fija</b>									
2006 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	1.655,8	109,9	1.319,6	97,0	1.222,6	62,6	53,2	-	110,5
IV <sup>(p)</sup>	1.598,1	116,1	1.274,3	92,8	1.181,6	58,1	49,8	-	99,8
<b>Fondos mixtos</b>									
2006 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	1.522,8	86,2	522,4	46,3	476,1	405,3	345,0	0,5	163,3
IV <sup>(p)</sup>	1.537,2	89,9	546,9	47,0	499,9	394,8	343,3	0,8	161,5
<b>Fondos inmobiliarios</b>									
2006 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	236,1	20,7	6,4	1,6	4,8	2,0	13,1	181,1	12,8
IV <sup>(p)</sup>	244,0	19,6	6,0	1,5	4,5	1,7	12,5	189,5	14,7

**2. Fondos según el tipo de inversor**

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Fondos abiertos al público</b>							
2006 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	4.372,8	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	4.468,4	287,8	1.376,6	1.788,8	564,0	144,8	306,4
IV <sup>(p)</sup>	4.344,1	279,7	1.337,8	1.714,9	569,1	150,7	291,9
<b>Fondos de inversores especiales</b>							
2006 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	1.340,6	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	1.423,9	70,3	639,2	377,1	209,3	37,7	90,2
IV <sup>(p)</sup>	1.435,7	73,2	656,5	358,8	214,2	40,0	92,9

Fuente: BCE.



## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2007 IV</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Exportaciones de bienes y servicios						523,0
<i>Balanza comercial</i> <sup>1)</sup>						-27,9
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados			718,4	57,9	248,7	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.144,1	119,1	20,7	4,7	5,1	
Consumo de capital fijo	39,7	9,2	180,4	10,9	42,6	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	321,8	87,9	255,7	26,6	-6,0	
557,1	280,7					
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,5
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad			313,8	403,7	64,2	137,2
Intereses	835,6	53,9	84,9	301,2	64,2	84,3
Otra renta de la propiedad	501,1	50,8	228,9	102,5	0,0	53,0
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	334,5	3,0	73,4	47,7	247,4	
2.003,0	1.634,5					
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.			71,2	15,0	0,3	1,4
Cotizaciones sociales	336,0	249,5				1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	428,1	428,1	16,0	25,3	377,7	0,8
Otras transferencias corrientes	420,4	1,5	25,1	49,1	46,1	8,9
Primas netas de seguros no vida	192,6	72,3	11,1	1,0	0,7	1,1
Indemnizaciones de seguros no vida	46,3	33,4				0,6
Otras	46,2		14,0	1,9	45,4	7,2
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	100,1	38,9	-8,2	46,3	547,0	
1.977,6	1.392,5					
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final					496,3	
Gasto en consumo individual	1.775,2	1.278,9			296,7	
Gasto en consumo colectivo	1.575,6	1.278,9			99,6	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	199,6			1		
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> <sup>1)</sup>	16,2	0,1	1,8	14,3	0,0	0,1
202,5	129,8		-10,0	32,0	50,7	-16,9
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital			256,4	9,6	78,3	
Formación bruta de capital fijo	507,4	163,1	261,6	9,5	78,2	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	513,1	163,8	-5,2	0,1	0,1	
Consumo de capital fijo	-5,8	-0,7				
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,1	0,0	0,7	0,0	-0,6	-0,1
Transferencias de capital	60,4	9,8	2,5	2,7	45,4	7,8
Impuestos sobre el capital	6,3	6,0	0,2	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	54,1	3,8	2,2	2,7	45,4	7,8
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	22,0	59,5	-52,7	31,6	-16,3	-22,0
Discrepancia estadística	0,0	17,6	-17,6	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2007 IV</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Importaciones de bienes y servicios						495,1
<i>Balanza comercial</i>						
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.062,7	497,0	1.175,2	100,1	290,3	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	247,8					
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	2.310,5					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta	557,1	280,7	255,7	26,6	-6,0	
Remuneración de los asalariados	1.145,9	1.145,9				2,7
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	295,6			2	95,6	-8,1
Renta de la propiedad	840,1	261,8	131,5	424,7	22,0	132,7
Intereses	489,1	77,8	48,1	354,0	9,2	96,3
Otra renta de la propiedad	351,0	184,0	83,5	70,7	12,8	36,4
<i>Renta nacional neta</i>						
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta	2.003,0	1.634,5	73,4	47,7	247,4	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	336,7				336,7	0,7
Cotizaciones sociales	428,1	1,2	18,3	40,7	368,0	1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	418,5	418,5				2,7
Otras transferencias corrientes	168,5	89,7	12,5	47,3	19,1	33,0
Primas netas de seguros no vida	46,2			46,2		1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	45,7	35,3	9,2	0,8	0,3	1,1
Otras	76,7	54,3	3,3	0,3	18,8	30,7
<i>Renta disponible neta</i>						
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta	1.977,6	1.392,5	-8,2	46,3	547,0	
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	16,3	16,3				0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior	202,5	129,8	-10,0	32,0	50,7	-16,9
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	321,8	87,9	180,4	10,9	42,6	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	65,6	14,8	36,4	1,0	13,4	2,6
Impuestos sobre el capital	6,3				6,3	0,0
Otras transferencias de capital	59,3	14,8	36,4	1,0	7,1	2,6
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Discrepancia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Activos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2007 IV</b>								
<b>Balance inicial, activos financieros</b>								
Total activos financieros		17.530,1	14.616,1	21.596,0	10.129,1	6.221,1	2.904,5	15.059,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				191,7				
Efectivo y depósitos		5.494,2	1.686,2	2.465,4	1.490,3	775,8	580,3	3.999,6
Valores distintos de acciones, corto plazo		50,0	122,8	111,5	269,1	261,8	41,3	799,7
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.258,6	223,0	3.473,6	1.962,7	1.956,1	220,0	2.391,4
Préstamos		41,8	2.015,9	11.717,4	1.490,6	335,0	362,5	1.645,2
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		25,8	1.171,0	8.790,8	1.178,2	298,6	321,6	.
Acciones y otras participaciones		5.188,2	7.752,1	1.877,2	4.701,7	2.414,7	1.137,7	5.436,2
Acciones cotizadas		1.215,4	1.920,0	740,2	2.514,3	860,3	427,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.321,4	5.434,8	858,7	1.482,6	464,2	561,1	.
Participaciones en fondos de inversión		1.651,4	397,4	278,3	704,7	1.090,3	149,6	.
Reservas técnicas de seguro		5.164,2	136,1	2,0	0,0	149,6	3,2	220,4
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		333,2	2.680,0	1.757,2	214,8	328,1	559,3	567,1
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta financiera, activos financieros</b>								
Total de operaciones con activos financieros		151,4	209,0	504,8	331,2	80,7	-50,0	258,4
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-1,4				1,4
Efectivo y depósitos		147,5	50,2	40,3	115,2	10,4	-42,9	67,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		-1,5	2,5	3,0	18,3	-2,7	-6,8	-17,4
Valores distintos de acciones, largo plazo		9,3	4,0	176,8	-20,6	40,9	6,0	85,1
Préstamos		-1,4	48,7	250,9	96,0	-5,7	8,1	68,9
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-1,9	4,1	225,9	59,1	-5,0	-1,0	.
Acciones y otras participaciones		-46,4	46,1	21,3	123,6	41,4	-3,1	40,9
Acciones cotizadas		-24,8	34,0	-3,4	41,5	4,6	0,6	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		3,6	47,7	31,7	70,4	21,3	-5,1	.
Participaciones en fondos de inversión		-25,2	-35,6	-7,0	11,8	15,5	1,4	.
Reservas técnicas de seguro		58,6	0,3	0,0	0,0	2,4	0,0	3,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-14,6	57,2	13,9	-1,3	-6,0	-11,3	9,0
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta de otras variaciones de activos financieros</b>								
Total de otras variaciones de activos financieros		-108,4	52,3	79,6	-257,8	-55,4	29,4	-100,0
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				15,3				
Efectivo y depósitos		7,1	-1,4	-41,1	-82,7	-5,0	-0,1	-71,3
Valores distintos de acciones, corto plazo		-2,3	12,5	3,1	-0,6	0,2	0,0	-8,1
Valores distintos de acciones, largo plazo		0,6	-2,6	-14,5	-16,1	-4,3	-0,1	0,6
Préstamos		-0,1	6,8	115,5	-78,2	1,3	7,5	-11,7
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		0,0	2,5	139,1	-73,4	0,7	7,5	.
Acciones y otras participaciones		-111,7	43,0	-16,3	-81,9	-46,5	20,8	-42,1
Acciones cotizadas		-61,8	7,2	-17,2	-41,0	-21,4	11,4	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-38,3	38,4	6,0	-39,3	-3,8	12,1	.
Participaciones en fondos de inversión		-11,5	-2,5	-5,1	-1,6	-21,4	-2,7	.
Reservas técnicas de seguro		-0,7	-0,1	0,0	0,0	-4,2	0,0	22,9
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-1,4	-6,0	17,6	1,7	3,2	1,3	9,7
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
Total activos financieros		17.573,1	14.877,4	22.180,4	10.202,5	6.246,4	2.883,8	15.216,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				205,6				
Efectivo y depósitos		5.648,7	1.735,0	2.464,6	1.522,7	781,3	537,3	3.995,5
Valores distintos de acciones, corto plazo		46,2	137,8	117,6	286,7	259,3	34,5	774,2
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.268,5	224,4	3.635,9	1.926,1	1.992,6	225,9	2.477,1
Préstamos		40,3	2.071,5	12.083,8	1.508,3	330,6	378,1	1.702,3
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		23,9	1.177,6	9.155,7	1.163,9	294,3	328,2	.
Acciones y otras participaciones		5.030,1	7.841,2	1.882,2	4.743,4	2.409,5	1.155,4	5.435,0
Acciones cotizadas		1.128,7	1.961,1	719,6	2.514,8	843,5	439,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.286,6	5.520,8	896,4	1.513,7	481,7	568,0	.
Participaciones en fondos de inversión		1.614,7	359,3	266,2	714,9	1.084,3	148,3	.
Reservas técnicas de seguro		5.222,1	136,3	2,0	0,0	147,8	3,3	246,6
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		317,2	2.731,2	1.788,7	215,2	325,3	549,4	585,8
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

Pasivos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2007 IV</b>								
<b>Balance inicial, pasivos</b>								
Pasivos totales		5.826,4	23.570,5	21.699,9	10.017,0	6.413,4	6.811,3	13.526,2
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			26,5	13.182,7	221,8	4,6	331,2	2.724,9
Valores distintos de acciones, corto plazo			276,4	405,7	79,3	0,8	661,4	232,6
Valores distintos de acciones, largo plazo			445,6	2.691,3	1.446,0	25,0	4.343,1	2.534,4
Préstamos		5.245,0	6.931,5		1.483,2	184,3	1.081,9	2.682,3
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		4.935,6	4.729,8		734,0	73,4	920,5	.
Acciones y otras participaciones			13.149,7	3.185,4	6.571,7	677,5	10,2	4.913,4
Acciones cotizadas			4.978,1	1.032,2	264,0	295,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			8.171,6	1.105,6	904,7	381,8	10,2	.
Participaciones en fondos de inversión				1.047,6	5.402,9			.
Reservas técnicas de seguro		32,7	335,7	53,3	0,6	5.252,8	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		548,7	2.405,0	2.181,6	214,5	268,4	383,0	438,7
<i>Patrimonio financiero neto<sup>1)</sup></i>	-1.341,5	11.703,7	-8.954,3	-103,9	112,1	-192,3	-3.906,9	
<b>Cuenta financiera, pasivos</b>								
Total de operaciones con pasivos		74,3	279,3	450,8	362,0	72,3	-33,7	280,4
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			-1,6	396,1	9,6	-0,2	12,3	-28,5
Valores distintos de acciones, corto plazo			4,6	34,9	8,2	-0,1	-55,7	3,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			9,6	11,7	215,4	1,6	-7,2	70,4
Préstamos		83,5	201,9		78,1	-18,1	-2,8	122,8
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		77,7	162,7		50,9	-7,8	17,9	.
Acciones y otras participaciones			40,1	39,2	63,1	2,3	0,2	78,9
Acciones cotizadas			-20,0	-1,1	13,8	-1,0	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			60,1	43,8	80,6	3,3	0,2	.
Participaciones en fondos de inversión				-3,5	-31,3			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	2,1	-0,2	0,0	62,7	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-9,3	22,6	-31,1	-12,3	24,1	19,4	33,5
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto<sup>1)</sup></i>	22,0	77,1	-70,4	54,0	-30,8	8,4	-16,3	-22,0
<b>Cuenta de otras variaciones de los pasivos</b>								
Total de otras variaciones de pasivos		1,8	35,9	74,1	-235,5	-33,8	0,6	-218,9
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	77,9	-142,5	0,0	-90,2	-39,6
Valores distintos de acciones, corto plazo			0,2	5,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,5
Valores distintos de acciones, largo plazo			-2,3	20,7	-22,4	-0,4	-12,1	-19,7
Préstamos		0,3	-18,9		-1,6	-0,3	98,0	-36,4
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		0,7	-2,5		-4,1	-0,1	98,2	.
Acciones y otras participaciones			25,3	-54,9	-71,9	-17,5	0,0	-115,8
Acciones cotizadas			10,7	-30,7	-14,4	-17,6	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			14,6	-14,9	-10,4	0,0	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				-9,2	-47,1			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	17,8	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		1,5	31,7	25,1	3,0	-33,4	5,1	-7,0
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto<sup>1)</sup></i>	-103,6	-110,2	16,4	5,5	-22,3	-21,7	28,7	118,9
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
Total activos financieros		5.902,5	23.885,7	22.224,9	10.143,5	6.451,9	6.778,3	13.587,7
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			25,0	13.656,8	88,9	4,5	253,3	2.656,8
Valores distintos de acciones, corto plazo			281,2	446,0	87,4	0,6	605,6	235,4
Valores distintos de acciones, largo plazo			452,8	2.723,7	1.638,9	26,2	4.323,8	2.585,1
Préstamos		5.328,9	7.114,5		1.559,7	165,9	1.177,1	2.768,8
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		5.014,0	4.890,0		780,8	65,5	1.036,6	.
Acciones y otras participaciones			13.215,1	3.169,7	6.562,8	662,3	10,4	4.876,5
Acciones cotizadas			4.968,8	1.000,3	263,3	276,5	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			8.246,3	1.134,5	974,9	385,1	10,4	.
Participaciones en fondos de inversión				1.034,9	5.324,6			.
Reservas técnicas de seguro		32,7	337,7	53,2	0,6	5.333,4	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		541,0	2.459,3	2.175,6	205,1	259,1	407,5	465,2
<i>Patrimonio financiero neto<sup>1)</sup></i>	-1.423,1	11.670,6	-9.008,3	-44,4	59,0	-205,5	-3.894,5	

Fuente: BCE.



### 3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2003	2004	2005	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.666,7	3.772,0	3.878,6	4.031,3	4.074,5	4.116,5	4.155,5	4.203,8
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	110,2	121,5	130,2	131,3	132,8	133,4	132,6	128,7
Consumo de capital fijo	1.072,7	1.120,3	1.171,7	1.223,7	1.235,5	1.246,4	1.256,9	1.269,0
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta<sup>1)</sup></i>	1.889,1	1.990,9	2.055,5	2.163,3	2.199,3	2.236,3	2.279,2	2.312,5
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Renta de la propiedad	2.281,2	2.338,2	2.556,9	2.929,9	3.025,6	3.128,2	3.213,7	3.296,7
Intereses	1.268,1	1.243,6	1.331,7	1.602,1	1.676,0	1.751,2	1.821,4	1.896,1
Otra renta de la propiedad	1.013,1	1.094,7	1.225,1	1.327,9	1.349,6	1.377,0	1.392,3	1.400,6
<i>Renta nacional neta<sup>1)</sup></i>	6.408,3	6.679,7	6.913,0	7.241,0	7.336,8	7.423,5	7.516,1	7.607,9
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	856,8	882,1	931,6	1.023,0	1.035,9	1.058,7	1.085,0	1.106,7
Cotizaciones sociales	1.388,8	1.428,2	1.470,7	1.532,5	1.545,7	1.560,8	1.573,1	1.588,3
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.408,7	1.453,7	1.498,2	1.543,0	1.551,1	1.559,8	1.569,7	1.586,0
Otras transferencias corrientes	658,4	683,6	703,2	708,3	711,5	717,4	719,3	726,5
Primas netas de seguros no vida	173,8	175,7	175,6	175,3	176,2	177,4	177,9	178,8
Derechos de seguros no vida	174,5	176,3	176,7	175,5	176,6	177,8	178,1	178,6
Otras	310,0	331,7	350,8	357,5	358,7	362,2	363,4	369,1
<i>Renta disponible neta<sup>1)</sup></i>	6.338,5	6.602,1	6.826,4	7.151,1	7.247,3	7.334,8	7.427,9	7.517,7
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	5.854,8	6.075,8	6.307,5	6.565,3	6.619,5	6.670,7	6.727,0	6.789,8
Gasto en consumo individual	5.234,7	5.432,1	5.646,9	5.887,0	5.936,1	5.983,5	6.034,6	6.090,8
Gasto en consumo colectivo	620,1	643,7	660,6	678,3	683,4	687,2	692,4	698,9
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	54,6	57,3	59,5	63,0	63,1	61,2	61,2	60,9
<i>Ahorro neto<sup>1)</sup></i>	483,9	526,5	519,2	586,2	628,1	664,4	701,2	728,1
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.528,0	1.609,6	1.701,8	1.842,7	1.884,5	1.918,1	1.947,2	1.981,5
Formación bruta de capital fijo	1.527,5	1.600,3	1.689,5	1.814,7	1.857,6	1.890,6	1.919,4	1.946,5
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	0,5	9,3	12,3	28,0	26,9	27,5	27,7	35,0
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,6	-1,1	-0,1	0,6	0,2	0,0	0,0	0,3
Transferencias de capital	182,6	172,7	181,4	175,8	174,0	170,5	168,7	160,2
Impuestos sobre el capital	35,9	29,8	24,3	22,3	22,9	23,4	24,1	24,0
Otras transferencias de capital	146,8	142,9	157,2	153,5	151,1	147,1	144,6	136,2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)<sup>1)</sup></i>	40,2	54,7	2,7	-17,9	-3,2	9,8	26,8	30,1

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

Recursos	2003	2004	2005	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)	6.738,7	7.004,7	7.235,9	7.549,6	7.642,1	7.732,7	7.824,3	7.914,0
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	761,3	797,2	839,7	904,4	921,3	933,5	944,2	953,9
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	7.500,0	7.801,9	8.075,6	8.454,0	8.563,3	8.666,1	8.768,5	8.867,9
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta	1.889,1	1.990,9	2.055,5	2.163,3	2.199,3	2.236,3	2.279,2	2.312,5
Remuneración de los asalariados	3.673,9	3.779,1	3.884,3	4.037,4	4.080,7	4.122,8	4.161,8	4.210,2
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	880,7	932,4	981,5	1.046,9	1.063,7	1.076,4	1.085,6	1.091,8
Renta de la propiedad	2.246,0	2.315,5	2.548,7	2.923,3	3.018,7	3.116,2	3.203,2	3.290,1
Intereses	1.237,2	1.212,6	1.303,5	1.570,0	1.642,2	1.718,6	1.786,8	1.857,4
Otra renta de la propiedad	1.008,8	1.103,0	1.245,2	1.353,4	1.376,5	1.397,6	1.416,4	1.432,7
<i>Renta nacional neta</i>								
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta	6.408,3	6.679,7	6.913,0	7.241,0	7.336,8	7.423,5	7.516,1	7.607,9
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	858,7	885,2	935,4	1.027,8	1.041,2	1.065,7	1.092,5	1.114,2
Cotizaciones sociales	1.387,9	1.427,4	1.470,3	1.532,0	1.545,3	1.560,3	1.572,5	1.587,8
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.402,2	1.446,2	1.490,6	1.535,4	1.543,2	1.551,8	1.561,4	1.577,8
Otras transferencias corrientes	594,0	611,3	620,8	621,6	624,9	630,3	632,5	637,5
Primas netas de seguros no vida	174,5	176,3	176,7	175,5	176,6	177,8	178,1	178,6
Derechos de seguros no vida	171,2	173,5	174,4	172,9	173,9	175,2	175,7	176,5
Otras	248,3	261,5	269,7	273,2	274,4	277,3	278,7	282,4
<i>Renta disponible neta</i>								
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta	6.338,5	6.602,1	6.826,4	7.151,1	7.247,3	7.334,8	7.427,9	7.517,7
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	54,8	57,5	59,8	63,4	63,5	61,5	61,4	61,1
<i>Ahorro neto</i>								
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto	483,9	526,5	519,2	586,2	628,1	664,4	701,2	728,1
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.072,7	1.120,3	1.171,7	1.223,7	1.235,5	1.246,4	1.256,9	1.269,0
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	194,8	189,2	195,0	191,4	191,8	187,5	184,5	175,0
Impuestos sobre el capital	35,9	29,8	24,3	22,3	22,9	23,4	24,1	24,0
Otras transferencias de capital	158,9	159,4	170,7	169,1	168,9	164,1	160,4	151,0
<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	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV
<b>Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto</b>								
Remuneración de los asalariados (+)	3.673,9	3.779,1	3.884,3	4.037,4	4.080,7	4.122,8	4.161,8	4.210,2
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.229,9	1.281,7	1.330,5	1.404,7	1.425,3	1.447,0	1.467,5	1.484,5
Intereses, recursos (+)	237,6	230,7	228,8	259,8	267,2	275,4	284,1	292,9
Intereses, empleos (-)	124,0	125,2	128,8	157,0	165,3	174,3	181,4	189,0
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	614,9	650,9	696,4	736,5	743,1	755,6	759,7	765,2
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	8,9	9,3	9,4	9,5	9,5	9,6	9,6	9,7
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	702,2	705,6	738,4	788,8	796,7	810,2	828,4	845,9
Cotizaciones sociales netas (-)	1.385,1	1.424,5	1.466,7	1.528,2	1.541,4	1.556,5	1.568,8	1.584,0
Prestaciones sociales netas (+)	1.397,5	1.441,3	1.485,4	1.529,9	1.537,7	1.546,2	1.555,9	1.572,2
Transferencias corrientes netas (+)	66,8	65,4	67,8	64,3	65,4	65,3	65,7	66,0
<b>= Renta disponible bruta</b>	<b>5.000,3</b>	<b>5.184,6</b>	<b>5.349,8</b>	<b>5.549,0</b>	<b>5.606,5</b>	<b>5.661,8</b>	<b>5.706,5</b>	<b>5.762,6</b>
Gasto en consumo final (-)	4.319,8	4.484,8	4.652,4	4.843,5	4.881,5	4.920,4	4.960,6	5.005,4
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	54,4	57,1	59,4	62,9	63,0	61,1	61,0	60,7
= <b>Ahorro bruto</b>	<b>734,9</b>	<b>756,9</b>	<b>756,8</b>	<b>768,4</b>	<b>788,1</b>	<b>802,5</b>	<b>806,9</b>	<b>818,0</b>
Consumo de capital fijo (-)	288,3	303,6	318,7	335,6	339,1	342,4	344,8	347,3
Transferencias de capital netas (+)	12,6	18,8	24,9	28,4	27,6	25,7	23,6	17,5
Otras variaciones del patrimonio neto <sup>1)</sup> (+)	265,3	305,8	564,3	497,3	404,9	611,2	225,6	-100,0
= <b>Variaciones del patrimonio neto<sup>1)</sup></b>	<b>724,5</b>	<b>777,9</b>	<b>1.027,3</b>	<b>958,5</b>	<b>881,5</b>	<b>1.096,9</b>	<b>711,4</b>	<b>388,2</b>
<b>Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	495,9	526,8	560,2	612,6	627,3	638,1	644,6	649,9
Consumo de capital fijo (-)	288,3	303,6	318,7	335,6	339,1	342,4	344,8	347,3
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	211,4	214,7	207,6	304,6	347,5	379,7	395,6	418,9
Efectivo y depósitos	226,5	213,0	247,9	283,8	293,2	316,8	328,2	348,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	25,1	-6,4	-20,2	0,7	25,7	44,7	44,4	43,3
Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	-40,1	8,2	-20,2	20,1	28,6	18,2	23,0	27,6
Activos a largo plazo	309,4	342,2	443,1	322,2	284,6	246,3	196,2	144,8
Depósitos	-8,7	29,6	-8,8	-6,6	-20,6	-31,0	-37,4	-48,0
Valores distintos de acciones	27,3	65,1	12,3	70,2	51,7	38,1	8,3	8,6
Acciones y otras participaciones	59,6	-4,6	139,2	-30,6	-22,9	-37,4	-36,2	-65,5
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	7,5	-11,1	65,7	-0,1	36,2	32,1	40,6	21,1
Participaciones en fondos de inversión	52,1	6,5	73,6	-30,5	-59,0	-69,5	-76,9	-86,6
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	231,2	252,1	300,3	289,1	276,4	276,5	261,5	249,7
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	262,8	311,6	390,6	390,0	382,0	365,1	360,4	341,1
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	211,6	280,8	358,3	346,5	337,2	316,8	302,3	279,4
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	274,6	252,9	483,8	474,6	371,4	576,5	203,0	-112,4
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	28,8	56,3	129,5	51,3	35,6	65,2	32,1	16,8
Otros flujos netos (+)	-44,5	0,2	-87,5	-81,2	-63,9	-101,3	-54,9	-41,5
= <b>Variaciones del patrimonio neto<sup>1)</sup></b>	<b>724,5</b>	<b>777,9</b>	<b>1.027,3</b>	<b>958,5</b>	<b>881,5</b>	<b>1.096,9</b>	<b>711,4</b>	<b>388,2</b>
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.058,1	4.276,0	4.494,1	4.752,8	4.830,8	4.970,1	5.017,5	5.204,0
Efectivo y depósitos	3.710,1	3.926,0	4.176,7	4.456,5	4.497,3	4.613,3	4.653,9	4.844,8
Participaciones en fondos del mercado monetario	321,0	313,9	300,5	261,7	281,0	305,0	304,3	303,7
Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	27,1	36,0	16,9	34,6	52,4	51,8	59,4	55,5
Activos a largo plazo	9.131,2	9.767,9	10.808,8	11.675,7	11.889,6	11.979,0	11.788,2	11.661,5
Depósitos	843,0	881,6	890,9	881,3	854,2	841,7	840,3	804,0
Valores distintos de acciones	1.207,2	1.248,0	1.233,6	1.286,1	1.296,4	1.249,8	1.249,2	1.259,2
Acciones y otras participaciones	3.554,3	3.803,2	4.419,4	4.903,0	5.057,7	5.120,1	4.883,9	4.726,4
Acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones	2.406,4	2.638,3	3.102,5	3.524,3	3.682,4	3.734,8	3.536,7	3.415,3
Participaciones en fondos de inversión	1.147,9	1.164,9	1.316,8	1.378,6	1.375,3	1.385,4	1.347,2	1.311,0
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	3.526,7	3.835,2	4.265,0	4.605,4	4.681,2	4.767,4	4.814,7	4.871,9
Otros activos netos (+)	213,8	252,9	187,1	146,0	155,1	143,3	143,0	134,0
Pasivos (-)								
Préstamos	3.923,9	4.247,6	4.634,4	5.018,6	5.079,2	5.170,1	5.245,0	5.328,9
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	3.521,2	3.812,5	4.195,9	4.543,0	4.611,3	4.692,7	4.752,9	4.808,7
= <b>Riqueza financiera neta</b>	<b>9.479,2</b>	<b>10.049,2</b>	<b>10.855,7</b>	<b>11.556,0</b>	<b>11.796,3</b>	<b>11.922,3</b>	<b>11.703,7</b>	<b>11.670,6</b>

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

### 3.4 Sociedades no financieras

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

	2003	2004	2005	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV
<b>Renta y ahorro</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	3.834,8	3.989,3	4.113,8	4.294,8	4.354,3	4.412,3	4.467,6	4.518,7
Remuneración de los asalariados (-)	2.313,1	2.382,4	2.445,7	2.544,6	2.573,2	2.605,6	2.633,5	2.664,4
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	58,6	64,6	71,4	75,1	77,1	78,0	77,6	73,4
<b>= Excedente bruto de explotación (+)</b>	<b>1.463,1</b>	<b>1.542,4</b>	<b>1.596,8</b>	<b>1.675,1</b>	<b>1.704,1</b>	<b>1.728,7</b>	<b>1.756,5</b>	<b>1.780,9</b>
Consumo de capital fijo (-)	607,2	631,9	660,4	686,9	693,0	698,6	704,5	711,2
<b>= Excedente neto de explotación (+)</b>	<b>855,8</b>	<b>910,5</b>	<b>936,4</b>	<b>988,2</b>	<b>1.011,0</b>	<b>1.030,2</b>	<b>1.052,0</b>	<b>1.069,7</b>
Renta de la propiedad, recursos (+)	320,5	364,2	427,8	468,7	478,5	485,4	496,3	507,5
Intereses, recursos	126,6	121,9	132,5	154,8	161,1	168,6	175,1	181,3
Otra renta de la propiedad, recursos	193,9	242,3	295,4	313,9	317,4	316,8	321,2	326,2
Intereses y otras rentas, empleos (-)	228,9	226,8	235,4	279,2	293,4	307,5	318,6	331,2
<b>= Renta empresarial neta (+)</b>	<b>947,5</b>	<b>1.047,8</b>	<b>1.128,8</b>	<b>1.177,7</b>	<b>1.196,2</b>	<b>1.208,1</b>	<b>1.229,7</b>	<b>1.246,0</b>
Renta distribuida (-)	693,4	751,5	837,2	906,8	915,1	923,4	931,3	933,1
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	117,0	135,6	147,8	184,1	188,4	195,8	203,6	208,1
Cotizaciones sociales, recursos (+)	73,4	73,5	74,2	76,8	77,2	76,0	74,7	73,0
Prestaciones sociales, empleos (-)	59,9	60,4	62,2	62,1	62,1	61,9	62,0	62,2
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	57,0	63,2	61,8	61,6	61,3	58,5	56,1	55,3
<b>= Ahorro neto</b>	<b>93,6</b>	<b>110,7</b>	<b>94,0</b>	<b>39,8</b>	<b>46,5</b>	<b>44,6</b>	<b>51,4</b>	<b>60,4</b>
<b>Inversión, financiación y ahorro</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	196,5	214,4	241,2	288,6	304,0	318,3	330,2	349,2
Formación bruta de capital fijo (+)	803,8	841,0	889,4	950,2	973,6	993,4	1.010,8	1.029,8
Consumo de capital fijo (-)	607,2	631,9	660,4	686,9	693,0	698,6	704,5	711,2
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	-0,1	5,4	12,2	25,3	23,4	23,5	23,9	30,6
<b>Inversión financiera: principales partidas (+)</b>								
Activos a corto plazo	105,9	103,1	126,7	155,4	188,8	205,1	177,7	176,2
Efectivo y depósitos	64,9	88,9	112,9	144,5	163,2	163,4	157,6	148,3
Participaciones en fondos del mercado monetario	22,5	16,5	8,6	3,7	19,7	23,5	-9,2	-18,5
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	18,5	-2,4	5,2	7,2	5,8	18,2	29,3	46,4
Activos a largo plazo	281,6	213,0	365,4	376,0	372,5	395,2	429,8	430,3
Depósitos	43,9	5,2	35,6	27,6	28,6	35,5	20,0	-1,8
Valores distintos de acciones	-46,1	-52,5	-29,7	-21,7	-31,4	-42,5	-42,5	-56,1
Acciones y otras participaciones	149,4	179,3	228,9	207,3	197,7	207,0	243,5	295,5
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	134,3	81,0	130,7	162,7	177,7	195,2	208,8	192,7
Otros activos netos (+)	56,1	76,0	100,7	171,0	159,5	149,5	194,2	182,4
<b>Financiación: principales partidas (-)</b>								
Deuda	289,7	235,0	422,0	657,7	660,8	695,4	750,1	781,0
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	102,7	172,4	264,6	448,6	443,9	483,6	520,6	557,1
de la cual, valores distintos de acciones	63,1	7,0	12,0	40,2	39,4	53,6	37,3	49,5
Acciones y otras participaciones	210,6	197,1	257,2	223,9	245,6	256,3	260,0	230,7
Acciones cotizadas	18,7	11,9	100,5	36,2	55,6	74,4	81,1	44,2
Acciones no cotizadas y otras participaciones	191,8	185,3	156,8	187,7	190,0	181,9	178,9	186,6
Transferencias netas de capital, recursos (-)	46,3	63,8	60,8	69,6	71,9	69,5	68,1	66,7
<b>= Ahorro neto</b>	<b>93,6</b>	<b>110,7</b>	<b>94,0</b>	<b>39,8</b>	<b>46,5</b>	<b>44,6</b>	<b>51,4</b>	<b>60,4</b>
<b>Balance financiero</b>								
<b>Activos financieros</b>								
Activos a corto plazo	1.318,8	1.379,2	1.510,2	1.655,6	1.694,4	1.747,0	1.762,3	1.830,7
Efectivo y depósitos	1.028,9	1.102,6	1.220,7	1.356,8	1.364,8	1.405,0	1.429,0	1.499,7
Participaciones en fondos del mercado monetario	143,8	163,7	176,3	185,9	204,2	205,2	185,8	162,3
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	146,1	112,9	113,2	112,9	125,4	136,8	147,5	168,7
Activos a largo plazo	6.696,2	7.194,0	8.160,6	9.371,6	9.733,8	10.115,2	10.037,8	10.179,2
Depósitos	136,5	137,4	180,3	210,2	261,7	269,0	257,2	235,3
Valores distintos de acciones	380,9	328,5	284,8	260,3	236,5	228,6	198,3	193,5
Acciones y otras participaciones	4.709,8	5.191,4	6.020,7	7.050,3	7.309,1	7.637,8	7.566,4	7.678,9
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	1.469,1	1.536,7	1.674,7	1.850,8	1.926,5	1.979,8	2.015,9	2.071,5
Otros activos netos (+)	195,2	240,6	285,2	356,8	430,5	428,1	437,7	433,2
<b>Pasivos</b>								
Deuda	6.163,8	6.344,9	6.788,9	7.422,7	7.588,5	7.836,9	7.989,2	8.186,3
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	3.034,4	3.160,8	3.419,5	3.857,4	3.956,3	4.106,8	4.230,6	4.388,6
de la cual, valores distintos de acciones	628,2	650,8	668,9	690,5	698,2	730,3	722,0	734,0
Acciones y otras participaciones	8.289,2	9.216,8	10.539,2	12.229,6	12.685,1	13.315,8	13.149,7	13.215,1
Acciones cotizadas	2.731,5	2.986,7	3.680,5	4.451,1	4.685,5	5.060,7	4.978,1	4.968,8
Acciones no cotizadas y otras participaciones	5.557,7	6.230,1	6.858,7	7.778,4	7.999,6	8.255,1	8.171,6	8.246,3

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

### 3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	2003	2004	2005	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV
<b>Cuenta financiera, operaciones financieras</b>								
<b>Inversión financiera: principales partidas (+)</b>								
Activos a corto plazo	21,7	40,0	23,8	50,6	69,5	57,7	49,3	44,2
Efectivo y depósitos	7,0	13,2	7,2	12,4	18,0	2,4	8,9	7,8
Participaciones en fondos del mercado monetario	7,7	2,7	0,4	3,7	7,1	3,6	0,3	0,1
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	7,1	24,1	16,2	34,5	44,4	51,7	40,2	36,3
Activos a largo plazo	231,0	218,5	286,4	318,1	289,7	295,5	266,3	273,2
Depósitos	22,7	37,6	17,1	51,9	61,6	65,4	62,2	53,5
Valores distintos de acciones	144,9	131,2	132,9	131,3	148,3	162,1	155,8	158,3
Préstamos	11,6	6,6	-2,6	-0,9	-18,4	-17,2	-23,0	-17,0
Acciones cotizadas	9,5	13,0	31,7	19,2	14,9	8,1	7,1	8,5
Acciones no cotizadas y otras participaciones	5,1	-0,4	20,3	28,2	20,8	23,3	29,1	31,1
Participaciones en fondos de inversión	37,1	30,6	87,1	88,4	62,6	53,8	35,2	38,8
Otros activos netos (+)	-2,3	11,7	15,1	30,0	34,6	30,5	41,3	2,4
<b>Financiación: principales partidas (-)</b>								
Valores distintos de acciones	4,9	-1,7	-0,4	5,2	5,0	3,9	3,3	1,4
Préstamos	12,5	4,6	18,4	32,7	19,8	25,5	21,9	9,2
Acciones y otras participaciones	11,6	13,6	9,9	8,6	11,1	12,5	10,7	12,0
Reservas técnicas de seguro	236,8	262,1	335,3	344,5	340,0	341,3	324,2	301,8
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	210,5	230,5	292,0	288,6	280,3	281,7	274,5	263,9
Reservas para primas y para siniestros	26,4	31,6	43,3	55,9	59,7	59,7	49,8	37,9
<b>= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones</b>	-15,3	-8,3	-37,8	7,7	18,0	0,6	-3,2	-4,7
<b>Cuenta de otras variaciones</b>								
<b>Otras variaciones de los activos financieros (+)</b>								
Acciones y otras participaciones	106,8	110,3	175,7	176,4	136,5	253,0	141,9	17,8
Otros activos netos	-12,3	140,1	53,8	-49,6	-64,5	-86,0	-119,6	-55,3
<b>Otras variaciones de los pasivos (-)</b>								
Acciones y otras participaciones	98,3	21,0	124,1	44,2	31,0	95,1	12,7	-17,9
Reservas técnicas de seguro	33,5	83,7	139,8	56,3	43,3	72,5	34,5	34,8
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	34,0	63,9	145,4	59,1	43,7	70,2	34,0	20,5
Reservas para primas y para siniestros	-0,5	19,8	-5,6	-2,8	-0,4	2,2	0,5	14,3
<b>= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto</b>	-37,3	145,6	-34,5	26,2	-2,3	-0,5	-24,9	-54,4
<b>Balance financiero</b>								
<b>Activos financieros (+)</b>								
Activos a corto plazo	264,5	401,4	430,2	481,4	505,4	511,2	515,6	521,5
Efectivo y depósitos	121,3	133,6	142,7	154,6	155,9	144,4	154,0	163,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	68,5	72,2	74,3	80,4	82,8	84,3	81,0	78,2
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	74,7	195,5	213,2	246,4	266,7	282,6	280,6	280,1
Activos a largo plazo	3.754,0	4.110,3	4.588,6	5.014,9	5.102,1	5.205,3	5.227,8	5.251,8
Depósitos	457,6	497,1	515,6	570,8	595,1	609,4	621,8	618,1
Valores distintos de acciones	1.470,6	1.639,7	1.789,9	1.857,7	1.890,8	1.901,2	1.937,3	1.971,8
Préstamos	368,3	363,5	360,1	353,6	337,5	338,9	335,0	330,6
Acciones cotizadas	524,9	574,9	703,7	827,0	847,2	873,9	860,3	843,5
Acciones no cotizadas y otras participaciones	304,7	334,5	377,5	444,0	447,3	468,1	464,2	481,7
Participaciones en fondos de inversión	627,8	700,6	841,8	961,8	984,2	1.013,8	1.009,3	1.006,1
Otros activos netos (+)	108,5	125,0	165,6	209,6	207,9	205,7	204,8	209,5
<b>Pasivos (-)</b>								
Valores distintos de acciones	24,4	22,9	22,0	26,8	26,6	25,7	25,8	26,8
Préstamos	126,3	119,8	131,7	160,6	167,3	178,4	184,3	165,9
Acciones y otras participaciones	446,7	481,3	615,4	668,2	684,0	711,4	677,5	662,3
Reservas técnicas de seguro	3.775,0	4.120,8	4.595,9	4.996,7	5.094,2	5.193,8	5.252,8	5.333,4
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.194,2	3.488,6	3.926,0	4.273,7	4.352,8	4.443,5	4.495,8	4.558,1
Reservas para primas y para siniestros	580,8	632,2	669,9	723,0	741,4	750,3	757,0	775,3
<b>= Riqueza financiera neta</b>	-245,4	-108,1	-180,4	-146,5	-156,7	-187,1	-192,3	-205,5

Fuente: BCE.

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

## MERCADOS FINANCIEROS

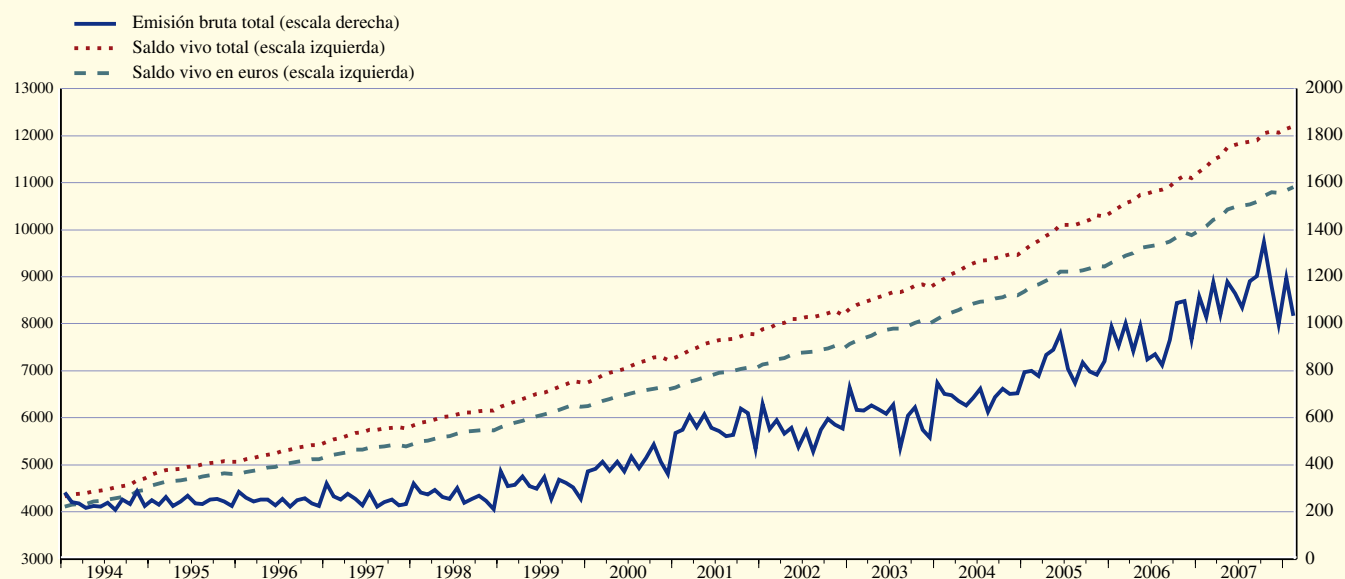
### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
<b>Total</b>												
2007 Feb	11.961,3	1.046,2	110,8	10.077,9	959,8	97,4	11.346,9	1.027,4	124,5	8,2	95,7	9,3
Mar	12.193,3	1.258,9	230,8	10.215,5	1.120,2	136,3	11.490,2	1.174,2	142,5	8,6	108,1	10,1
Abr	12.216,4	1.041,5	23,3	10.271,0	983,1	55,7	11.555,3	1.039,6	72,5	8,6	63,7	9,1
May	12.430,3	1.217,7	214,3	10.432,6	1.115,2	161,9	11.744,9	1.178,8	183,6	9,0	137,7	9,8
Jun	12.560,8	1.221,2	130,4	10.477,0	1.069,0	44,4	11.806,3	1.128,9	58,7	9,2	52,6	9,7
Jul	12.564,7	1.076,2	2,8	10.506,4	1.004,1	28,4	11.850,4	1.068,0	46,2	9,2	62,0	9,4
Ago	12.593,2	1.184,3	28,8	10.533,1	1.131,6	26,9	11.871,6	1.181,5	27,0	9,2	84,2	9,1
Sep	12.685,7	1.243,7	90,8	10.590,7	1.153,8	56,0	11.901,4	1.201,6	46,3	9,1	57,8	8,1
Oct	12.793,9	1.349,9	107,0	10.719,6	1.277,7	127,9	12.045,9	1.346,6	145,1	9,2	129,0	9,3
Nov	12.882,4	1.176,0	86,7	10.790,5	1.107,6	69,0	12.090,4	1.159,6	63,7	8,7	47,4	7,6
Dic	12.907,6	1.036,5	28,2	10.785,0	954,7	-2,6	12.068,9	997,7	-20,0	9,1	104,5	8,4
2008 Ene	.	.	.	10.839,5	1.129,8	58,7	12.137,6	1.195,0	68,0	8,5	20,0	7,7
Feb	.	.	.	10.911,6	964,9	72,2	12.197,6	1.032,6	75,1	8,0	42,0	6,9
<b>A largo plazo</b>												
2007 Feb	10.923,8	237,9	99,9	9.158,8	190,1	83,6	10.255,9	223,7	105,1	8,4	82,9	9,6
Mar	11.061,4	277,8	137,4	9.255,5	213,2	96,5	10.355,8	234,3	101,9	8,6	78,7	9,9
Abr	11.103,2	182,6	41,9	9.287,2	156,1	31,8	10.392,5	177,9	45,3	8,6	53,5	9,0
May	11.290,3	267,0	188,4	9.422,9	199,3	136,9	10.549,5	225,6	151,9	9,1	108,1	9,2
Jun	11.390,9	259,3	99,2	9.488,2	190,9	64,0	10.630,9	217,8	77,8	9,0	47,3	8,9
Jul	11.417,5	198,4	26,2	9.499,9	162,2	11,5	10.654,6	188,2	25,6	8,8	46,8	8,4
Ago	11.412,3	102,8	-5,8	9.493,7	86,9	-6,8	10.653,3	104,2	-1,7	8,6	51,4	7,6
Sep	11.437,9	157,5	24,3	9.511,4	132,2	16,4	10.644,5	146,6	15,2	8,0	10,7	6,2
Oct	11.513,3	235,7	76,5	9.573,8	199,5	63,6	10.705,0	223,7	70,5	7,8	79,0	6,7
Nov	11.593,9	174,7	78,8	9.633,9	141,1	58,4	10.746,9	155,8	55,1	7,2	35,5	5,2
Dic	11.649,5	194,7	56,3	9.679,0	160,7	45,6	10.778,9	171,8	34,4	7,4	78,5	5,8
2008 Ene	.	.	.	9.672,1	166,1	-3,4	10.776,2	189,1	1,1	6,7	11,6	5,1
Feb	.	.	.	9.721,1	161,2	48,9	10.817,7	185,2	50,8	6,1	27,1	4,6

### 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)

### 1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>												
2006	11.101	4.573	1.171	636	4.417	305	11.360	8.396	422	1.114	1.342	85
2007	12.069	5.052	1.487	685	4.530	315	13.619	10.085	542	1.459	1.453	80
2007 I	11.490	4.768	1.265	648	4.499	309	3.317	2.452	141	285	416	23
II	11.806	4.878	1.325	684	4.610	308	3.347	2.369	118	453	389	18
III	11.901	4.960	1.357	679	4.595	310	3.451	2.604	89	394	346	19
IV	12.069	5.052	1.487	685	4.530	315	3.504	2.661	193	327	302	21
2007 Nov	12.090	5.062	1.421	693	4.597	317	1.160	897	37	109	110	6
Dic	12.069	5.052	1.487	685	4.530	315	998	761	88	91	52	5
2008 Ene	12.138	5.103	1.478	696	4.546	315	1.195	887	7	108	181	12
Feb	12.198	5.105	1.494	695	4.590	314	1.033	743	32	102	148	8
<b>A corto plazo</b>												
2006	1.015	575	12	94	330	4	9.194	7.392	59	1.023	688	31
2007	1.290	787	18	122	357	7	11.348	9.052	58	1.367	832	38
2007 I	1.134	626	12	106	386	4	2.657	2.138	16	271	223	8
II	1.175	632	11	120	407	5	2.726	2.081	12	413	210	9
III	1.257	715	9	117	409	7	3.012	2.406	10	378	207	11
IV	1.290	787	18	122	357	7	2.953	2.427	20	304	192	10
2007 Nov	1.344	786	16	127	408	8	1.004	828	3	101	69	2
Dic	1.290	787	18	122	357	7	826	694	5	86	39	3
2008 Ene	1.361	825	17	131	380	7	1.006	793	3	104	101	5
Feb	1.380	819	30	132	392	7	847	649	15	98	82	4
<b>Total a largo plazo <sup>1)</sup></b>												
2006	10.086	3.998	1.158	542	4.087	301	2.166	1.004	363	90	654	54
2007	10.779	4.265	1.469	564	4.173	309	2.271	1.033	484	92	621	42
2007 I	10.356	4.142	1.253	542	4.114	304	660	314	125	13	193	14
II	10.631	4.246	1.314	564	4.203	304	621	287	106	40	179	8
III	10.644	4.245	1.348	562	4.186	304	439	198	79	16	138	8
IV	10.779	4.265	1.469	564	4.173	309	551	233	173	23	110	11
2007 Nov	10.747	4.277	1.406	566	4.190	309	156	69	34	8	41	4
Dic	10.779	4.265	1.469	564	4.173	309	172	67	83	6	14	2
2008 Ene	10.776	4.278	1.461	565	4.166	308	189	94	5	3	80	7
Feb	10.818	4.286	1.464	563	4.198	306	185	94	17	4	66	5
<b>Del cual: a tipo fijo</b>												
2006	7.059	2.136	544	413	3.729	237	1.292	475	143	56	579	39
2007	7.325	2.272	589	427	3.787	250	1.280	530	117	58	540	36
2007 I	7.176	2.211	570	414	3.739	243	404	172	40	9	170	13
II	7.319	2.256	584	426	3.809	244	339	132	29	24	147	7
III	7.319	2.254	591	423	3.805	246	263	100	25	8	123	7
IV	7.325	2.272	589	427	3.787	250	274	126	23	17	99	8
2007 Nov	7.350	2.282	587	431	3.799	252	95	41	4	8	39	4
Dic	7.325	2.272	589	427	3.787	250	56	31	8	3	13	1
2008 Ene	7.303	2.278	587	426	3.766	247	122	48	2	2	65	4
Feb	7.323	2.280	585	424	3.789	244	120	51	5	2	58	3
<b>Del cual: a tipo variable</b>												
2006	2.607	1.512	604	115	312	64	719	408	216	31	49	15
2007	2.998	1.615	861	126	338	58	819	372	358	33	51	5
2007 I	2.729	1.564	671	115	318	61	213	114	83	4	12	1
II	2.850	1.608	716	126	341	60	228	112	76	16	23	1
III	2.871	1.610	740	128	336	57	138	71	51	7	8	1
IV	2.998	1.615	861	126	338	58	239	74	147	7	8	3
2007 Nov	2.936	1.611	801	124	343	57	51	20	28	1	2	0
Dic	2.998	1.615	861	126	338	58	104	26	74	3	0	1
2008 Ene	3.007	1.618	855	127	346	60	46	32	2	1	8	3
Feb	3.025	1.625	859	128	351	62	53	35	10	1	5	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

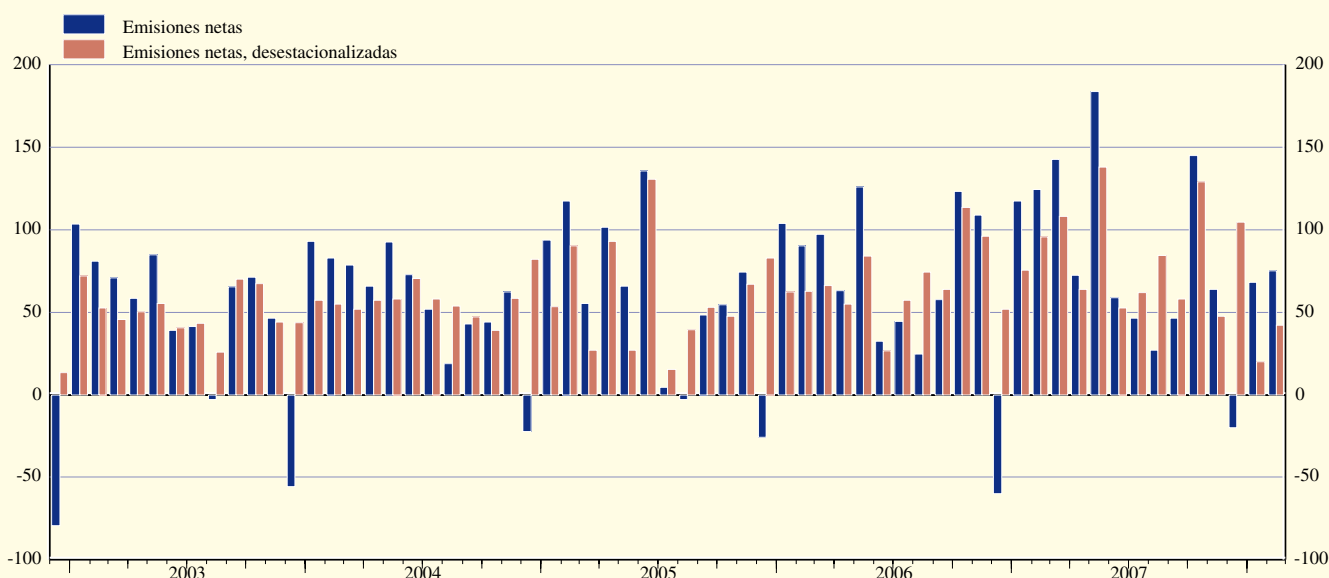
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	811,4	422,3	244,0	32,6	90,3	22,3	813,2	427,8	240,3	32,8	89,9	22,3
2007	1.007,4	483,1	337,7	55,0	120,6	10,9	1.018,4	493,4	333,0	57,7	123,4	10,9
2007 I	384,2	188,1	96,1	13,0	83,1	3,9	279,4	123,2	113,5	10,6	29,5	2,6
II	314,8	105,9	60,8	36,4	111,9	-0,1	254,0	114,2	47,4	28,2	65,1	-0,9
III	119,6	95,3	36,5	-3,2	-11,3	2,3	204,1	120,9	64,8	3,8	8,3	6,3
IV	188,7	93,8	144,2	8,9	-63,1	4,9	280,9	135,1	107,2	15,1	20,6	2,9
2007 Nov	63,7	17,6	24,9	5,0	14,5	1,8	47,4	19,2	15,7	5,6	8,3	-1,4
Dic	-20,0	-10,2	66,6	-6,8	-67,8	-1,9	104,5	53,8	41,7	3,5	5,9	-0,4
2008 Ene	68,0	48,8	-8,3	11,1	16,7	-0,4	20,0	16,3	15,8	9,6	-20,6	-1,1
Feb	75,1	13,7	18,5	-0,1	44,2	-1,2	42,0	-12,8	18,2	-1,6	40,3	-2,1
A largo plazo												
2006	760,1	347,4	238,6	29,2	121,6	23,3	760,1	349,3	235,1	29,0	123,4	23,3
2007	743,2	283,5	331,7	27,6	92,3	8,1	740,7	285,3	327,2	27,6	92,7	8,0
2007 I	269,2	141,5	96,4	1,0	27,0	3,3	230,0	107,5	113,5	7,5	-0,6	2,1
II	275,0	101,2	61,9	22,3	90,2	-0,6	208,9	97,0	48,3	15,8	49,1	-1,3
III	39,1	14,2	38,3	0,1	-14,0	0,4	108,9	27,9	66,9	2,7	7,1	4,2
IV	159,9	26,6	135,1	4,3	-11,0	4,9	192,9	52,9	98,4	1,7	37,1	2,9
2007 Nov	55,1	3,7	24,6	4,6	20,7	1,6	35,5	5,4	15,8	4,3	11,4	-1,5
Dic	34,4	-10,3	64,0	-1,6	-16,9	-0,9	78,5	16,8	39,9	-2,1	23,4	0,5
2008 Ene	1,1	14,9	-7,4	1,3	-6,9	-0,8	11,6	17,9	15,9	6,0	-26,9	-1,3
Feb	50,8	14,6	5,6	-0,7	32,6	-1,2	27,1	-8,8	4,9	1,0	31,7	-1,8

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

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

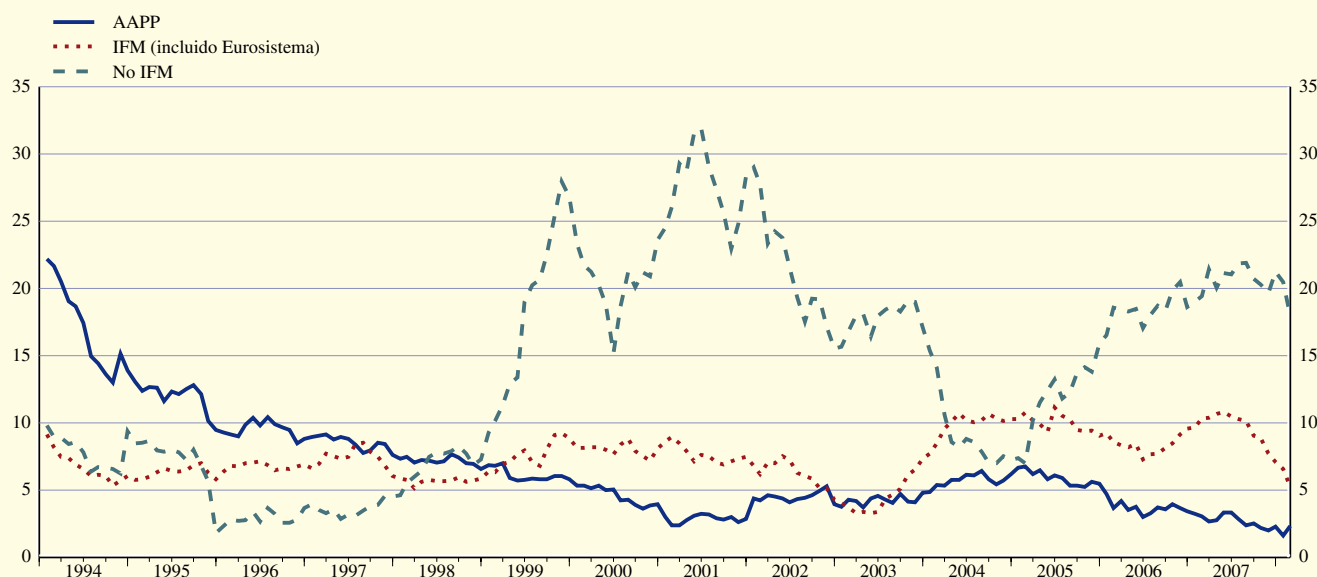


Fuente: BCE.

### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup> (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												
2007 Feb	8,2	10,8	27,6	4,7	2,1	5,8	9,3	12,3	31,0	7,5	2,3	2,1
Mar	8,6	10,5	30,3	5,7	2,4	6,6	10,1	11,8	37,2	7,3	3,1	5,1
Abr	8,6	10,7	28,3	6,0	2,6	7,2	9,1	10,9	28,6	7,8	3,0	6,1
May	9,0	10,5	30,1	6,0	3,5	5,0	9,8	11,5	30,6	8,2	3,7	3,3
Jun	9,2	10,8	28,6	8,2	3,8	3,3	9,7	10,5	29,9	12,5	4,3	1,1
Jul	9,2	10,8	29,0	10,1	3,3	2,5	9,4	9,7	29,9	15,5	3,8	0,7
Ago	9,2	11,0	29,0	9,8	3,1	2,6	9,1	9,8	27,2	12,1	3,8	3,1
Sep	9,1	10,9	27,4	8,6	3,2	4,3	8,1	10,1	18,6	10,1	3,3	3,5
Oct	9,2	11,0	27,4	9,0	3,0	5,6	9,3	11,1	26,2	10,2	3,0	5,5
Nov	8,7	10,4	26,2	9,0	2,7	4,3	7,6	9,4	21,8	9,8	1,6	5,3
Dic	9,1	10,6	29,0	8,7	2,7	3,6	8,4	10,8	28,1	5,7	1,3	6,1
2008 Ene	8,5	9,9	27,5	10,4	2,2	3,0	7,7	10,2	25,1	6,0	0,6	5,3
Feb	8,0	8,6	24,8	9,7	3,0	2,7	6,9	7,4	22,6	7,4	2,1	2,3
A largo plazo												
2007 Feb	8,4	10,3	27,4	4,8	2,8	5,9	9,6	12,4	31,2	6,2	2,6	2,6
Mar	8,6	10,4	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	4,7	2,4	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	11,1	31,0	6,0	2,5	2,8
Jun	9,0	10,5	28,8	6,3	3,3	3,4	8,9	10,4	30,4	8,8	2,4	0,6
Jul	8,8	10,3	29,3	7,2	2,9	2,7	8,4	9,3	30,6	8,3	2,1	0,6
Ago	8,6	10,1	29,4	7,1	2,4	2,7	7,6	8,0	27,7	8,0	2,1	2,8
Sep	8,0	9,0	27,9	6,3	2,4	3,5	6,2	6,1	19,3	6,9	2,7	2,0
Oct	7,8	8,8	27,3	5,9	2,0	4,6	6,7	5,9	25,5	5,9	2,4	3,7
Nov	7,2	7,7	26,1	6,2	1,9	3,1	5,2	4,3	21,3	6,3	1,3	3,4
Dic	7,4	7,1	28,8	5,1	2,3	2,7	5,8	3,9	27,2	1,5	2,1	4,8
2008 Ene	6,7	6,5	27,3	5,8	1,6	2,2	5,1	3,9	24,1	3,3	1,0	3,7
Feb	6,1	5,2	23,5	5,6	2,4	1,9	4,6	2,5	19,4	3,3	2,6	0,9

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



Fuente: BCE.

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

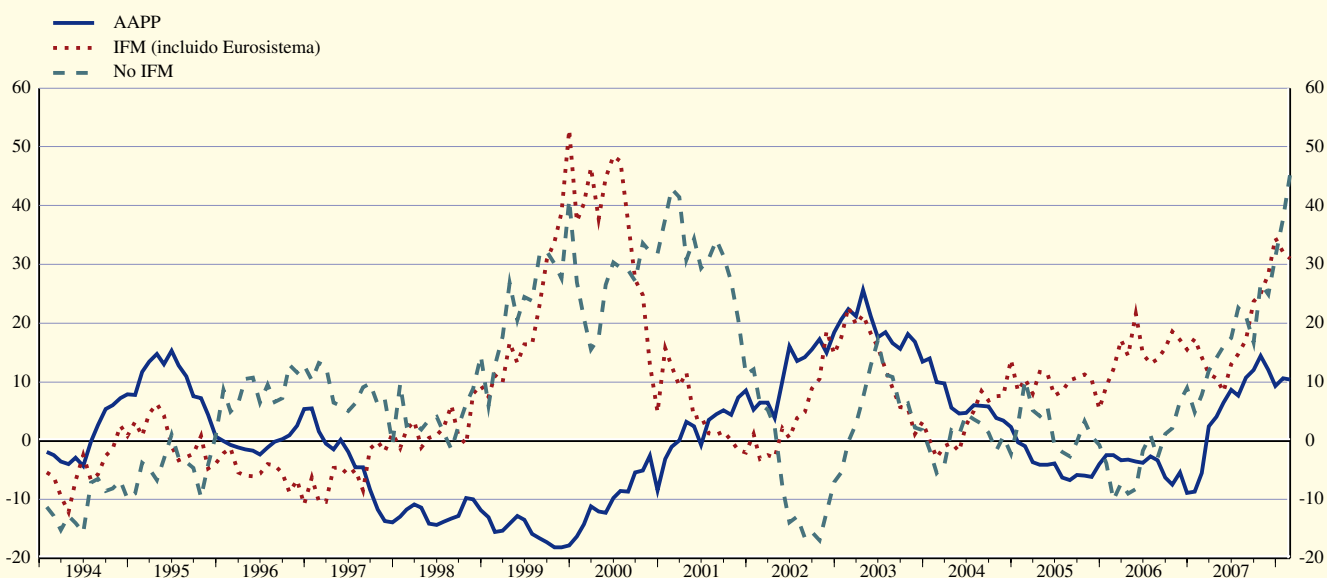
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup> (cont.)

(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	11,9	41,2	28,0	5,0	4,5
2007	5,2	7,1	17,8	3,8	2,4	6,6	15,8	11,1	37,6	18,3	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	17,6	4,7	2,3	5,0	16,2	11,1	39,3	19,6	4,4	-4,7
IV	4,5	6,7	13,5	5,0	1,8	6,3	15,1	9,0	39,2	13,5	4,8	-6,5
2007 Sep	5,1	6,8	16,7	4,2	2,5	5,6	15,2	10,6	37,8	18,9	1,3	-4,3
Oct	4,6	6,9	13,9	5,1	1,7	6,8	15,6	9,9	39,3	13,2	4,9	-3,4
Nov	4,3	6,5	12,6	5,5	1,7	6,4	14,2	8,3	37,6	13,1	4,6	-9,3
Dic	4,3	6,7	11,5	4,6	1,7	5,8	15,4	7,1	43,4	9,7	8,3	-8,8
2008 Ene	3,4	5,9	10,5	4,8	0,7	4,0	15,3	6,7	41,6	11,9	11,6	-4,6
Feb	3,1	4,7	7,0	4,6	1,5	2,4	13,7	5,2	37,2	11,6	12,2	-0,2
En euros												
2006	3,8	3,1	11,3	0,1	3,2	13,6	15,2	10,1	37,7	30,9	5,2	3,7
2007	4,6	6,4	14,6	2,2	2,7	6,7	15,1	10,2	35,4	18,3	3,9	-2,4
2007 I	4,7	5,4	16,2	1,0	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	14,6	3,3	2,5	5,2	15,6	10,3	37,5	18,8	4,5	-5,6
IV	4,1	6,2	11,4	3,6	2,1	6,6	14,9	8,6	37,7	12,3	4,9	-7,2
2007 Sep	4,5	5,9	13,5	2,4	2,9	5,9	14,7	9,8	36,2	17,9	1,5	-5,2
Oct	4,1	6,3	11,9	3,4	1,9	7,1	15,3	9,5	37,4	11,9	5,1	-4,2
Nov	4,0	6,1	10,6	4,4	1,9	6,8	14,1	8,1	35,9	11,8	4,8	-10,0
Dic	3,9	6,2	9,8	3,5	1,9	6,2	15,8	6,9	43,4	8,8	8,6	-8,9
2008 Ene	2,9	5,3	9,1	3,6	0,9	4,3	15,9	6,6	41,7	11,1	11,9	-5,0
Feb	2,9	4,4	6,2	3,4	1,7	2,5	14,4	5,1	37,9	10,8	12,5	-1,5

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

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

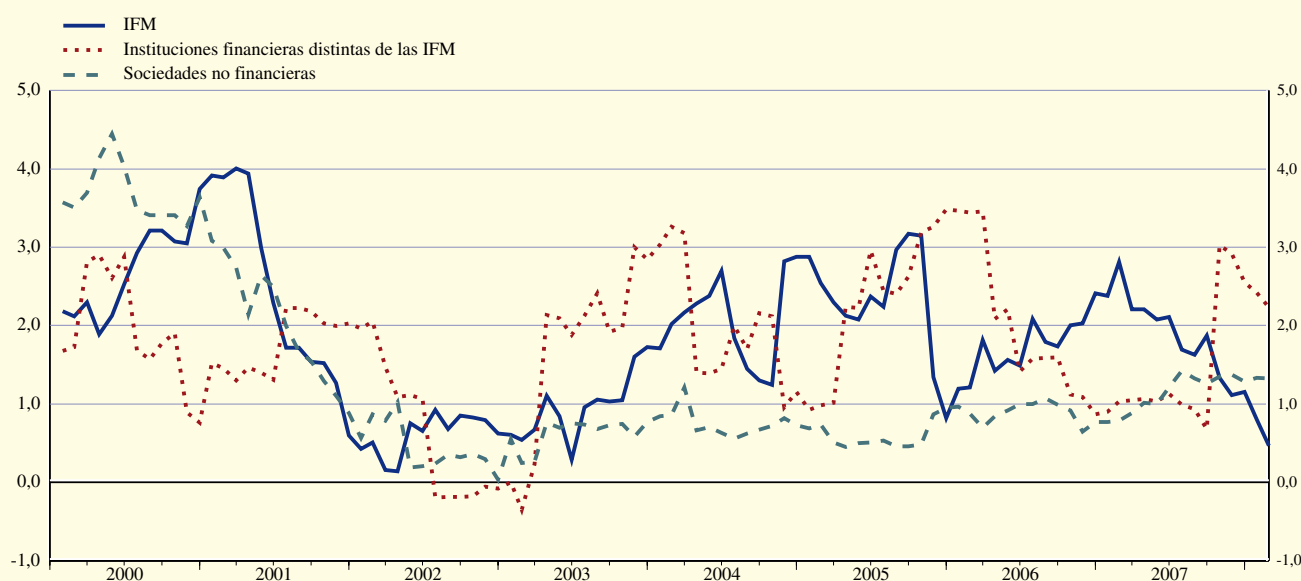
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 Feb	5.455,3	103,6	1,2	947,5	1,2	567,7	3,4	3.940,0	0,9
Mar	5.656,9	103,7	1,2	971,1	1,8	585,1	3,5	4.100,7	0,7
Abr	5.681,7	103,8	1,1	957,5	1,4	579,1	2,1	4.145,1	0,8
May	5.390,8	103,9	1,2	901,3	1,6	543,6	2,2	3.945,8	0,9
Jun	5.402,3	104,0	1,1	909,8	1,5	539,7	1,4	3.952,8	1,0
Jul	5.399,1	104,1	1,2	923,0	2,1	553,7	1,6	3.922,4	1,0
Ago	5.580,7	104,2	1,2	963,8	1,8	604,6	1,6	4.012,4	1,1
Sep	5.722,5	104,2	1,2	991,8	1,7	616,7	1,6	4.114,0	1,0
Oct	5.911,5	104,3	1,1	1.022,4	2,0	623,8	1,1	4.265,2	0,9
Nov	5.966,3	104,4	0,9	1.031,8	2,0	613,6	1,1	4.320,9	0,6
Dic	6.184,5	104,6	1,1	1.063,9	2,4	633,2	0,9	4.487,4	0,8
2007 Ene	6.364,1	104,7	1,1	1.123,5	2,4	646,2	0,9	4.594,4	0,8
Feb	6.278,9	104,8	1,2	1.092,8	2,8	637,8	1,0	4.548,3	0,8
Mar	6.504,8	104,8	1,1	1.111,4	2,2	649,3	1,0	4.744,1	0,9
Abr	6.754,5	105,0	1,2	1.168,6	2,2	675,5	1,1	4.910,4	1,0
May	7.034,1	105,1	1,2	1.174,5	2,1	688,8	1,0	5.170,7	1,0
Jun	6.955,9	105,4	1,4	1.128,6	2,1	677,1	1,1	5.150,1	1,2
Jul	6.725,7	105,6	1,4	1.099,8	1,7	608,8	1,0	5.017,0	1,4
Ago	6.612,3	105,6	1,3	1.060,2	1,6	583,8	0,9	4.968,4	1,3
Sep	6.675,8	105,6	1,3	1.048,8	1,9	597,2	0,7	5.029,8	1,3
Oct	6.929,5	105,9	1,5	1.072,8	1,3	629,2	3,0	5.227,5	1,4
Nov	6.615,1	105,9	1,5	1.032,7	1,1	579,2	2,9	5.003,2	1,4
Dic	6.571,3	106,1	1,4	1.017,2	1,2	579,0	2,6	4.975,2	1,3
2008 Ene	5.749,8	106,1	1,3	887,9	0,8	497,3	2,4	4.364,6	1,3
Feb	5.803,3	106,1	1,3	858,2	0,5	492,4	2,2	4.452,8	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 euro<sup>1)</sup>

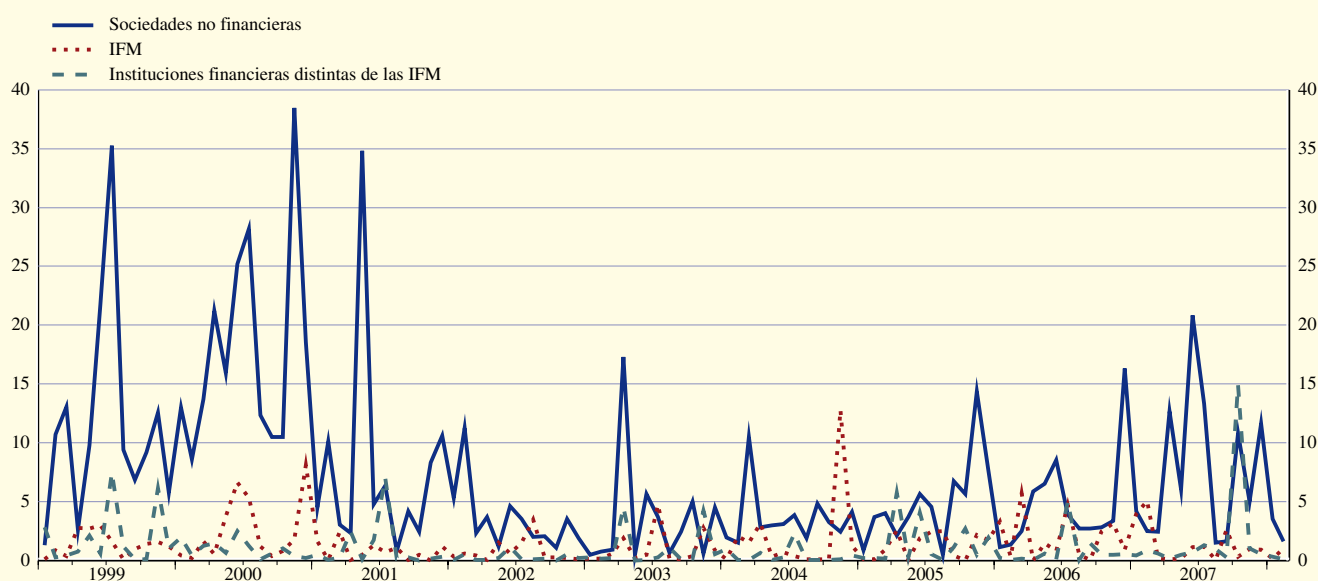
(mm de euros; valores de mercado)

##### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2006 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	-2,9
Abr	5,9	0,5	5,4	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,9	0,3	5,5
May	8,5	2,2	6,3	1,4	0,0	1,4	0,6	0,0	0,6	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	8,5	2,4	6,2
Jul	13,6	6,6	7,0	4,7	0,0	4,7	5,0	3,5	1,5	3,9	3,1	0,8
Ago	3,2	1,8	1,4	0,5	0,0	0,5	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	5,0	3,1	0,0	3,1	0,5	0,2	0,3	3,4	1,8	1,6
Dic	17,7	5,1	12,6	0,9	0,3	0,6	0,5	0,0	0,5	16,3	4,7	11,6
2007 Ene	8,5	3,9	4,6	4,0	0,1	3,8	0,4	0,0	0,4	4,1	3,8	0,3
Feb	8,4	2,0	6,3	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
Mar	3,2	1,7	1,5	0,2	0,0	0,2	0,6	0,4	0,2	2,4	1,4	1,0
Abr	12,9	0,4	12,5	0,1	0,3	-0,2	0,2	0,0	0,1	12,7	0,2	12,5
May	6,6	1,9	4,7	0,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,5	6,0	1,9	4,2
Jun	22,6	1,6	21,0	1,1	0,0	1,1	0,7	0,0	0,7	20,8	1,6	19,3
Jul	15,8	1,8	13,9	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	13,3	1,5	11,8
Ago	2,5	6,6	-4,2	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	1,5	5,1	-3,6
Sep	4,5	2,5	2,0	2,6	0,0	2,6	0,3	0,3	-0,1	1,6	2,1	-0,5
Oct	26,0	8,0	18,0	0,3	3,2	-2,9	14,9	0,5	14,4	10,8	4,3	6,5
Nov	7,0	3,3	3,6	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	5,0	2,0	3,0
Dic	13,1	4,6	8,5	0,9	0,0	0,9	0,5	2,2	-1,6	11,6	2,5	9,2
2008 Ene	3,9	1,4	2,6	0,1	0,0	0,1	0,3	0,7	-0,4	3,5	0,7	2,8
Feb	2,7	1,9	0,8	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,6	1,6	0,1

#### C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

## 4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista <sup>2)</sup>	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>2),3)</sup>		A la vista <sup>2)</sup>	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007 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	4,14	3,18	2,57	3,68	1,95	4,26	4,40	4,03	3,95
2008 Ene	1,20	4,19	4,32	3,43	2,57	3,75	2,01	4,13	4,39	4,68	3,95
Feb	1,21	4,12	4,19	3,25	2,65	3,77	2,01	4,07	4,18	4,32	3,93

### 2. Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta <sup>2)</sup>	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 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	5,04	5,09	5,02	5,31	5,46	5,87	5,51
Oct	10,64	8,10	6,88	8,40	8,38	5,29	5,07	5,08	5,11	5,38	5,63	6,05	5,59
Nov	10,50	8,38	6,90	8,36	8,47	5,28	5,03	5,10	5,11	5,38	5,60	5,95	5,49
Dic	10,46	8,05	6,93	8,17	8,26	5,32	5,03	5,07	5,18	5,40	5,67	5,83	5,43
2008 Ene	10,46	8,11	7,00	8,50	8,48	5,32	5,02	5,07	5,14	5,37	5,59	5,93	5,49
Feb	10,44	8,52	7,21	8,44	8,71	5,26	4,96	5,01	5,09	5,40	5,55	5,86	5,51

### 3. Tipos de interés aplicados a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta <sup>2)</sup>	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1
2007 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		6,62	6,08	5,96	5,30	5,35	5,62	5,48
2008 Ene		6,62	5,93	5,92	5,27	5,12	5,35	5,25
Feb		6,51	5,84	5,85	5,23	5,04	5,46	5,14

Fuente: BCE.

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

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

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

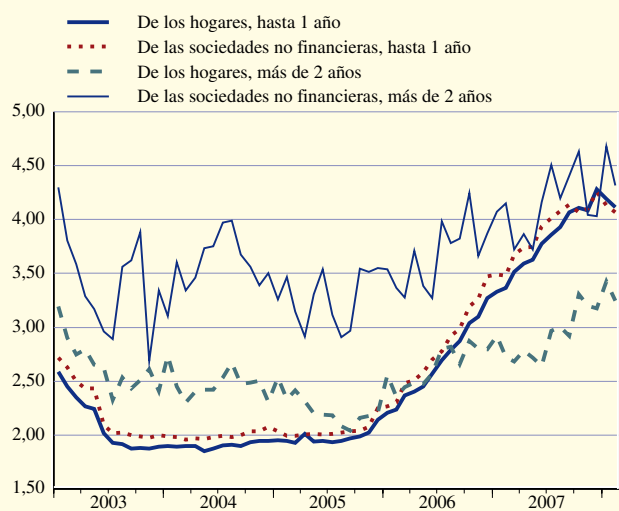
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>1),2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 Mar	1,02	3,16	3,05	2,39	3,14	1,71	3,61	3,93	3,54
Apr	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	3,95	3,03	2,57	3,68	1,95	4,34	4,16	4,01
2008 Ene	1,20	3,98	3,06	2,57	3,75	2,01	4,27	4,20	4,01
Feb	1,21	3,99	3,11	2,65	3,77	2,01	4,23	4,24	3,97

**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 Mar	5,14	4,45	4,79	8,62	6,88	5,95	5,44	4,90	4,84
Apr	5,14	4,48	4,80	8,68	6,96	5,97	5,50	4,95	4,87
May	5,16	4,48	4,82	8,71	6,95	5,97	5,50	4,99	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	5,35	5,14
Oct	5,49	4,68	4,98	9,02	7,10	6,16	5,96	5,44	5,22
Nov	5,48	4,72	4,99	8,86	7,12	6,21	5,96	5,49	5,22
Dic	5,53	4,75	5,00	8,97	7,13	6,22	6,08	5,57	5,28
2008 Ene	5,61	4,76	5,01	9,00	7,16	6,24	6,06	5,55	5,27
Feb	5,60	4,82	5,04	9,06	7,22	6,28	5,98	5,52	5,31

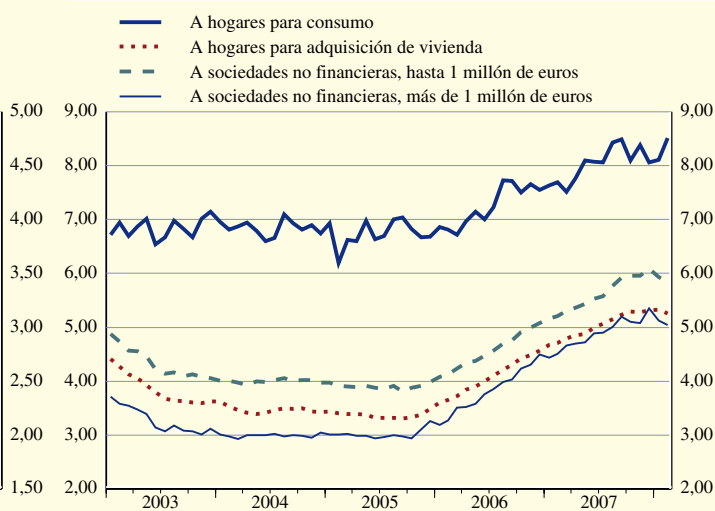
**C21 Nuevos depósitos a plazo**

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.



#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

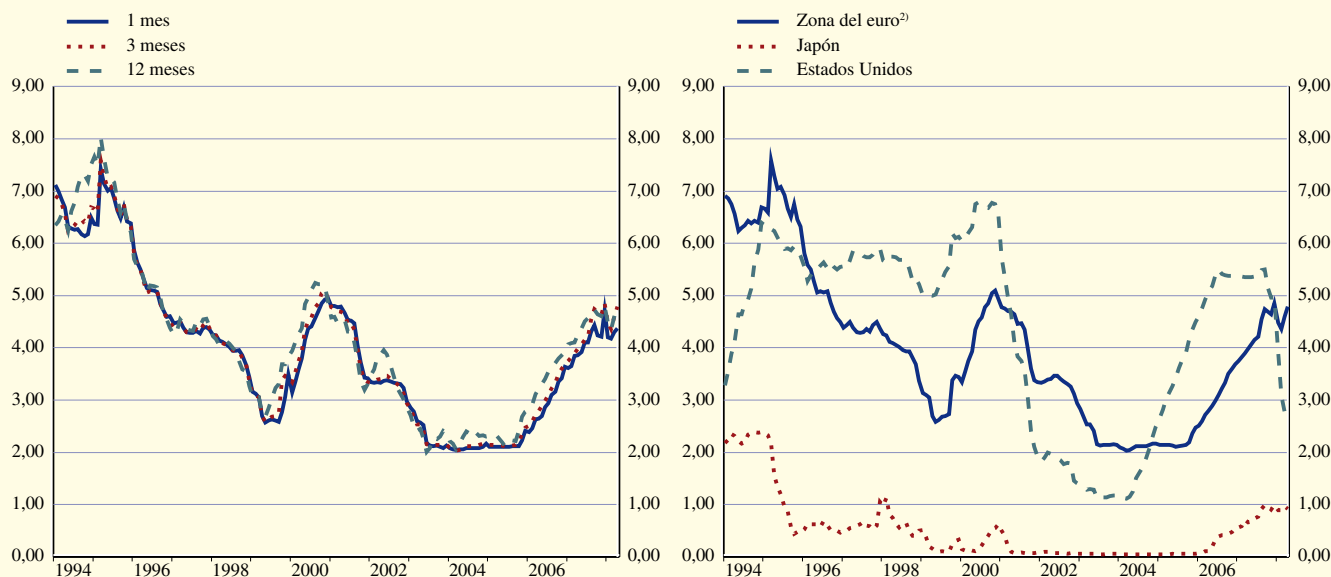
	Zona del euro <sup>1),2)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2007 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
2008 I	4,05	4,23	4,48	4,48	4,48	3,26	0,92
2007 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
Mar	4,09	4,30	4,60	4,59	4,59	2,78	0,97
Abr	3,99	4,37	4,78	4,80	4,82	2,79	0,92

#### C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro<sup>2)</sup>

(mensuales; en porcentaje)

#### C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

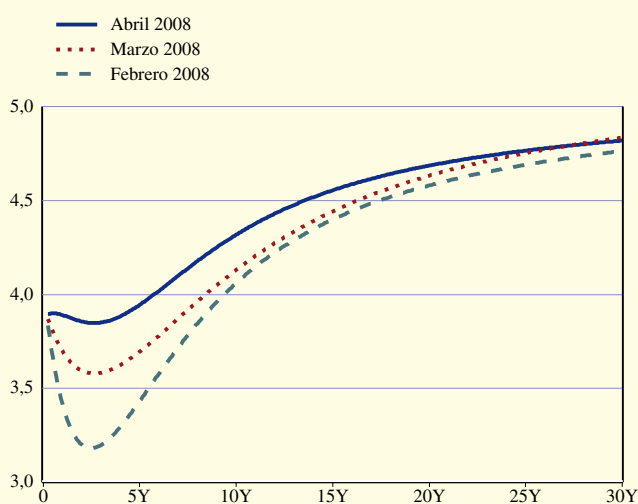
2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

#### 4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro<sup>1)</sup>

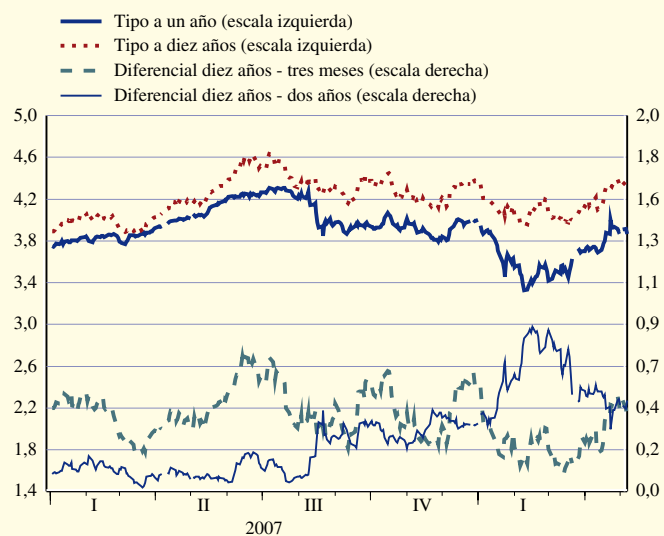
(deuda de las administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

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

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



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



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

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

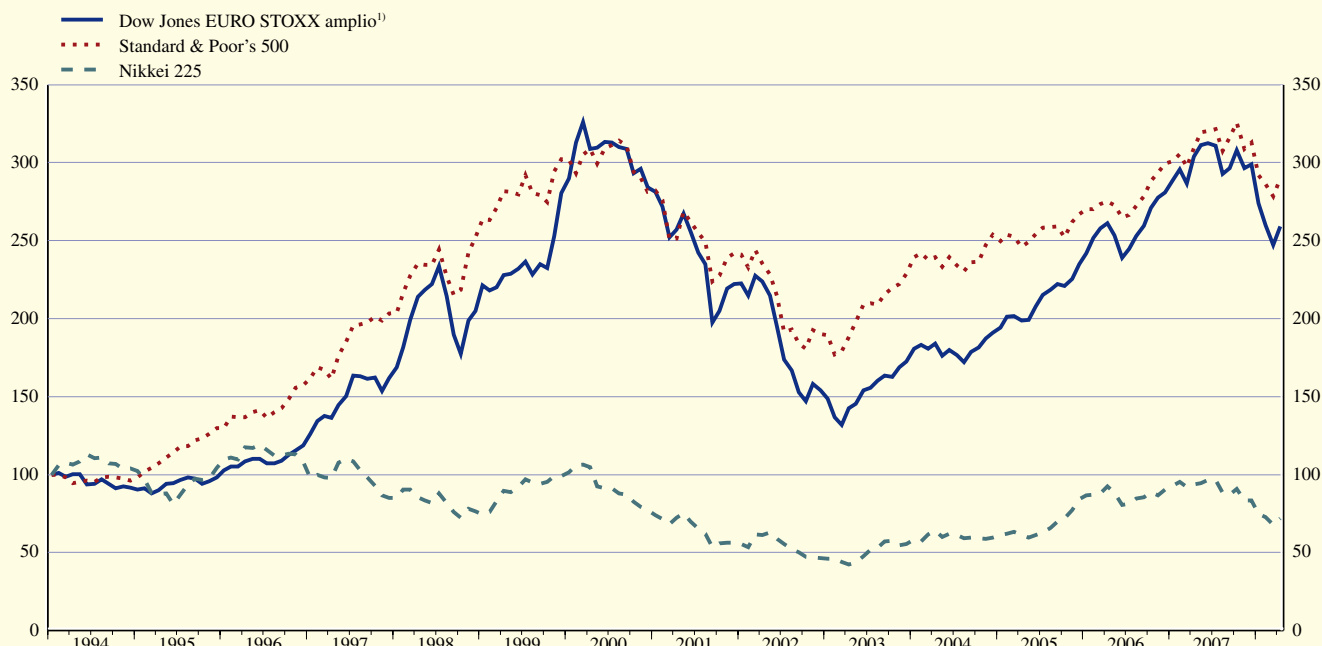
## 4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX <sup>1)</sup>												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2007 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
2008 I	361,8	3.809,4	520,9	194,0	327,1	412,0	318,1	413,3	339,2	573,3	490,1	454,4	1.351,7	13.372,7
2007 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
Mar	342,9	3.587,3	511,4	184,7	317,6	395,2	300,8	394,7	308,9	540,2	444,9	414,1	1.317,5	12.586,6
Abr	359,6	3.768,1	553,9	189,3	324,6	423,2	326,5	406,2	312,8	550,2	449,3	429,6	1.370,5	13.382,1

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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

# PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Índice armonizado de precios de consumo<sup>1)</sup>

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados <sup>2)</sup>	
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
% del total <sup>3)</sup>	100,0	100,0	82,6	59,1	40,9	100,0	11,9	7,6	29,8	9,8	40,9	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	0,2	-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	0,4	1,0	0,7	1,8	2,4
II	104,4	1,9	1,9	1,5	2,6	0,8	0,5	0,8	0,2	3,3	0,7	1,9	2,1
III	104,4	1,9	2,0	1,5	2,5	0,5	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	2,6	1,2	0,3	2,9	0,6	3,1	1,8
2007 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	0,1	0,6	0,1	0,0	-0,3	0,2	3,3	1,8
2008 Ene	105,8	3,2	2,3	3,7	2,5	0,4	0,8	0,3	0,0	1,6	0,2	3,4	2,1
Feb	106,2	3,3	2,4	3,8	2,4	0,2	0,7	-0,3	0,2	0,1	0,2	3,4	2,1
Mar	107,2	3,6	2,7	4,1	2,8	0,6	0,3	0,7	0,1	2,3	0,5	3,7	2,4
Abr <sup>4)</sup>	.	3,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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 <sup>3)</sup>	19,5	11,9	7,6	39,6	29,8	9,8	10,1	6,0	6,1	3,3	14,7	6,8
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
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 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	4,9	5,9	3,3	3,1	0,7	10,6	2,6	1,9	3,1	-2,9	3,0	3,3
Feb	5,2	6,5	3,3	3,1	0,8	10,4	2,5	1,9	3,0	-3,1	3,1	3,2
Mar	5,6	6,8	3,8	3,4	0,9	11,2	2,5	1,9	3,3	-1,5	3,7	3,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.
- En el año 2008.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales que abarcan normalmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre el precio de la energía.

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción <sup>1)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>	Precios de materias primas en los mercados mundiales <sup>3)</sup>	Precios del petróleo <sup>4)</sup> (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía					
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
Total		Total excluida energía													
% del total <sup>5)</sup>	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	105,8	2,3	2,6	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	4,0	4,1	7,5	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	7,8	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	3,8	4,5	3,9	9,2	52,8
2007 I	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	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	1,7	-0,4	4,3	5,0 <sup>6)</sup>	-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	7,0	3,1	4,0 <sup>6)</sup>	23,5	1,6	61,0
2008 I	123,6	5,4	5,4	3,6	4,1	1,5	4,4	2,3	4,7	11,7	-	-	36,5	11,9	64,2
2007 Nov	121,6	4,3	4,8	3,2	3,7	1,5	3,7	1,9	4,0	8,1	-	-	26,9	-0,1	62,8
Dic	121,7	4,4	4,8	3,2	3,5	1,5	3,9	2,0	4,3	8,6	-	-	24,1	1,4	62,8
2008 Ene	122,7	5,0	5,1	3,4	3,8	1,3	4,2	2,3	4,6	10,8	-	-	37,5	10,4	62,4
Feb	123,6	5,4	5,4	3,6	4,2	1,5	4,3	2,3	4,7	11,7	-	-	37,2	15,0	64,1
Mar	124,4	5,7	5,6	3,7	4,2	1,5	4,6	2,5	5,0	12,7	-	-	34,8	10,3	66,1
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	32,7	5,8	69,8

### 3. Costes laborales por hora<sup>7)</sup>

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados <sup>8)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total <sup>5)</sup>	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	113,7	2,5	2,3	3,1	2,9	2,6	2,2	2,1
2005	116,8	2,7	2,7	2,8	2,6	2,4	2,9	2,1
2006	119,7	2,5	2,6	2,2	3,3	2,1	2,1	2,3
2007	122,7	2,5	2,6	2,2	2,6	3,0	2,4	2,2
2006 IV	120,7	2,1	2,2	1,7	2,7	2,3	1,7	2,5
2007 I	121,5	2,2	2,3	2,0	2,5	1,9	2,1	2,0
II	122,3	2,6	2,8	2,3	2,9	3,1	2,4	2,3
III	123,1	2,5	2,6	2,3	2,2	3,4	2,5	2,2
IV	124,0	2,7	2,9	2,2	2,8	3,7	2,5	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. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales		
	1	2	3	4	5	6	7		
Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>									
2004	107,6	0,8	-11,3	-1,2	3,3	0,3	2,2	2,1	
2005	108,8	1,1	7,7	-0,6	3,3	0,8	1,6	1,9	
2006	109,9	1,0	1,0	-0,6	1,6	0,6	2,2	2,5	
2007	111,6	1,5	0,6	-0,6	4,2	0,4	3,3	1,7	
2006 IV	109,9	0,2	-0,5	-1,3	2,0	-0,2	2,0	0,7	
2007 I	110,9	1,0	0,6	-1,2	1,7	-0,4	3,5	1,9	
II	111,6	1,4	1,3	0,1	4,8	0,1	3,8	0,7	
III	111,5	1,4	1,6	-1,3	5,4	0,7	2,8	1,9	
IV	112,1	2,0	-0,3	-0,4	5,0	1,4	3,1	2,3	
Remuneración por asalariado									
2004	110,0	2,1	1,3	2,8	3,0	1,4	1,8	2,4	
2005	112,0	1,8	2,0	1,6	2,5	1,7	2,1	1,8	
2006	114,5	2,2	1,4	3,3	3,3	1,7	1,8	1,8	
2007	117,1	2,3	2,7	2,4	3,4	1,8	2,6	2,1	
2006 IV	115,2	1,8	2,5	2,8	3,4	2,0	2,0	0,3	
2007 I	116,3	2,4	2,5	2,1	3,7	1,8	3,2	2,3	
II	116,9	2,2	3,0	2,8	2,6	1,9	2,8	1,4	
III	117,2	2,2	3,1	2,1	3,5	1,8	2,3	2,1	
IV	118,0	2,5	2,1	2,6	3,5	1,8	2,4	2,6	
Productividad del trabajo <sup>2)</sup>									
2004	102,2	1,3	14,2	4,0	-0,3	1,1	-0,4	0,3	
2005	102,9	0,7	-5,3	2,2	-0,8	0,8	0,5	-0,1	
2006	104,1	1,2	0,3	3,9	1,7	1,1	-0,4	-0,7	
2007	105,0	0,8	2,1	3,0	-0,8	1,3	-0,6	0,4	
2006 IV	104,8	1,6	3,0	4,2	1,3	2,2	0,0	-0,5	
2007 I	104,9	1,4	1,9	3,3	2,0	2,2	-0,3	0,4	
II	104,8	0,8	1,7	2,8	-2,1	1,8	-0,9	0,7	
III	105,1	0,8	1,5	3,4	-1,8	1,0	-0,5	0,3	
IV	105,3	0,5	2,5	3,0	-1,4	0,3	-0,7	0,3	

#### 5. Deflatores del producto interior bruto

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

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

## 5.2 Producto y demanda

### 1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2004	7.792,6	7.641,6	4.467,7	1.590,8	1.576,0	7,0	151,0	2.849,7	2.698,7
2005	8.075,0	7.967,6	4.634,8	1.654,9	1.664,5	13,3	107,4	3.063,2	2.955,9
2006	8.463,9	8.373,6	4.823,4	1.721,1	1.800,8	28,4	90,3	3.398,9	3.308,7
2007	8.873,2	8.740,3	4.991,2	1.785,0	1.925,9	38,2	132,8	3.650,9	3.518,1
2006 IV	2.154,6	2.118,6	1.221,0	434,0	463,8	-0,2	36,0	880,7	844,7
2007 I	2.185,1	2.153,3	1.227,1	441,2	474,4	10,5	31,8	890,2	858,4
II	2.207,1	2.170,2	1.242,6	444,0	477,2	6,4	36,9	904,2	867,3
III	2.231,2	2.199,0	1.254,4	448,8	484,1	11,8	32,2	923,6	891,4
IV	2.249,8	2.217,9	1.267,1	451,0	490,2	9,5	32,0	933,0	901,0
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2007	100,0	98,5	56,3	20,1	21,7	0,4	1,5	-	-
<i>Precios encadenados (correspondientes al año anterior y desestacionalizados) <sup>3)</sup></i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2006 IV	0,8	0,2	0,5	0,5	1,5	-	-	3,3	1,7
2007 I	0,7	0,9	0,1	1,0	1,3	-	-	0,8	1,3
II	0,3	0,1	0,6	0,2	0,0	-	-	0,9	0,3
III	0,7	0,9	0,5	0,6	1,1	-	-	2,0	2,5
IV	0,4	0,0	-0,1	-0,1	0,8	-	-	0,6	-0,3
<i>tasas de variación interanual</i>									
2004	2,1	1,9	1,6	1,4	2,4	-	-	7,2	7,0
2005	1,6	1,8	1,6	1,5	3,0	-	-	4,7	5,5
2006	2,8	2,6	1,8	2,0	5,0	-	-	7,9	7,7
2007	2,6	2,2	1,5	2,2	4,3	-	-	6,0	5,2
2006 IV	3,2	2,4	2,1	2,3	5,5	-	-	9,0	7,1
2007 I	3,2	2,9	1,4	2,2	6,3	-	-	6,6	5,9
II	2,5	2,0	1,6	2,2	3,5	-	-	6,0	5,0
III	2,7	2,1	1,7	2,4	3,9	-	-	7,2	5,9
IV	2,2	1,9	1,1	1,8	3,2	-	-	4,4	3,8
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2006 IV	0,8	0,2	0,3	0,1	0,3	-0,5	0,6	-	-
2007 I	0,7	0,9	0,0	0,2	0,3	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	0,2	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 intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2004	2,1	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,6	1,8	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	0,9	0,4	0,9	0,0	0,4	-	-
2006 IV	3,2	2,4	1,2	0,5	1,1	-0,4	0,8	-	-
2007 I	3,2	2,8	0,8	0,5	1,3	0,2	0,3	-	-
II	2,5	2,0	0,9	0,5	0,7	-0,1	0,5	-	-
III	2,7	2,1	1,0	0,5	0,8	-0,2	0,6	-	-
IV	2,2	1,9	0,6	0,4	0,7	0,2	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
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>								
2004	6.995,9	153,1	1.434,7	412,9	1.483,9	1.911,4	1.599,9	796,7
2005	7.235,5	141,6	1.467,5	439,9	1.520,3	2.004,2	1.662,0	839,5
2006	7.558,0	138,7	1.531,9	482,8	1.572,0	2.110,3	1.722,4	905,9
2007	7.920,3	150,1	1.614,0	520,3	1.633,2	2.218,9	1.783,8	952,9
2006 IV	1.921,8	35,3	389,6	125,0	400,4	536,9	434,7	232,8
2007 I	1.948,1	35,8	397,2	128,7	403,3	542,8	440,3	236,9
II	1.969,9	36,4	402,4	128,9	406,9	551,1	444,3	237,1
III	1.995,0	38,6	407,5	130,8	411,3	558,4	448,5	236,2
IV	2.007,2	39,3	406,9	131,9	411,7	566,6	450,8	242,7
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2007	100,0	1,9	20,4	6,6	20,6	28,0	22,5	-
<i>Precios encadenados (correspondientes al año anterior y desestacionalizados) <sup>1)</sup></i>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2006 IV	0,8	0,3	0,9	1,2	0,8	0,9	0,3	1,3
2007 I	0,9	1,7	1,1	1,7	0,7	0,8	0,6	-0,5
II	0,5	-1,2	0,6	-1,4	0,7	0,7	0,5	-0,9
III	0,7	-0,5	1,3	0,3	0,9	0,7	0,3	0,7
IV	0,4	1,4	0,4	0,2	0,0	0,7	0,2	0,2
<i>tasas de variación interanual</i>								
2004	2,2	10,9	2,7	0,9	2,3	1,8	1,6	1,0
2005	1,6	-6,1	1,0	1,7	1,6	2,9	1,3	1,5
2006	2,7	-1,1	3,5	4,5	2,6	3,3	1,2	3,1
2007	2,8	1,3	3,6	3,0	3,1	3,1	1,7	0,5
2006 IV	3,3	0,6	4,1	5,3	3,6	3,7	1,4	2,9
2007 I	3,4	2,0	3,7	7,0	3,6	3,6	1,7	1,5
II	2,7	0,5	3,3	2,4	3,1	3,0	1,8	0,2
III	2,9	0,3	4,0	1,8	3,2	3,2	1,8	0,7
IV	2,5	1,4	3,5	0,8	2,4	3,0	1,6	-0,4
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2006 IV	0,8	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2007 I	0,9	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	-
II	0,5	0,0	0,1	-0,1	0,2	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	0,0	-
<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	0,4	-
2005	1,6	-0,1	0,2	0,1	0,3	0,8	0,3	-
2006	2,7	0,0	0,7	0,3	0,6	0,9	0,3	-
2007	2,8	0,0	0,7	0,2	0,6	0,9	0,4	-
2006 IV	3,3	0,0	0,8	0,3	0,8	1,0	0,3	-
2007 I	3,4	0,0	0,8	0,4	0,7	1,0	0,4	-
II	2,7	0,0	0,7	0,2	0,7	0,8	0,4	-
III	2,9	0,0	0,8	0,1	0,7	0,9	0,4	-
IV	2,5	0,0	0,7	0,1	0,5	0,8	0,4	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total <sup>1)</sup>	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	Total
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	1,3	103,9	1,3	1,3	1,1	0,8	2,9	0,4	-0,9	0,7	1,4	0,4
2006	4,0	108,1	4,0	4,4	4,4	4,9	5,9	2,5	4,2	2,2	0,8	4,2
2007	3,5	111,8	3,4	4,0	3,9	3,8	5,8	2,4	1,2	2,6	-0,4	3,4
2007 I	4,7	110,5	3,9	5,9	5,9	6,7	7,0	3,8	4,5	3,6	-7,6	10,9
II	3,0	111,0	2,8	3,3	3,2	3,2	4,8	2,1	1,5	2,2	-0,2	2,7
III	3,7	112,6	3,9	4,2	4,1	3,5	6,6	3,0	2,0	3,1	1,3	1,9
IV	2,7	113,0	3,1	2,6	2,4	1,9	5,0	0,9	-2,7	1,6	5,9	-0,5
2007 Sep	2,9	112,4	3,3	3,1	2,9	2,8	5,4	1,8	0,6	2,0	3,7	0,5
Oct	4,4	113,2	4,4	4,0	3,9	3,3	7,1	2,0	0,3	2,3	7,0	3,2
Nov	2,5	112,8	3,1	2,4	2,1	1,7	4,9	0,7	-3,8	1,5	6,4	-1,4
Dic	1,1	112,9	1,8	1,4	1,1	0,6	3,0	0,0	-5,0	0,8	4,6	-3,6
2008 Ene	3,2	113,6	3,4	3,3	3,2	2,3	6,8	1,6	0,2	1,9	3,3	2,3
Feb	3,5	114,1	3,4	3,2	3,5	2,4	7,2	0,7	-1,1	1,0	4,2	4,4
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2007 Sep	-1,0	-	-1,0	-1,3	-1,4	-1,5	-1,2	-1,6	-3,9	-1,2	0,4	-0,3
Oct	1,0	-	0,8	0,7	0,7	0,8	1,1	0,2	0,0	0,3	0,9	1,8
Nov	-0,6	-	-0,4	-0,5	-0,6	-0,9	-0,2	-0,4	-2,0	-0,2	0,2	-1,7
Dic	0,2	-	0,1	0,3	0,4	0,7	-0,3	0,1	-0,2	0,2	0,4	-0,1
2008 Ene	0,9	-	0,7	1,1	1,2	0,8	2,4	0,7	2,4	0,5	-4,3	2,2
Feb	0,7	-	0,4	0,4	0,6	0,5	1,0	-0,3	-0,5	-0,3	1,1	1,5

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera <sup>2)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles <sup>3)</sup>	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,2	106,7	1,2	0,6	1,7	2,3	1,2	939	0,9
2006	119,3	9,3	118,9	7,3	2,9	108,4	1,6	0,3	2,5	2,8	4,4	968	3,0
2007	128,9	8,4	126,1	6,3	2,4	109,4	0,9	-0,3	1,8	3,2	1,8	963	-0,5
2007 II	129,4	10,6	125,8	6,3	2,2	109,3	1,0	-0,2	1,8	3,2	2,6	950	-2,6
III	129,1	6,6	127,4	6,3	2,6	109,9	1,4	-0,6	2,8	5,7	2,5	965	2,1
IV	131,9	8,4	127,1	5,2	2,1	109,1	-0,4	-0,8	0,0	0,1	-1,6	981	0,3
2008 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	950	-0,6
2007 Oct	131,9	11,3	127,5	9,4	3,1	109,4	0,9	0,7	1,3	2,1	-0,1	973	0,9
Nov	134,3	11,4	128,0	4,6	2,2	108,9	-0,5	-1,1	-0,2	-0,8	-2,3	960	-3,7
Dic	129,4	2,2	125,9	1,6	1,3	108,9	-1,3	-1,8	-0,8	-1,0	-2,3	1.009	4,1
2008 Ene	132,3	7,2	132,1	7,4	3,6	109,5	0,7	-1,7	2,4	2,9	0,3	955	-1,3
Feb	133,1	10,0	131,7	10,0	4,2	109,3	1,0	-0,4	1,8	3,8	-0,8	981	5,7
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	913	-4,8
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2007 Oct	-	2,9	-	0,6	-0,1	-	-0,5	-0,3	-0,6	-3,1	-0,5	-	0,2
Nov	-	1,8	-	0,4	-0,1	-	-0,5	-0,8	-0,3	-0,6	-0,8	-	-1,3
Dic	-	-3,7	-	-1,6	0,3	-	0,1	-0,2	0,1	0,3	0,6	-	5,1
2008 Ene	-	2,3	-	4,9	0,9	-	0,5	0,0	1,0	1,9	0,5	-	-5,4
Feb	-	0,5	-	-0,3	0,0	-	-0,2	0,0	-0,3	1,0	-0,4	-	2,8
Mar	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	-6,9

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 del cuadro 4 de la sección 5.2 (cálculos del BCE basados en datos de AEFA, Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

1) En el año 2000.

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

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

## 5.2 Producto y demanda

(Saldos netos <sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores <sup>3)</sup>				
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) <sup>3)</sup>	Total <sup>4)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004	98,7	-5	-15	8	10	81,5	-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
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
2008 I	100,5	0	-1	7	10	83,7	-12	-7	-17	11	-12
2007 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	100,2	0	-2	7	10	-	-12	-7	-18	12	-12
Mar	99,6	0	-1	7	8	-	-12	-7	-17	11	-13
Abr	97,1	-2	-5	9	8	83,5	-12	-8	-19	11	-12

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

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

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

## 5.3 Mercado de trabajo<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total <sup>2)</sup>	100,0	100,0	85,0	15,0	4,1	17,1	7,7	25,4	15,7	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	137,871	0,7	0,7	0,9	-2,9	-1,3	1,2	1,2	2,3	1,3
2005	139,146	0,9	1,0	0,4	-0,9	-1,2	2,5	0,8	2,4	1,4
2006	141,343	1,6	1,7	0,8	-1,4	-0,4	2,8	1,5	3,7	1,8
2007	143,827	1,8	1,9	0,9	-0,8	0,5	3,8	1,7	3,8	1,3
2006 IV	142,087	1,6	1,7	1,0	-2,6	-0,3	3,9	1,3	3,7	1,8
2007 I	142,940	1,8	2,0	0,6	0,1	0,5	5,0	1,3	3,9	1,3
II	143,638	1,7	1,9	0,6	-1,0	0,7	4,6	1,3	3,9	1,1
III	144,230	1,9	1,9	1,8	-1,1	0,4	3,6	2,2	3,6	1,5
IV	144,501	1,7	1,9	0,5	-1,2	0,3	2,2	2,1	3,7	1,3
	<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>									
2006 IV	0,527	0,4	0,4	0,3	-0,5	0,1	1,5	0,1	0,7	0,4
2007 I	0,853	0,6	0,6	0,5	1,2	0,2	1,9	0,5	1,2	0,2
II	0,698	0,5	0,5	0,4	-0,6	0,1	0,4	0,8	1,0	0,4
III	0,592	0,4	0,4	0,5	-1,1	0,1	-0,2	0,8	0,7	0,5
IV	0,271	0,2	0,4	-0,9	-0,5	0,0	0,2	0,0	0,8	0,2

### 2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total <sup>2)</sup>	100,0		78,1		21,9		49,6		50,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	13,097	8,8	10,157	7,7	2,939	17,0	6,557	7,9	6,540	9,9
2005	13,285	8,8	10,339	7,8	2,946	17,1	6,697	8,0	6,588	9,9
2006	12,509	8,2	9,769	7,2	2,740	16,1	6,213	7,4	6,297	9,3
2007	11,365	7,4	8,890	6,5	2,476	14,8	5,587	6,6	5,778	8,4
2007 I	11,615	7,6	9,101	6,7	2,514	15,0	5,697	6,7	5,918	8,7
II	11,434	7,5	8,951	6,6	2,483	14,8	5,598	6,6	5,836	8,5
III	11,293	7,3	8,837	6,5	2,456	14,6	5,567	6,6	5,726	8,3
IV	11,119	7,2	8,669	6,3	2,449	14,6	5,486	6,4	5,633	8,2
2008 I	10,967	7,1	8,528	6,2	2,438	14,5	5,383	6,3	5,584	8,1
2007 Oct	11,182	7,3	8,722	6,4	2,460	14,7	5,513	6,5	5,669	8,2
Nov	11,115	7,2	8,669	6,3	2,445	14,6	5,485	6,4	5,629	8,2
Dic	11,060	7,2	8,617	6,3	2,443	14,6	5,458	6,4	5,602	8,1
2008 Ene	11,014	7,1	8,569	6,2	2,445	14,6	5,403	6,3	5,611	8,1
Feb	10,956	7,1	8,522	6,2	2,434	14,5	5,375	6,3	5,581	8,1
Mar	10,930	7,1	8,495	6,2	2,436	14,5	5,370	6,3	5,560	8,0

Fuente: Eurostat.

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

2) En el año 2006.

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

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

# FINANZAS PÚBLICAS

## 6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos

	Total		Recursos corrientes									Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>	
	1	2	Impuest. directos	Hogares		Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	12		Impuest. sobre el capital
				3	4										
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0	
2000	46,5	46,2	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6	
2001	45,7	45,5	12,3	9,2	2,7	13,5	0,5	15,6	8,1	4,7	2,2	0,2	0,3	41,7	
2002	45,2	44,8	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2	
2003	45,0	44,4	11,4	8,8	2,3	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,0	
2004	44,6	44,1	11,3	8,5	2,5	13,5	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8	
2005	44,9	44,4	11,6	8,6	2,6	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,0	
2006	45,5	45,2	12,1	8,8	3,0	13,9	0,3	15,4	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,6	
2007	45,7	45,4	12,5	9,0	3,2	13,9	0,3	15,2	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,9	

### 2. Zona del euro - empleos

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios <sup>3)</sup>	
	1	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	10	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por inst. de la UE		
														2
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,1	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2000	46,5	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,7	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,6
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,2	10,5	4,9	3,3	25,4	22,6	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,8	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,1	3,0	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2006	46,8	43,0	10,2	5,0	2,9	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9
2007	46,3	42,5	10,1	5,0	3,0	24,5	21,7	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,3

### 3. Zona del euro - déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público <sup>4)</sup>							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
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	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,5	3,9	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,8	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	2,0	19,8	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3
2007	-0,6	-1,1	0,0	0,0	0,5	2,3	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,2

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

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

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

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

## 6.2 Deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>				Otros acreedores <sup>3)</sup>
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1998	72,8	2,7	15,2	5,3	49,5	52,4	26,5	14,5	11,4	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,3	50,5	48,8	25,4	13,8	9,7	23,2
2000	69,3	2,7	13,1	3,7	49,7	44,2	22,0	12,4	9,8	25,1
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,1	10,4	26,2
2002	68,0	2,7	11,8	4,5	49,0	40,2	19,3	10,7	10,1	27,9
2003	69,2	2,1	12,4	5,0	49,7	39,4	19,5	11,2	8,7	29,7
2004	69,6	2,2	11,9	5,0	50,5	37,6	18,4	10,8	8,3	32,0
2005	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3	35,5	17,2	11,1	7,2	34,7
2006	68,5	2,5	11,4	4,1	50,5	33,8	17,5	9,4	6,9	34,6
2007	66,4	2,2	10,8	4,3	49,1	32,3	17,0	8,5	6,9	34,1

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

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

### 3. Países de la zona del euro

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

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

- 1) Los datos se refieren al Euro-15. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

### 6.3 Variaciones de la deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación <sup>2)</sup>	Efectos de valoración <sup>3)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup>	Efecto agregación <sup>5)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreeedores residentes <sup>6)</sup>	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores <sup>7)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,6	-0,2	-0,2	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,8	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,7	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,7	3,9
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,5	0,0	1,1	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,9	0,1	0,3	-0,5	1,0

#### 2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) <sup>8)</sup>	Ajuste entre déficit y deuda <sup>9)</sup>											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros <sup>10)</sup>
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones <sup>11)</sup>	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	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	-0,1	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	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,9	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2006	1,5	-1,3	0,1	0,4	0,4	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,3
2007	1,1	-0,6	0,4	0,5	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1

Fuente: BCE.

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



## 6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales<sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2001 IV	49,0	48,6	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	43,9
2002 I	41,8	41,4	10,1	12,7	15,4	1,7	0,8	0,4	0,2	38,4
II	45,5	45,0	12,5	12,7	15,5	1,9	1,5	0,5	0,3	41,0
III	43,4	43,0	11,1	12,7	15,4	1,9	0,8	0,4	0,3	39,5
IV	49,1	48,5	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,0
2003 I	41,9	41,4	9,7	12,8	15,5	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	41,3	40,8	9,5	12,8	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	37,9
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	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
IV	49,3	48,3	13,0	14,4	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	43,9
2005 I	41,9	41,4	9,9	12,9	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,3
II	44,6	44,0	11,8	13,2	15,2	2,0	1,0	0,6	0,3	40,5
III	43,2	42,6	11,0	12,9	15,2	2,0	0,8	0,7	0,3	39,4
IV	49,4	48,6	13,4	14,3	16,1	2,9	0,9	0,8	0,3	44,1
2006 I	42,5	42,0	10,2	13,3	15,2	1,7	0,8	0,5	0,3	38,9
II	45,7	45,3	12,5	13,6	15,2	2,0	1,2	0,5	0,3	41,6
III	43,5	43,0	11,4	12,9	15,2	1,9	0,8	0,5	0,3	39,8
IV	49,8	49,1	14,2	14,4	15,9	2,9	0,9	0,6	0,3	44,8
2007 I	42,4	42,0	10,3	13,5	14,9	1,6	0,9	0,4	0,3	39,0
II	46,3	45,8	13,1	13,6	15,2	1,9	1,2	0,4	0,3	42,1
III	43,8	43,3	12,1	12,8	15,0	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
IV	49,8	49,3	14,5	14,2	15,9	2,8	0,9	0,6	0,3	44,9

### 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 IV	51,1	46,2	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-2,1	1,5
2002 I	46,1	42,7	10,3	4,3	3,7	24,5	21,1	1,3	3,4	2,0	1,5	-4,3	-0,6
II	46,5	43,1	10,3	4,9	3,5	24,3	21,1	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,1	2,5
III	46,7	43,1	10,0	4,7	3,5	24,8	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
IV	50,8	46,4	11,0	5,7	3,3	26,3	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	47,2	43,7	10,4	4,8	3,4	25,1	21,7	1,3	3,6	2,4	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	43,0	10,3	4,6	3,1	24,9	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,1	-1,9
II	46,6	43,3	10,4	4,9	3,3	24,8	21,4	1,3	3,3	2,3	1,0	-1,7	1,6
III	46,0	42,6	9,9	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,4	-0,2
IV	51,0	45,8	11,0	5,7	2,9	26,2	22,7	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,7	1,2
2005 I	46,8	43,1	10,2	4,7	3,1	25,1	21,3	1,2	3,7	1,9	1,9	-4,9	-1,8
II	46,3	42,9	10,2	5,0	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,5
III	45,7	42,3	9,9	4,8	2,9	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,5	0,5
IV	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,2	22,6	1,4	4,8	3,1	1,7	-1,3	1,4
2006 I	45,4	42,3	10,1	4,5	2,9	24,8	21,2	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
II	45,7	42,5	10,3	4,9	3,1	24,2	21,2	1,1	3,3	2,3	1,0	0,0	3,1
III	45,3	41,8	9,8	4,7	2,9	24,4	21,1	1,2	3,5	2,5	1,0	-1,8	1,1
IV	50,6	45,2	10,7	5,8	2,7	25,9	22,3	1,3	5,4	3,3	2,2	-0,8	1,9
2007 I	44,6	41,4	9,9	4,5	2,9	24,1	20,6	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,2	0,8
II	45,0	41,8	10,0	4,9	3,2	23,8	20,8	1,1	3,2	2,4	0,9	1,3	4,4
III	44,7	41,2	9,6	4,7	2,9	24,0	20,8	1,2	3,5	2,6	0,9	-0,9	2,0
IV	50,6	45,2	10,7	5,8	2,8	25,9	22,2	1,4	5,3	3,4	2,0	-0,7	2,0

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

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

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

### 6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero<sup>2)</sup>

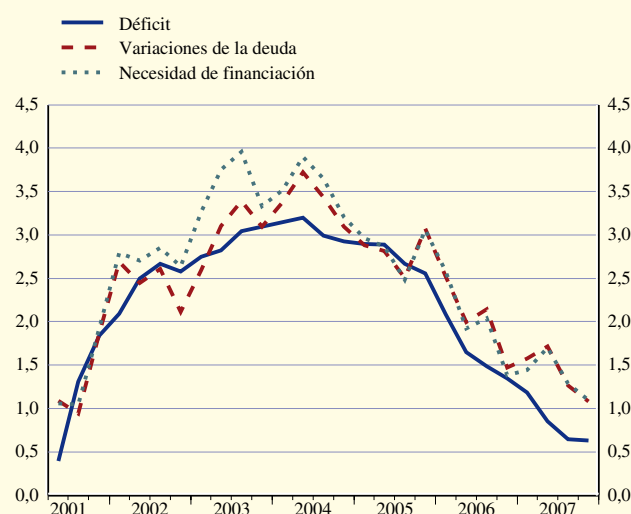
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2005 I	70,9	2,2	12,0	5,2	51,5
II	71,5	2,3	11,7	5,2	52,3
III	71,1	2,4	11,8	5,2	51,8
IV	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3
2006 I	70,6	2,5	11,7	4,9	51,4
II	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
III	70,1	2,5	11,6	4,7	51,3
IV	68,5	2,5	11,4	4,1	50,5
2007 I	68,9	2,4	11,4	4,8	50,2
II	69,0	2,2	11,2	5,1	50,6
III	68,1	2,1	11,0	5,2	49,7
IV	66,4	2,2	10,8	4,3	49,1

#### 2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

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

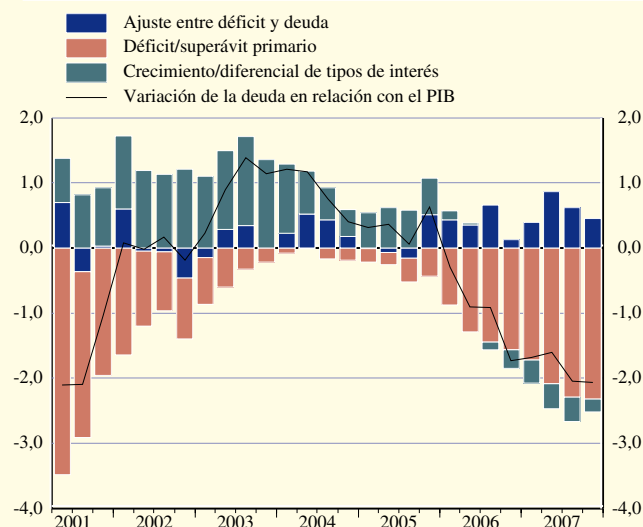
#### C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



#### C29 Deuda según los criterios Maastricht

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



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

1) Los datos se refieren al Euro-15.

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



## OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

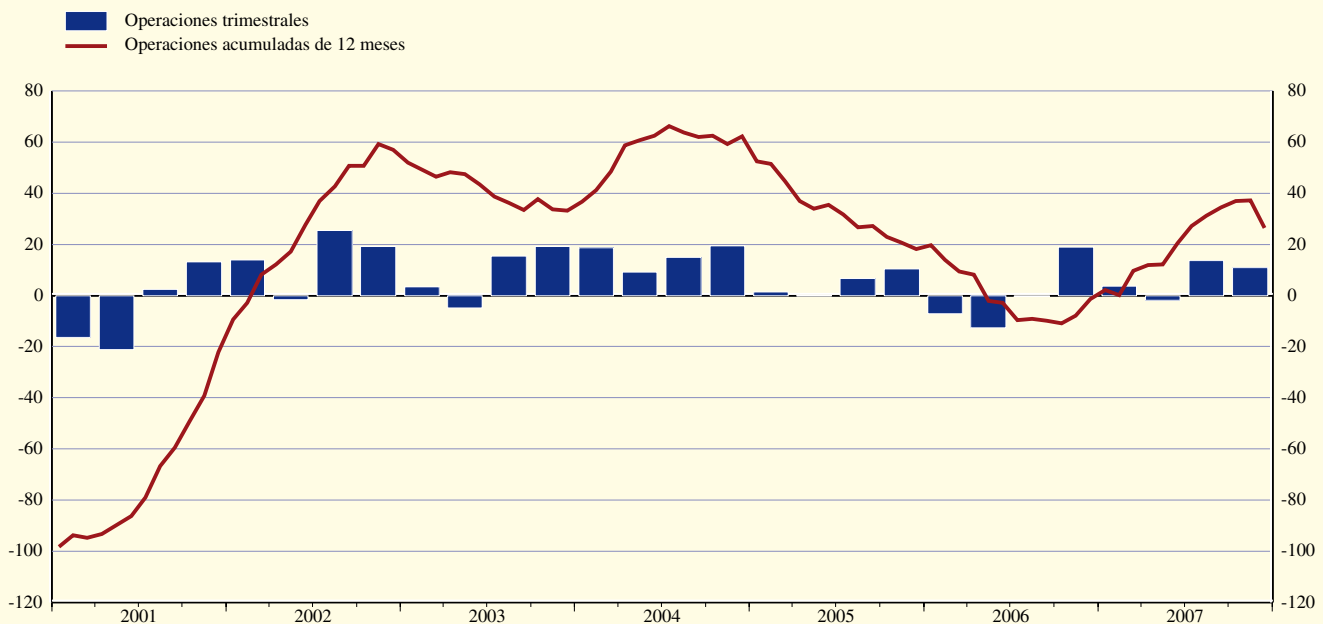
### 7.1 Resumen de la balanza de pagos<sup>1)</sup>

(mm de euros; operaciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera					Errores y omisiones	
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones		Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	18,1	48,3	37,3	5,4	-72,9	11,4	29,5	9,2	-216,4	131,4	-18,2	94,6	17,8	-38,8
2006	-1,3	19,2	42,3	15,1	-77,9	9,2	7,9	112,4	-144,7	266,3	2,4	-10,3	-1,4	-120,3
2007	26,4	55,6	51,5	3,0	-83,6	14,1	40,5	102,8	-94,8	253,9	-110,1	58,9	-5,2	-143,3
2006 IV	18,9	16,2	8,2	10,6	-16,2	4,6	23,5	-29,6	-50,9	117,7	-3,3	-90,4	-2,6	6,1
2007 I	3,7	8,6	9,4	6,9	-21,3	4,6	8,4	29,4	-14,3	142,6	-15,2	-82,2	-1,4	-37,8
II	-2,0	20,1	14,0	-19,4	-16,7	2,1	0,1	49,8	-57,9	90,4	-19,7	41,4	-4,4	-50,0
III	13,6	17,1	17,2	5,0	-25,6	1,6	15,2	97,5	-40,9	65,1	-26,8	104,4	-4,3	-112,7
IV	11,0	9,7	10,9	10,4	-20,1	5,8	16,8	-74,0	18,2	-44,2	-48,3	-4,7	4,9	57,2
2007 Feb	-3,7	2,5	3,2	2,8	-12,1	1,2	-2,5	9,1	-0,4	22,6	-6,5	-6,1	-0,6	-6,6
Mar	9,4	10,2	4,5	2,7	-7,9	1,2	10,6	-26,8	-2,4	76,8	-3,8	-99,4	2,0	16,2
Abr	-2,5	4,9	3,7	-3,4	-7,7	0,6	-1,9	51,8	-5,1	6,5	-9,5	61,4	-1,6	-49,8
May	-13,2	4,0	3,8	-16,0	-5,0	1,5	-11,7	7,0	-25,9	11,3	-1,9	24,3	-0,8	4,7
Jun	13,7	11,2	6,5	0,0	-4,0	0,0	13,8	-9,0	-26,9	72,6	-8,3	-44,3	-2,0	-4,8
Jul	6,3	7,8	5,6	0,7	-7,7	0,9	7,2	48,0	-0,1	20,6	-12,9	43,4	-3,0	-55,3
Ago	1,1	3,6	4,3	1,6	-8,5	0,2	1,3	66,5	0,5	3,8	-5,2	66,2	1,1	-67,8
Sep	6,2	5,7	7,2	2,8	-9,4	0,4	6,7	-17,0	-41,2	40,7	-8,8	-5,2	-2,4	10,3
Oct	4,6	6,9	4,1	3,6	-10,0	1,3	6,0	-49,1	29,5	-44,1	-6,0	-28,6	0,0	43,2
Nov	3,6	5,1	3,5	1,7	-6,6	1,0	4,7	-1,6	9,5	9,9	-31,4	10,1	0,2	-3,0
Dic	2,7	-2,3	3,3	5,1	-3,4	3,5	6,1	-23,2	-20,8	-10,1	-11,0	13,9	4,7	17,1
2008 Ene	-17,9	-7,3	2,6	-3,2	-10,1	2,4	-15,5	27,3	-29,9	49,3	-13,0	27,7	-6,8	-11,7
Feb	5,0	2,9	3,6	3,3	-4,9	2,3	7,3	-9,9	-13,8	34,8	2,4	-38,0	4,7	2,6
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2008 Feb	19,1	52,8	52,9	-1,2	-85,3	15,4	34,6	63,8	-126,7	272,2	-109,1	31,4	-3,9	-98,4

### C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

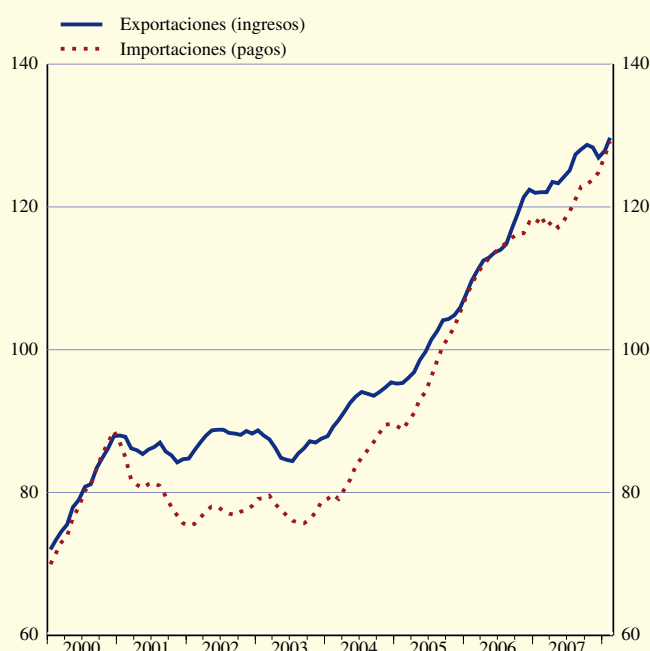
(mm de euros; operaciones)

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

	Cuenta corriente													Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes				Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
											Remesas trabajad.	Remesas trabajad.			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2005	2.090,7	2.072,6	18,1	1.220,3	1.172,0	405,9	368,5	378,7	373,3	85,8	5,3	158,8	14,6	24,3	12,9
2006	2.401,1	2.402,4	-1,3	1.391,2	1.372,0	437,0	394,8	483,7	468,6	89,2	5,4	167,0	16,9	23,7	14,5
2007	2.639,4	2.613,0	26,4	1.503,6	1.448,1	494,8	443,3	550,8	547,8	90,2	6,1	173,8	20,1	25,7	11,6
2006 IV	646,8	627,9	18,9	374,4	358,2	112,0	103,8	131,9	121,2	28,6	1,4	44,7	4,7	8,9	4,3
2007 I	627,5	623,7	3,7	361,5	352,8	111,4	101,9	127,6	120,6	27,0	1,4	48,3	4,6	7,7	3,1
II	656,0	658,0	-2,0	373,6	353,5	120,2	106,2	142,7	162,0	19,5	1,6	36,2	4,9	4,6	2,5
III	665,5	651,9	13,6	376,1	359,0	135,4	118,2	137,6	132,6	16,4	1,7	42,1	5,2	4,3	2,8
IV	690,3	679,4	11,0	392,4	382,7	127,8	116,9	142,9	132,6	27,1	1,4	47,2	5,3	9,1	3,2
2007 Dic	228,7	226,0	2,7	116,8	119,0	43,7	40,4	51,8	46,7	16,4	.	19,9	.	4,8	1,4
2008 Ene	213,4	231,3	-17,9	124,7	131,9	37,5	34,9	44,3	47,4	7,0	.	17,1	.	3,3	1,0
Feb	230,8	225,8	5,0	131,4	128,5	37,7	34,0	46,2	42,9	15,5	.	20,4	.	3,0	0,7
	Datos desestacionalizados														
2006 IV	631,5	627,4	4,1	367,2	353,6	111,8	102,3	129,1	127,3	23,4	.	44,2	.	.	.
2007 I	639,8	630,4	9,3	366,3	351,6	120,7	106,7	130,6	130,3	22,1	.	41,8	.	.	.
II	652,2	642,0	10,1	372,7	354,5	121,1	110,1	136,1	136,9	22,3	.	40,5	.	.	.
III	675,5	665,7	9,8	384,4	368,7	125,7	111,6	144,0	141,7	21,5	.	43,8	.	.	.
IV	669,8	673,6	-3,8	380,8	374,7	127,2	114,6	140,3	138,5	21,6	.	45,9	.	.	.
2007 Sep	227,1	224,9	2,2	128,9	124,5	42,4	37,1	48,9	48,6	7,0	.	14,6	.	.	.
Oct	225,2	222,7	2,5	128,3	122,7	41,7	37,6	48,3	46,4	6,9	.	15,9	.	.	.
Nov	224,3	223,4	0,9	128,0	124,2	42,9	38,0	47,5	47,4	5,9	.	13,7	.	.	.
Dic	220,3	227,5	-7,2	124,4	127,8	42,6	38,9	44,5	44,6	8,8	.	16,2	.	.	.
2008 Ene	225,6	233,6	-7,9	131,4	129,6	40,8	36,0	47,6	51,7	5,8	.	16,2	.	.	.
Feb	236,0	231,7	4,3	133,3	130,2	41,6	36,5	50,3	49,8	10,8	.	15,2	.	.	.

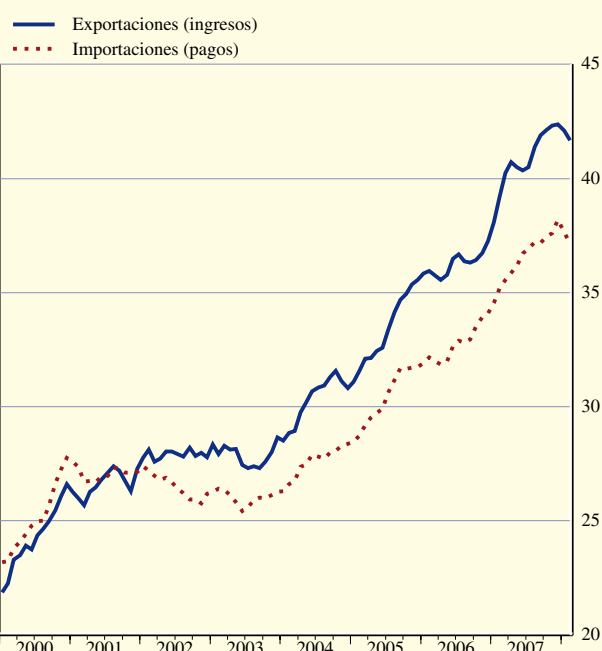
### C31 Bienes

(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	7,7	276,3	294,1	99,3	36,6	78,7	31,7	12,9	12,6	23,8	54,2	72,8	75,5	67,4	73,0
2005	15,7	9,3	363,1	364,0	140,2	38,5	97,6	-14,3	15,4	14,4	31,5	69,4	82,2	81,1	93,8	101,5
2006	16,5	10,0	467,2	458,6	171,4	36,8	106,0	39,0	19,7	17,3	39,1	99,2	102,2	85,6	134,7	150,5
2006 IV	4,3	2,6	127,6	118,7	47,8	10,3	28,4	8,8	5,5	5,0	8,2	19,0	28,2	23,1	37,9	43,2
2007 I	4,2	2,0	123,4	118,6	39,7	18,4	27,0	6,5	5,5	4,8	9,8	18,3	27,9	24,1	40,4	44,4
II	4,2	2,6	138,5	159,4	44,4	6,2	27,7	1,0	6,3	5,4	15,2	52,5	28,9	26,4	43,7	47,5
III	4,3	3,2	133,3	129,4	40,4	16,4	23,5	10,7	5,9	5,0	10,9	23,9	30,4	26,7	45,7	50,2
IV	4,6	2,7	138,3	129,8	44,0	12,2	22,4	0,7	6,9	5,5	9,0	20,8	30,8	28,9	47,5	52,2

### 3. Desagregación geográfica (operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
<b>Ingresos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	2.639,4	1.005,3	54,6	84,9	531,4	275,7	58,8	32,3	34,7	76,2	30,6	57,0	87,9	171,6	410,1	733,6
Bienes	1.503,6	545,2	34,4	55,0	236,7	219,0	0,0	18,3	18,3	60,1	22,9	34,0	67,3	84,8	194,9	457,7
Servicios	494,8	174,8	9,8	13,4	117,9	28,1	5,7	5,2	7,0	13,1	5,9	10,8	11,2	48,0	84,0	134,8
Renta	550,8	219,4	9,7	15,2	162,4	25,7	6,5	8,7	8,7	2,8	1,8	11,7	9,2	32,8	123,2	132,5
Rentas de la inversión	533,5	213,5	9,6	15,1	160,4	25,5	2,9	8,6	8,6	2,7	1,8	11,7	9,2	26,3	121,5	129,7
Tranferencias corrientes	90,2	65,9	0,7	1,3	14,4	2,8	46,5	0,2	0,7	0,2	0,0	0,5	0,2	6,0	8,0	8,5
<b>Cuenta de capital</b>	25,7	22,3	0,0	0,1	1,1	0,1	20,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,7	2,2
<b>Pagos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	2.613,0	865,2	44,1	80,5	427,1	214,2	99,2	-	29,2	-	-	95,0	-	166,6	361,2	-
Bienes	1.448,1	423,8	28,1	50,5	174,1	171,2	0,0	24,9	12,9	164,4	18,4	56,1	90,2	74,4	135,2	447,7
Servicios	443,3	142,2	9,5	11,2	92,1	29,2	0,2	4,2	6,8	10,4	3,9	8,1	8,2	35,4	91,9	132,2
Renta	547,8	190,1	5,9	17,4	149,7	9,7	7,4	-	7,5	-	-	30,4	-	51,1	126,7	-
Rentas de la inversión	537,2	183,7	5,8	17,3	148,3	4,9	7,4	-	7,4	-	-	30,3	-	50,6	125,6	-
Tranferencias corrientes	173,8	109,1	0,7	1,5	11,1	4,2	91,6	1,5	2,0	2,4	0,7	0,4	0,5	5,7	7,4	44,1
<b>Cuenta de capital</b>	11,6	1,9	0,0	0,1	1,0	0,3	0,5	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,2	7,3
<b>Neto</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	26,4	140,2	10,5	4,4	104,3	61,4	-40,4	-	5,5	-	-	-38,0	-	4,9	49,0	-
Bienes	55,6	121,4	6,3	4,6	62,6	47,9	0,0	-6,7	5,4	-104,3	4,5	-22,1	-22,9	10,5	59,7	10,1
Servicios	51,5	32,6	0,4	2,2	25,7	-1,1	5,5	1,0	0,2	2,7	2,0	2,7	3,0	12,6	-7,8	2,6
Renta	3,0	29,3	3,8	-2,2	12,6	16,0	-0,9	-	1,2	-	-	-18,6	-	-18,3	-3,5	-
Rentas de la inversión	-3,7	29,7	3,7	-2,2	12,1	20,6	-4,5	-	1,2	-	-	-18,6	-	-24,4	-4,1	-
Tranferencias corrientes	-83,6	-43,2	0,0	-0,1	3,3	-1,4	-45,0	-1,3	-1,3	-2,1	-0,6	0,0	-0,3	0,2	0,6	-35,6
<b>Cuenta de capital</b>	14,1	20,4	0,0	0,0	0,1	-0,1	20,5	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,4	-5,2

Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 1. Resumen de la cuenta financiera

	Total <sup>1)</sup>			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2003	7.817,7	8.608,3	-790,7	104,0	114,5	-10,5	2.169,3	2.084,2	2.655,4	3.585,9	-19,8	2.706,1	2.938,3	306,7
2004	8.609,8	9.497,9	-888,1	110,1	121,4	-11,4	2.314,6	2.242,0	3.042,7	4.076,4	-37,3	3.007,8	3.179,5	282,0
2005	10.737,9	11.575,7	-837,8	132,6	142,9	-10,3	2.796,4	2.444,5	3.887,5	5.105,7	-46,2	3.778,7	4.025,5	321,4
2006	12.195,1	13.226,4	-1.031,3	143,8	156,0	-12,2	3.050,2	2.654,1	4.459,0	5.960,7	-43,6	4.402,3	4.611,5	327,3
2007 III	13.645,2	14.948,0	-1.302,8	155,3	170,1	-14,8	3.385,9	2.896,4	4.784,6	6.707,8	-0,5	5.134,3	5.343,9	340,8
IV	13.709,3	15.052,9	-1.343,6	154,3	169,4	-15,1	3.428,3	2.987,8	4.730,9	6.705,1	45,1	5.156,3	5.360,1	348,8
<b>Variaciones de los saldos vivos</b>														
2003	509,9	593,8	-83,9	6,8	7,9	-1,1	162,6	257,7	363,5	341,4	-7,2	50,4	-5,2	-59,4
2004	792,2	889,6	-97,4	10,1	11,4	-1,2	145,3	157,8	387,3	490,6	-17,6	301,8	241,2	-24,7
2005	2.128,0	2.077,8	50,3	26,3	25,7	0,6	481,8	202,5	844,9	1.029,3	-8,8	770,8	846,0	39,4
2006	1.457,3	1.650,7	-193,5	17,2	19,5	-2,3	253,8	209,6	571,5	855,1	2,6	623,6	586,1	5,8
2007 III	233,1	366,0	-133,0	10,6	16,6	-6,0	68,9	79,3	-21,1	49,3	11,1	159,8	237,5	14,5
IV	64,2	104,9	-40,7	2,8	4,5	-1,8	42,3	91,4	-53,7	-2,7	45,6	22,0	16,2	8,0
<b>Operaciones</b>														
2004	812,4	798,3	14,2	10,4	10,2	0,2	161,5	93,9	345,8	416,5	8,3	309,2	287,8	-12,4
2005	1.326,1	1.335,3	-9,2	16,5	16,6	-0,1	364,7	148,3	412,6	544,0	18,2	548,4	643,0	-17,8
2006	1.598,4	1.710,8	-112,4	18,8	20,2	-1,4	346,0	201,3	535,9	802,2	-2,4	717,6	707,3	1,4
2007	1.807,3	1.910,0	-102,8	20,5	21,7	-1,2	401,8	307,0	422,5	676,4	110,1	867,7	926,6	5,2
2007 II	483,2	533,0	-49,8	21,8	24,1	-2,2	113,8	56,0	149,4	239,8	19,7	195,8	237,2	4,4
III	390,7	488,3	-97,5	17,7	22,2	-4,4	115,8	75,0	33,9	99,0	26,8	209,9	314,3	4,3
IV	310,9	236,9	74,0	13,4	10,2	3,2	78,3	96,6	94,6	50,4	48,3	94,5	89,9	-4,9
2007 Oct	235,6	186,4	49,1	.	.	.	24,6	54,1	73,7	29,6	6,0	131,3	102,7	0,0
Nov	172,5	170,9	1,6	.	.	.	28,9	38,4	43,0	53,0	31,4	69,4	79,5	-0,2
Dic	-97,2	-120,5	23,2	.	.	.	24,8	4,0	-22,1	-32,2	11,0	-106,2	-92,3	-4,7
2008 Ene	282,0	309,3	-27,3	.	.	.	46,0	16,0	14,9	64,2	13,0	201,4	229,0	6,8
Feb	117,6	107,6	9,9	.	.	.	27,3	13,5	17,1	51,9	-2,4	80,3	42,3	-4,7
<b>Otros flujos</b>														
2003	-154,8	-55,6	-99,2	-2,1	-0,8	-1,3	15,7	121,2	82,0	4,1	-21,0	-200,0	-180,9	-31,6
2004	-20,2	91,3	-111,5	-0,1	1,3	-1,4	-16,2	63,9	41,5	74,1	-25,9	-7,4	-46,7	-12,2
2005	802,0	742,5	59,5	9,9	9,2	0,7	117,1	54,3	432,3	485,2	-27,0	222,4	203,0	57,2
2006	-141,1	-60,0	-81,1	-1,7	-0,7	-1,0	-92,2	8,3	35,6	52,9	5,0	-94,0	-121,3	4,4
2007 III	-157,7	-122,2	-35,5	-7,2	-5,6	-1,6	-47,0	4,3	-55,0	-49,7	-15,7	-50,1	-76,8	10,1
IV	-246,7	-131,9	-114,7	-10,6	-5,7	-4,9	-36,0	-5,2	-148,3	-53,1	-2,7	-72,6	-73,7	12,9
<b>Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio</b>														
2003	-446,7	-174,5	-272,3	-5,9	-2,3	-3,6	-110,8	32,2	-108,3	-49,8	.	-195,5	-156,9	-32,2
2004	-182,4	-138,3	-44,1	-2,3	-1,8	-0,6	-34,5	8,2	-67,5	-92,0	.	-70,9	-54,5	-9,4
2005	372,0	221,6	150,3	4,6	2,7	1,9	83,2	-21,0	120,7	125,4	.	149,5	117,2	18,7
2006	-292,5	-140,6	-151,9	-3,5	-1,7	-1,8	-65,9	14,4	-85,0	-51,0	.	-126,4	-104,0	-15,2
<b>Otros flujos debidos a variaciones de los precios</b>														
2003	135,3	158,6	-23,2	1,8	2,1	-0,3	59,8	32,7	95,8	125,8	-21,0	.	.	0,7
2004	119,1	243,0	-123,9	1,5	3,1	-1,6	37,7	28,2	110,4	214,8	-25,9	.	.	-3,1
2005	286,8	351,2	-64,4	3,5	4,3	-0,8	73,5	55,8	196,5	295,4	-25,3	.	.	42,2
2006	317,2	272,1	45,1	3,7	3,2	0,5	74,8	46,1	220,9	226,0	5,1	.	.	16,4
<b>Otros flujos debidos a otros ajustes</b>														
2003	156,6	-39,7	196,3	2,1	-0,5	2,6	66,7	56,2	94,5	-72,0	.	-4,5	-24,0	-0,1
2004	42,2	-13,4	55,6	0,5	-0,2	0,7	-19,3	27,5	-1,4	-48,7	.	63,5	7,8	-0,5
2005	138,0	146,2	-8,3	1,7	1,8	-0,1	-25,9	22,0	114,4	56,4	.	53,4	67,9	-3,9
2006	-144,9	-181,9	37,0	-1,7	-2,1	0,4	-78,8	-43,4	-100,2	-129,3	.	30,9	-9,2	3,2
<b>Tasas de crecimiento de los saldos vivos</b>														
2003	9,2	8,2	-	.	.	.	7,4	7,4	12,4	10,5	.	9,5	6,1	-7,9
2004	10,3	9,2	-	.	.	.	7,4	4,4	12,8	11,4	.	11,3	9,7	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,4	6,6	13,0	12,8	.	17,7	19,7	-5,8
2006	15,1	14,9	-	.	.	.	12,6	8,3	13,9	15,8	.	19,3	17,7	0,4
2007 II	17,2	16,5	-	.	.	.	12,7	7,6	13,9	17,2	.	24,3	20,9	3,5
III	17,0	16,7	-	.	.	.	13,4	9,0	11,0	15,6	.	25,1	22,8	3,9
IV	14,8	14,4	-	.	.	.	13,1	11,5	9,5	11,3	.	19,7	20,2	1,6

Fuente: BCE.

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

## 7.3 Cuenta financiera

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

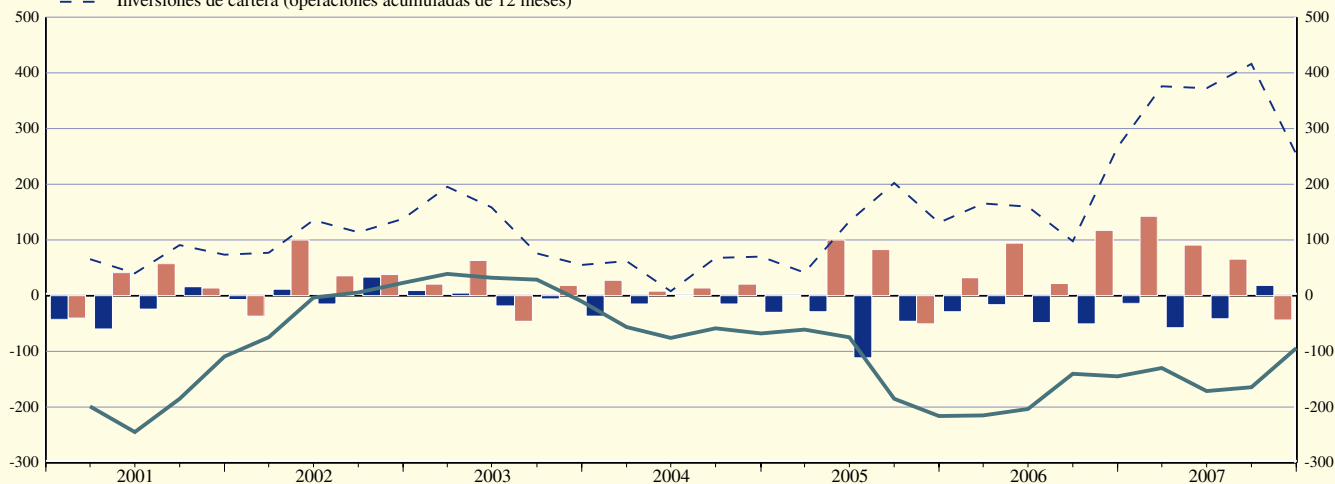
### 2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2005	2.796,4	2.278,8	176,0	2.102,8	517,6	4,0	513,5	2.444,5	1.839,6	56,2	1.783,4	605,0	8,5	596,4
2006	3.050,2	2.484,8	203,3	2.281,6	565,3	3,7	561,7	2.654,1	2.037,8	61,7	1.976,0	616,4	7,9	608,4
2007 III	3.385,9	2.735,1	239,3	2.495,8	650,9	7,8	643,1	2.896,4	2.204,9	60,5	2.144,4	691,5	12,8	678,6
IV	3.428,3	2.773,0	235,0	2.538,1	655,2	8,4	646,8	2.987,8	2.252,9	61,7	2.191,2	735,0	13,7	721,2
Operaciones														
2005	364,7	305,9	19,7	286,2	58,8	0,2	58,6	148,3	117,8	0,9	116,9	30,5	-0,3	30,8
2006	346,0	271,5	38,6	232,9	74,5	0,0	74,5	201,3	171,7	5,8	165,9	29,5	0,1	29,5
2007 I	93,8	64,8	6,6	58,2	29,0	-2,1	31,1	79,5	50,6	0,9	49,8	28,9	-0,6	29,5
II	113,8	94,0	8,4	85,6	19,9	1,5	18,3	56,0	54,4	-1,3	55,7	1,6	0,9	0,7
III	115,8	85,9	18,0	68,0	29,9	-0,6	30,5	75,0	51,7	0,4	51,3	23,3	0,3	22,9
IV	78,3	65,4	-6,9	72,2	12,9	0,6	12,3	96,6	53,6	1,4	52,2	43,0	0,7	42,3
2007 Oct	24,6	23,3	-11,3	34,6	1,2	-0,4	1,6	54,1	35,1	0,2	35,0	19,0	-1,3	20,2
Nov	28,9	20,6	3,6	17,0	8,3	-0,6	8,9	38,4	12,7	0,3	12,4	25,7	1,7	24,1
Dic	24,8	21,4	0,8	20,6	3,4	1,6	1,8	4,0	5,8	1,0	4,8	-1,8	0,2	-2,0
2008 Ene	46,0	33,3	6,9	26,4	12,6	0,3	12,4	16,0	6,9	0,3	6,6	9,1	0,9	8,3
Feb	27,3	16,5	3,8	12,8	10,8	-0,5	11,3	13,5	4,8	0,4	4,4	8,7	0,2	8,5
Tasas de crecimiento														
2005	15,4	15,8	13,4	16,0	13,4	-1,1	13,5	6,6	7,0	1,7	7,2	5,2	-4,4	5,3
2006	12,6	12,1	23,2	11,2	14,7	-2,2	14,8	8,3	9,3	10,4	9,3	5,0	-0,2	5,0
2007 II	12,7	12,1	23,7	11,1	15,5	-48,7	15,8	7,6	7,7	4,5	7,8	7,2	-8,9	7,4
III	13,4	12,2	24,2	11,2	18,7	-38,4	18,9	9,0	8,7	2,1	8,9	10,1	1,7	10,2
IV	13,1	12,4	12,4	12,4	15,9	-43,5	16,2	11,5	10,3	2,3	10,6	15,4	8,1	15,4

### C33 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)

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



Fuente: BCE.



### 7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de 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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9			10	11			12	13
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2005	3.887,5	1.726,5	102,5	3,0	1.624,0	27,2	1.845,1	710,6	8,8	1.134,4	11,6	316,0	263,0	0,8	53,0	0,4
2006	4.459,0	2.014,1	122,0	2,8	1.892,1	37,0	2.067,5	846,0	11,0	1.221,5	13,4	377,4	310,4	8,7	67,0	0,3
2007 III	4.784,6	2.120,5	139,7	2,8	1.980,9	42,6	2.263,1	935,4	11,6	1.327,7	15,3	400,9	315,1	8,1	85,8	9,6
IV	4.730,9	2.049,6	144,4	2,8	1.905,1	41,8	2.277,6	929,0	11,3	1.348,6	15,5	403,7	323,5	8,2	80,2	0,4
Operaciones																
2005	412,6	134,2	14,4	0,1	119,8	3,4	261,3	118,5	0,8	142,7	0,8	17,1	14,7	-0,1	2,4	-0,1
2006	535,9	153,0	18,3	0,0	134,7	6,1	314,5	173,2	2,6	141,3	1,1	68,4	56,2	8,0	12,2	-0,1
2007 II	149,4	11,4	4,8	0,0	6,6	1,4	114,5	65,3	0,3	49,2	0,4	23,5	13,6	0,1	10,0	4,2
III	33,9	7,5	-8,3	0,0	15,8	2,1	42,3	12,2	0,4	30,1	0,7	-16,0	-14,2	0,0	-1,7	-0,2
IV	94,6	11,4	13,4	0,0	-1,9	0,9	77,2	20,1	0,3	57,1	0,3	6,0	18,3	0,8	-12,3	-9,1
2007 Oct	73,7	10,8	9,5	0,0	1,3	.	38,2	13,7	0,2	24,5	.	24,6	27,7	0,0	-3,1	.
Nov	43,0	8,7	2,3	0,0	6,3	.	42,7	33,6	0,2	9,1	.	-8,3	-2,3	-0,1	-6,0	.
Dic	-22,1	-8,0	1,5	0,0	-9,6	.	-3,7	-27,2	0,0	23,5	.	-10,3	-7,1	0,9	-3,3	.
2008 Ene	14,9	-19,2	-10,0	0,0	-9,2	.	-3,4	9,7	-0,3	-13,1	.	37,5	37,9	0,0	-0,4	.
Feb	17,1	-16,3	-2,9	0,0	-13,4	.	20,1	10,6	-0,2	9,5	.	13,3	14,6	0,0	-1,3	.
Tasas de crecimiento																
2005	13,0	9,8	18,2	5,9	9,3	19,7	17,0	20,9	9,3	14,7	8,0	5,9	6,2	-6,6	3,5	-8,3
2006	13,9	8,9	18,3	0,9	8,3	21,7	17,4	24,9	30,5	12,7	10,6	21,9	22,3	1.022,8	22,1	-20,8
2007 II	13,9	4,9	36,3	0,2	3,1	15,1	19,5	28,4	56,1	13,6	20,3	33,2	30,6	12,3	45,4	56,9
III	11,0	3,4	29,1	0,1	1,9	17,3	17,3	21,6	52,4	14,3	24,0	19,0	14,4	11,3	40,7	157,3
IV	9,5	2,3	23,7	0,4	0,9	13,8	16,0	17,9	16,3	14,6	16,9	13,1	13,2	1,9	13,6	70,1

#### 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
1	2	3	4	5	6	7	8			9	10		
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2005	5.105,7	2.433,7	533,5	1.900,1	2.365,6	723,0	1.642,6	1.175,6	306,4	108,5	198,0	158,5	
2006	5.960,7	2.931,4	671,0	2.260,4	2.732,3	845,3	1.887,0	1.253,7	297,0	127,6	169,4	138,6	
2007 III	6.707,8	3.300,5	783,1	2.519,1	3.039,9	1.047,5	1.992,4	1.285,9	367,4	148,7	218,8	193,8	
IV	6.705,1	3.232,0	743,7	2.494,0	3.129,7	1.061,4	2.067,2	1.303,7	343,4	180,1	164,6	147,0	
Operaciones													
2005	544,0	255,3	-	-	235,6	-	-	-	53,2	-	-	-	
2006	802,2	302,4	95,1	207,3	498,1	212,9	285,1	149,1	1,6	28,2	-26,5	-20,1	
2007 II	239,8	75,8	15,8	60,0	123,8	56,9	66,8	47,5	40,2	15,4	24,8	22,7	
III	99,0	33,3	21,7	11,8	50,1	28,4	21,7	24,8	15,6	4,1	11,5	12,4	
IV	50,4	-6,8	-37,5	30,9	78,9	20,5	56,8	28,5	-21,7	26,3	-47,3	-43,5	
2007 Oct	29,6	6,4	.	.	26,4	.	.	.	-3,2	.	.	.	
Nov	53,0	-3,2	.	.	55,7	.	.	.	0,5	.	.	.	
Dic	-32,2	-10,0	.	.	-3,2	.	.	.	-19,0	.	.	.	
2008 Ene	64,2	36,5	.	.	24,9	.	.	.	2,8	.	.	.	
Feb	51,9	28,4	.	.	19,1	.	.	.	4,3	.	.	.	
Tasas de crecimiento													
2005	12,8	13,0	.	.	11,2	.	.	.	23,6	.	.	.	
2006	15,8	12,3	17,7	10,8	21,8	31,4	17,7	13,1	0,5	26,7	-13,1	-12,5	
2007 II	17,2	12,1	21,9	9,3	22,5	37,5	16,3	12,0	20,3	43,6	8,1	15,0	
III	15,6	10,6	17,4	8,6	20,3	31,9	15,3	13,3	24,4	39,8	16,0	23,6	
IV	11,3	7,1	8,2	6,8	15,0	21,3	12,1	11,0	19,2	40,8	3,7	10,2	

Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 5. Otras inversiones: activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	3.778,7	6,8	6,5	0,4	2.522,1	2.466,0	56,2	127,6	19,7	60,8	11,8	1.122,1	188,9	802,7	347,9
2006	4.402,3	10,2	9,8	0,4	2.946,2	2.887,1	59,1	117,1	14,2	57,8	15,4	1.328,7	187,2	990,3	377,7
2007 III	5.134,3	20,5	20,2	0,3	3.359,1	3.291,7	67,4	108,5	13,6	48,2	13,3	1.646,3	195,9	1.317,0	446,7
IV	5.156,3	22,3	22,0	0,3	3.355,2	3.283,4	71,8	108,1	13,4	48,3	13,2	1.670,7	195,5	1.345,2	422,8
Operaciones															
2005	548,4	1,2	1,1	0,0	397,4	394,3	3,2	-4,6	0,0	-5,8	2,4	154,4	8,9	128,6	3,5
2006	717,6	3,3	3,2	0,0	521,4	517,2	4,2	-2,0	0,0	-2,7	3,1	194,9	5,2	176,2	25,0
2007 II	195,8	3,5	3,5	0,0	135,4	131,2	4,2	17,6	0,0	17,1	17,4	39,3	0,6	32,5	-1,4
III	209,9	1,8	1,8	0,0	75,9	78,7	-2,8	-18,2	-0,1	-18,4	-14,1	150,4	3,1	147,1	5,1
IV	94,5	0,7	0,7	0,0	57,5	55,8	1,8	2,3	-0,2	1,7	-0,1	33,9	3,6	31,4	-21,2
2007 Oct	131,3	1,8	.	.	100,3	.	.	-4,3	.	.	-4,4	33,6	.	.	5,8
Nov	69,4	-1,5	.	.	55,4	.	.	3,4	.	.	4,1	12,1	.	.	-12,4
Dic	-106,2	0,4	.	.	-98,2	.	.	3,3	.	.	0,1	-11,7	.	.	-14,6
2008 Ene	201,4	2,3	.	.	186,2	.	.	-3,6	.	.	-3,8	16,5	.	.	10,6
Feb	80,3	0,6	.	.	62,0	.	.	1,0	.	.	4,1	16,6	.	.	-5,5
Tasas de crecimiento															
2005	17,7	22,0	22,6	13,6	19,3	19,7	6,0	-3,5	0,2	-9,1	12,7	17,1	5,2	20,3	1,3
2006	19,3	47,7	50,0	9,8	21,1	21,3	7,6	-1,6	0,0	-4,5	26,1	17,5	2,8	22,3	7,0
2007 II	24,3	98,0	101,2	11,2	28,8	28,9	22,6	2,6	0,0	3,9	32,8	16,3	1,6	19,7	4,5
III	25,1	125,8	130,2	10,2	26,0	26,2	15,1	-2,7	-0,8	-7,6	11,4	24,7	4,7	30,4	7,9
IV	19,7	107,3	111,2	0,1	19,1	19,1	18,9	-5,1	-2,2	-12,5	-13,3	22,3	5,5	26,9	4,7

#### 6. Otras inversiones: pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	4.025,5	82,4	82,2	0,2	3.114,2	3.061,8	52,4	44,9	0,0	41,1	3,8	784,0	133,1	581,0	70,0
2006	4.611,5	100,2	100,0	0,2	3.487,0	3.433,1	53,9	48,3	0,0	44,4	3,8	976,1	144,5	744,1	87,5
2007 III	5.343,9	114,2	113,9	0,3	3.958,6	3.896,1	62,6	55,3	0,0	49,1	6,1	1.215,7	155,6	938,0	122,1
IV	5.360,1	138,2	137,9	0,2	3.944,2	3.875,3	68,9	54,4	0,0	49,1	5,3	1.223,3	158,7	954,0	110,7
Operaciones															
2005	643,0	6,7	6,7	0,0	487,9	486,3	1,6	-2,1	0,0	-1,8	-0,3	150,5	13,6	130,4	6,5
2006	707,3	18,6	18,5	0,0	496,1	492,8	3,2	2,0	0,0	2,1	-0,1	190,8	11,7	167,2	11,9
2007 II	237,2	10,9	10,9	-0,1	179,7	177,5	2,2	0,2	0,0	-0,9	1,1	46,4	6,0	40,0	0,5
III	314,3	-1,3	-1,3	0,0	139,1	138,4	0,8	3,8	0,0	3,1	0,7	172,6	3,1	174,7	-5,2
IV	89,9	25,0	25,1	-0,1	52,5	52,2	0,3	-1,7	0,0	-0,7	-0,9	14,0	4,4	27,0	-17,3
2007 Oct	102,7	4,1	.	.	91,7	.	.	1,9	.	.	.	5,0	.	.	.
Nov	79,5	5,2	.	.	61,6	.	.	2,6	.	.	.	10,1	.	.	.
Dic	-92,3	15,8	.	.	-100,7	.	.	-6,2	.	.	.	-1,1	.	.	.
2008 Ene	229,0	6,9	.	.	200,3	.	.	4,0	.	.	.	17,8	.	.	.
Feb	42,3	-12,9	.	.	94,9	.	.	-3,7	.	.	.	-36,1	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2005	19,7	8,9	8,9	4,3	19,2	19,5	4,3	-4,6	10,3	-4,4	-7,2	24,9	11,5	30,2	13,1
2006	17,7	22,6	22,6	6,6	16,2	16,3	6,1	4,2	-24,1	5,0	-3,2	24,0	8,7	28,3	16,8
2007 II	20,9	28,7	28,7	14,4	21,9	22,0	14,4	10,2	7,9	10,6	0,0	16,9	7,4	18,8	18,0
III	22,8	20,6	20,6	8,4	20,3	20,5	10,5	3,4	17,8	2,1	9,9	33,2	7,4	42,3	5,1
IV	20,2	40,2	40,3	-3,3	18,5	18,6	9,6	5,8	42,3	6,8	-8,2	24,7	7,8	33,3	-13,1

Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 7. Activos de reserva

	Activos de reserva													Pro memoria		
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos	Activos	Pasivos	
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores					Derivados financieros	Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>																
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
2007 III	340,5	187,0	356,925	4,7	3,8	144,9	7,5	27,5	109,6	0,3	85,8	23,5	0,4	0,0	26,2	-26,8
2007 IV	347,3	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,7	20,4	0,5	0,0	44,1	-38,5
2008 Ene	374,8	219,6	353,655	4,7	3,6	146,9	12,1	26,7	107,8	-	-	-	0,3	0,0	38,5	-43,4
2008 Feb	375,4	226,3	353,285	4,6	3,5	140,9	7,3	26,6	106,6	-	-	-	0,5	0,1	28,1	-27,3
2008 Mar	356,3	208,4	353,060	4,3	3,4	140,1	6,6	26,8	105,9	-	-	-	0,9	0,1	36,6	-37,2
<b>Operaciones</b>																
2005	-17,8	-3,9	-	0,2	-8,6	-5,5	-0,3	-7,0	1,7	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-
2006	1,4	-4,2	-	0,5	-5,2	10,3	-6,1	2,8	13,7	0,0	19,4	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,2	-2,9	-	0,3	-0,8	8,6	2,8	0,7	5,2	0,0	14,3	-9,1	0,0	0,0	-	-
2007 II	4,4	-0,7	-	0,1	0,5	4,4	0,8	0,5	3,1	0,1	2,3	0,7	0,0	0,0	-	-
2007 III	4,3	-0,3	-	0,1	-0,3	4,9	2,0	0,8	2,1	0,1	2,2	-0,2	0,0	0,0	-	-
2007 IV	-4,9	-1,5	-	0,1	-0,2	-3,3	1,5	-5,3	0,5	0,1	3,8	-3,5	0,0	0,0	-	-
<b>Tasas de crecimiento</b>																
2005	-5,8	-2,8	-	4,4	-44,5	-3,9	-2,4	-24,0	1,6	2,2	7,2	-7,9	20,0	6,7	-	-
2006	0,4	-2,4	-	11,6	-48,7	7,7	-48,5	12,7	13,3	0,0	29,2	-15,4	-75,3	-8,9	-	-
2007 II	3,5	-1,8	-	15,5	-34,1	12,5	5,7	25,1	10,0	-52,6	22,3	-17,8	-70,8	0,0	-	-
2007 III	3,9	-1,4	-	10,7	-32,4	12,5	75,0	14,2	9,4	-29,8	19,0	-14,6	-98,8	0,0	-	-
2007 IV	1,6	-1,6	-	6,8	-17,4	6,1	45,3	2,0	4,8	1,1	18,2	-30,3	-96,2	0,0	-	-

Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

### 8. Desagregación geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2006</b>	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
<b>Inversiones directas</b>	396,0	-63,7	-7,2	-21,0	-219,6	184,4	-0,3	37,0	22,1	-6,2	77,4	-24,8	-6,1	-0,2	360,5
En el exterior	3.050,2	1.120,0	35,1	83,4	804,4	197,0	0,0	90,2	24,9	68,2	300,3	608,0	329,7	0,0	508,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.484,8	906,9	32,0	58,1	644,9	171,8	0,0	71,0	20,1	63,5	250,4	453,1	307,4	0,0	412,4
Otro capital	565,3	213,1	3,1	25,3	159,4	25,3	0,0	19,2	4,8	4,7	49,9	154,9	22,3	0,0	96,5
En la zona del euro	2.654,1	1.183,7	42,3	104,5	1.024,0	12,7	0,3	53,1	2,7	74,4	222,9	632,8	335,8	0,3	148,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.037,8	951,9	36,8	86,3	826,7	1,8	0,2	47,3	0,3	60,7	164,8	477,1	209,6	0,0	126,1
Otro capital	616,4	231,8	5,5	18,2	197,2	10,9	0,1	5,9	2,5	13,7	58,0	155,7	126,2	0,3	22,3
<b>Inversiones de cartera</b>	4.459,0	1.375,3	65,7	141,4	1.006,1	93,5	68,6	85,1	37,6	262,8	141,2	1.455,5	529,2	32,2	540,1
Acc. y participaciones	2.014,1	486,5	12,3	58,4	393,2	22,4	0,1	22,6	35,2	181,0	128,7	671,0	216,6	1,4	271,1
Valores distintos de acciones	2.444,9	888,9	53,4	83,0	612,9	71,2	68,4	62,4	2,4	81,8	12,5	784,5	312,6	30,8	269,0
Bonos y obligaciones	2.067,5	732,6	48,6	71,1	474,4	70,4	68,2	60,2	2,3	62,3	8,5	660,3	273,0	29,8	238,5
Instrum. mercado monetario	377,4	156,3	4,9	11,9	138,5	0,8	0,2	2,3	0,0	19,6	4,0	124,2	39,5	1,0	30,5
<b>Otras inversiones</b>	-209,3	92,8	86,4	13,5	116,3	25,2	-148,6	-1,6	3,9	-37,5	-50,2	-5,1	-215,7	-20,0	24,1
Activos	4.402,3	2.291,6	111,4	69,2	1.988,1	113,3	9,5	19,5	25,3	73,7	263,5	586,7	438,6	45,7	657,9
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	2.956,4	1.718,0	95,7	47,9	1.490,9	82,8	0,8	11,0	12,0	38,9	162,7	344,7	274,7	6,6	387,8
Otros sectores	1.328,7	548,3	13,6	21,2	483,0	29,1	1,4	8,4	11,4	34,7	100,7	238,9	162,5	0,6	223,3
Pasivos	4.611,5	2.198,8	25,0	55,7	1.871,8	88,1	158,1	21,0	21,3	111,2	313,6	591,8	654,3	65,7	633,8
AAPP	48,3	24,1	0,0	0,3	2,4	0,0	21,4	0,0	0,0	0,7	0,0	6,2	0,2	2,7	14,3
IFM	3.587,2	1.659,8	19,5	35,0	1.440,4	67,9	97,0	14,2	8,5	60,3	253,7	416,6	583,6	60,4	530,2
Otros sectores	976,1	514,9	5,5	20,4	429,0	20,2	39,8	6,8	12,8	50,3	59,9	169,0	70,5	2,6	89,3
<b>I 2007 a IV 2007</b>	Operaciones acumuladas														
<b>Inversiones directas</b>	94,8	37,9	-2,2	2,4	12,3	25,4	0,0	16,8	0,8	-7,7	10,8	-47,4	24,5	-0,2	59,3
En el exterior	401,8	134,1	0,3	2,9	100,2	30,7	0,0	20,6	1,2	0,7	29,6	69,5	70,3	-0,1	78,2
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	310,1	97,1	-0,5	1,0	70,9	25,7	0,0	13,0	-0,8	2,5	16,7	54,2	59,8	0,0	67,6
Otro capital	91,7	37,0	0,7	2,0	29,3	5,0	0,0	7,6	1,9	-1,8	12,9	15,4	10,5	-0,1	8,3
En la zona del euro	307,0	96,2	2,5	0,5	87,8	5,3	0,0	3,8	0,4	8,4	18,8	117,0	45,8	0,1	16,6
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	210,3	81,0	2,4	2,3	75,8	0,5	0,0	-0,6	0,4	8,5	8,9	76,8	24,8	0,0	10,5
Otro capital	96,7	15,2	0,1	-1,7	12,0	4,8	0,0	4,4	0,0	-0,1	9,9	40,2	21,1	0,1	6,1
<b>Inversiones de cartera: activos</b>	422,5	98,5	5,2	15,7	67,8	4,6	5,2	8,6	-6,3	-12,2	-5,6	171,7	61,4	-2,1	108,6
Acc. y participaciones	46,7	-15,8	1,4	1,0	-16,1	-2,3	0,1	-1,3	-7,0	-9,6	-7,1	23,5	32,1	0,0	31,9
Valores distintos de acciones	375,7	114,3	3,8	14,7	83,8	6,9	5,1	9,9	0,7	-2,6	1,4	148,2	29,3	-2,1	76,7
Bonos y obligaciones	326,6	87,9	3,7	11,5	61,5	6,8	4,5	7,9	0,4	4,0	2,4	122,8	21,1	-2,3	82,5
Instrum. mercado monetario	49,2	26,4	0,1	3,2	22,4	0,1	0,6	2,0	0,3	-6,6	-0,9	25,4	8,2	0,2	-5,8
<b>Otras inversiones</b>	-58,9	-11,7	35,2	-6,7	-70,2	42,4	-12,4	0,6	6,6	-28,4	-64,5	-115,3	51,8	10,0	92,0
Activos	867,7	320,5	15,8	1,4	247,9	51,8	3,5	2,9	5,6	-2,6	-33,2	290,7	124,6	12,0	147,2
AAPP	-5,9	-4,5	-1,4	0,0	-3,9	-0,2	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	-2,5
IFM	571,6	237,6	17,1	4,2	163,6	52,8	0,0	-0,2	2,3	8,6	-32,8	118,6	107,5	10,8	119,2
Otros sectores	302,0	87,4	0,2	-2,8	88,2	-0,7	2,5	3,1	3,3	-11,2	-0,4	172,1	17,2	0,0	30,5
Pasivos	926,6	332,2	-19,4	8,1	318,1	9,4	15,9	2,3	-1,0	25,8	31,3	406,0	72,8	2,0	55,2
AAPP	2,9	3,1	-0,3	0,1	-2,4	0,0	5,7	0,0	0,0	-0,2	0,8	0,2	0,1	-0,8	-0,3
IFM	681,0	315,1	-19,1	6,1	317,4	5,0	5,8	1,7	-1,9	26,4	15,5	221,1	62,7	2,8	37,5
Otros sectores	242,7	13,9	0,0	2,0	3,1	4,4	4,4	0,6	0,8	-0,5	15,1	184,8	10,0	0,1	17,9

Fuente: BCE.

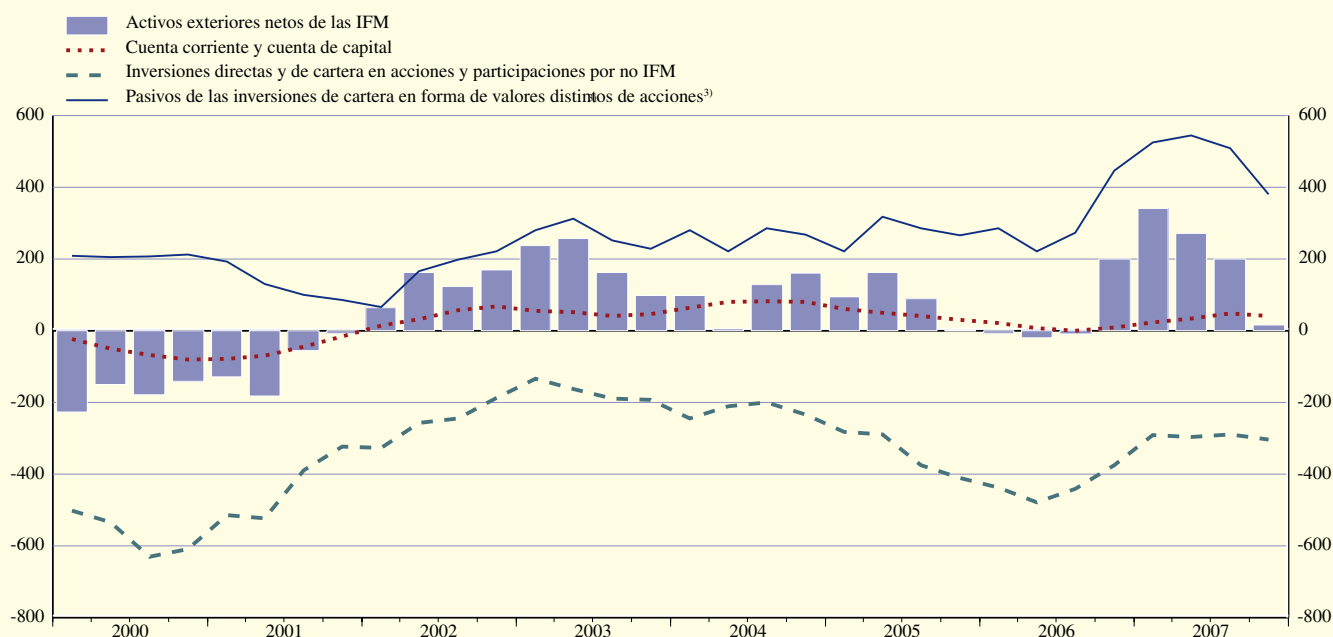
### 7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos<sup>1)</sup>

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y partici- paciones <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones <sup>3)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	29,9	-349,1	149,6	-264,8	212,4	266,2	-150,8	148,2	-18,2	-33,9	-10,6	-0,1
2006	9,7	-313,5	206,6	-288,3	242,1	445,2	-192,9	192,8	2,4	-114,8	189,4	200,4
2007	41,4	-377,0	305,8	-205,5	166,2	380,4	-296,2	245,7	-110,2	-136,3	14,4	16,1
2006 IV	23,9	-63,6	28,1	-68,0	66,0	161,8	-56,1	71,7	-3,3	11,0	171,4	176,3
2007 I	8,7	-90,2	80,0	-52,4	91,4	165,4	-70,9	10,5	-15,2	-36,1	91,1	101,6
II	-0,1	-101,3	53,8	-67,4	65,6	134,1	-56,8	46,7	-19,8	-56,7	-2,0	-8,7
III	14,9	-99,5	76,1	-42,9	25,3	48,1	-132,1	176,7	-26,8	-104,8	-65,1	-69,0
IV	18,0	-86,1	96,0	-42,7	-16,0	32,8	-36,3	11,9	-48,3	61,4	-9,6	-7,7
2007 Feb	-2,2	-41,0	35,2	-23,1	37,6	48,5	-21,7	27,1	-6,6	-6,3	47,7	40,1
Mar	10,6	-22,6	28,8	-12,8	18,1	65,8	-12,2	-20,2	-3,8	17,0	68,7	84,7
Abr	-2,0	-23,2	20,7	-20,2	-11,9	41,1	-8,7	23,1	-9,5	-50,6	-41,2	-38,5
May	-11,9	-42,7	21,5	-19,8	12,1	47,3	-24,9	6,2	-1,9	4,5	-9,7	-17,2
Jun	13,8	-35,4	11,5	-27,4	65,3	45,7	-23,1	17,4	-8,4	-10,7	48,8	46,9
Jul	7,0	-25,5	26,7	-22,3	33,1	19,5	32,2	4,9	-12,9	-53,7	9,0	5,6
Ago	1,2	-28,5	33,3	-11,1	-14,7	23,6	-12,6	31,8	-5,1	-66,9	-49,0	-51,3
Sep	6,6	-45,5	16,0	-9,5	7,0	5,0	-151,7	139,9	-8,8	15,8	-25,1	-23,4
Oct	6,2	-36,8	55,3	-22,3	-17,8	2,3	-29,3	6,5	-6,0	44,6	2,9	11,6
Nov	5,1	-26,4	37,0	-9,6	0,6	61,9	-15,5	12,8	-31,4	-1,0	33,6	28,1
Dic	6,7	-22,9	3,6	-10,9	1,1	-31,5	8,4	-7,5	-11,0	17,8	-46,1	-47,4
2008 Ene	-15,6	-38,8	15,2	22,8	3,0	15,5	-12,9	21,8	-13,0	-11,7	-13,7	-20,8
Feb	7,2	-24,1	13,3	5,3	20,8	21,8	-17,7	-39,8	2,4	2,7	-8,1	-14,1
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2008 Feb	35,0	-372,3	283,0	-137,8	116,7	318,1	-268,1	197,0	-109,2	-92,1	-29,8	-35,7

### C34 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM<sup>1)</sup>

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

## 7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2004	9,0	9,3	1.142,6	543,5	246,5	313,7	995,1	1.075,9	604,5	184,3	256,9	771,4	130,0
2005	7,8	13,4	1.237,0	589,4	269,1	334,1	1.068,7	1.227,5	705,5	208,2	277,2	846,8	187,0
2006	11,6	13,7	1.383,5	669,6	292,7	371,5	1.182,9	1.397,1	833,4	213,2	308,2	943,4	224,5
2007	8,3	5,6	1.497,9	722,2	315,8	395,2	1.275,4	1.473,1	883,9	208,5	325,2	1.009,6	221,9
2006 III	8,3	10,4	347,0	169,2	71,7	92,4	296,7	353,7	213,7	52,0	77,0	237,0	60,3
2006 IV	12,3	7,6	363,1	176,7	76,1	97,1	312,5	356,7	212,5	52,8	79,4	246,5	51,8
2007 I	9,0	5,2	367,0	176,9	77,6	96,9	311,9	358,4	212,8	53,0	79,9	251,0	47,4
2007 II	9,4	3,6	369,9	178,1	78,2	97,8	316,4	360,2	217,6	50,5	79,6	248,9	52,5
2007 III	10,1	6,4	380,5	183,8	79,8	100,5	325,7	375,4	223,7	53,2	83,3	259,3	57,5
2007 IV	5,0	7,1	380,4	183,3	80,1	100,0	321,3	379,0	229,9	51,9	82,4	250,4	64,4
2007 Sep	4,0	3,2	127,0	61,0	27,1	33,4	109,3	124,1	73,6	17,5	28,0	86,3	18,6
2007 Oct	10,6	9,1	128,5	62,3	27,1	33,9	108,6	126,9	75,4	17,9	27,9	84,6	20,2
2007 Nov	4,7	7,1	128,0	61,4	27,3	33,5	108,9	126,6	76,9	17,4	27,6	83,7	21,6
2007 Dic	-0,7	4,9	123,9	59,6	25,8	32,6	103,8	125,5	77,6	16,7	26,8	82,1	22,7
2008 Ene	9,9	12,4	132,3	63,4	27,7	34,9	110,7	133,4	80,8	18,2	27,9	85,9	24,5
2008 Feb	13,3	11,1	134,9	.	.	.	112,2	132,8	.	.	.	84,8	.
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2004	9,0	6,4	117,4	114,9	120,2	118,6	118,6	108,1	104,1	108,8	117,6	109,0	106,2
2005	4,7	5,0	123,5	119,6	129,8	123,7	124,7	114,1	107,5	123,5	123,6	117,1	110,6
2006	7,8	6,0	133,5	130,3	138,4	133,4	134,4	121,0	114,7	126,6	132,9	126,0	110,0
2007	5,9	4,0	141,3	136,0	147,2	140,0	142,0	125,7	118,1	127,0	138,9	133,6	106,9
2006 III	5,3	4,6	133,8	131,4	136,8	132,6	135,0	120,6	114,9	124,6	131,8	125,9	110,9
2006 IV	9,5	5,9	139,4	136,5	143,6	139,4	140,9	125,2	119,0	127,1	136,6	131,0	111,4
2007 I	7,2	6,3	139,8	134,5	145,3	137,4	139,4	125,9	119,2	127,8	137,1	132,8	107,9
2007 II	6,5	3,4	139,3	133,8	145,4	138,8	140,4	124,4	118,0	123,7	137,6	131,8	105,8
2007 III	7,3	5,3	143,1	138,0	148,5	142,1	144,7	126,8	117,8	129,8	140,7	136,4	106,5
2007 IV	3,0	1,4	143,2	137,8	149,5	141,9	143,6	125,9	117,3	126,6	140,3	133,3	107,6
2007 Sep	1,5	0,7	143,2	137,2	151,3	142,5	146,1	125,2	115,9	127,2	141,4	135,9	103,1
2007 Oct	8,2	4,3	145,2	140,3	152,2	144,0	145,4	128,1	117,6	131,0	143,3	134,9	107,7
2007 Nov	2,6	0,9	144,6	138,2	153,2	142,8	146,2	125,7	117,0	126,7	141,4	133,5	105,6
2007 Dic	-2,5	-1,4	139,8	134,9	143,1	138,8	139,2	123,9	117,1	122,1	136,2	131,4	109,6
2008 Ene	6,6	2,2	147,5	140,4	152,5	147,6	147,5	128,4	118,7	132,1	139,5	135,2	118,9
2008 Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Índices de valor unitario (s.d.; 2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2004	-0,1	2,7	97,6	96,6	95,7	101,2	97,3	97,4	98,3	92,3	99,0	96,3	99,6
2005	2,9	8,0	100,4	100,6	96,8	103,3	99,4	105,2	111,1	91,8	101,5	98,5	137,7
2006	3,6	7,4	104,0	104,9	98,7	106,5	102,0	113,0	123,1	91,9	105,1	101,9	166,5
2007	2,2	1,4	106,3	108,4	100,2	108,0	104,1	114,6	126,8	89,5	106,0	102,9	169,2
2006 III	2,9	5,6	104,1	105,2	97,9	106,7	101,9	114,8	126,0	91,1	105,9	102,6	177,2
2006 IV	2,6	1,5	104,5	105,8	99,0	106,6	102,9	111,5	121,0	90,5	105,3	102,4	151,5
2007 I	1,7	-1,0	105,4	107,5	99,8	107,9	103,8	111,4	120,9	90,3	105,6	103,0	143,5
2007 II	2,7	0,2	106,5	108,8	100,5	107,8	104,5	113,3	124,9	88,9	104,9	102,8	162,1
2007 III	2,5	1,0	106,7	108,8	100,3	108,3	104,4	115,9	128,7	89,3	107,3	103,5	176,2
2007 IV	2,0	5,7	106,6	108,7	100,1	107,9	103,7	117,8	132,8	89,4	106,4	102,3	195,2
2007 Sep	2,5	2,5	106,7	109,0	100,2	107,6	104,1	116,3	129,0	90,1	107,7	103,7	176,5
2007 Oct	2,2	4,6	106,5	108,8	99,7	108,1	103,9	116,3	130,3	89,4	106,0	102,4	183,1
2007 Nov	2,0	6,1	106,6	108,8	99,7	107,8	103,6	118,2	133,5	89,6	106,3	102,5	200,0
2007 Dic	1,8	6,4	106,7	108,4	100,9	107,8	103,7	118,9	134,6	89,3	107,0	102,1	202,6
2008 Ene	3,1	9,9	108,0	110,7	101,7	108,7	104,4	121,9	138,3	90,0	108,6	103,8	201,6
2008 Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: Eurostat.

**7.5 Comercio exterior de bienes**

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

**2. Detalle por área geográfica**

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			África	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Exportaciones (f.o.b.)</b>															
2004	1.142,6	25,8	42,2	204,5	133,9	35,9	66,6	31,8	172,8	225,7	40,4	33,3	64,6	40,7	98,1
2005	1.237,0	29,0	45,2	203,3	153,2	43,7	70,8	34,7	185,3	244,2	43,3	34,1	73,4	46,9	107,2
2006	1.383,5	31,7	49,8	216,8	189,9	55,2	77,2	38,8	199,8	271,7	53,7	34,5	77,7	54,4	120,5
2007	1.497,9	33,7	55,2	228,7	219,7	67,0	81,8	40,9	194,8	295,8	60,1	34,2	87,1	61,3	131,8
2006 III	347,0	7,9	12,7	54,6	48,2	14,2	19,4	9,7	49,5	67,9	13,6	8,6	19,2	13,5	30,2
IV	363,1	8,2	13,2	54,8	51,3	15,7	20,8	9,7	51,2	72,1	14,8	8,7	20,1	14,2	31,8
2007 I	367,0	8,3	13,5	56,6	52,4	15,7	20,5	10,2	49,8	72,1	14,3	8,7	21,4	14,8	31,8
II	369,9	8,4	13,9	56,0	53,8	16,7	20,0	9,9	48,6	73,0	14,9	8,8	21,4	15,4	32,9
III	380,5	8,5	14,1	58,7	56,3	17,2	20,6	10,3	49,4	74,9	15,3	8,4	22,2	15,6	32,8
IV	380,4	8,5	13,7	57,5	57,2	17,5	20,7	10,5	47,1	75,8	15,6	8,2	22,1	15,6	34,2
2007 Sep	127,0	2,8	4,6	19,2	18,8	5,7	7,0	3,5	16,6	24,9	5,2	2,7	7,3	5,1	11,5
Oct	128,5	2,8	4,8	19,4	19,2	5,8	6,9	3,4	16,2	25,2	5,3	2,8	7,3	5,3	12,1
Nov	128,0	2,9	4,6	19,2	19,1	5,9	7,0	3,6	15,9	25,3	5,1	2,7	7,3	5,2	12,1
Dic	123,9	2,8	4,3	18,9	18,9	5,8	6,7	3,5	15,0	25,3	5,2	2,6	7,5	5,0	10,1
2008 Ene	132,3	2,9	4,7	19,6	20,1	6,2	7,0	4,0	16,5	26,4	5,8	3,0	7,8	5,3	11,8
Feb	134,9	.	.	.	.	6,5	6,9	4,0	16,7	26,7	5,5	3,0	8,0	5,4	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2007	100,0	2,3	3,7	15,3	14,7	4,5	5,5	2,7	13,0	19,8	4,0	2,3	5,8	4,1	8,8
<b>Importaciones (c.i.f.)</b>															
2004	1.075,9	25,4	39,8	144,9	115,5	56,6	53,4	23,2	113,4	309,3	92,4	54,1	72,9	45,2	76,3
2005	1.227,5	26,4	42,3	153,2	127,8	76,3	58,1	25,5	120,2	363,6	118,2	53,2	96,0	53,8	84,3
2006	1.397,1	28,5	47,7	167,2	152,2	95,6	62,3	29,4	125,9	418,6	144,5	57,0	110,5	66,3	93,0
2007	1.473,1	28,1	51,7	167,5	174,4	97,3	67,1	32,2	130,8	444,8	170,0	58,3	112,6	74,5	92,2
2006 III	353,7	7,2	12,1	41,6	38,9	24,0	16,0	7,5	31,4	105,2	35,7	14,4	28,4	16,8	24,7
IV	356,7	7,1	12,6	41,0	40,9	22,1	16,0	7,6	32,5	108,1	39,9	14,4	27,7	17,4	23,6
2007 I	358,4	7,0	12,9	40,7	41,4	22,6	16,9	7,9	33,5	110,7	42,4	14,9	26,4	18,1	20,3
II	360,2	7,1	12,8	41,5	42,5	23,8	16,5	7,9	32,1	107,5	39,6	14,3	27,0	18,4	23,3
III	375,4	7,3	12,8	42,8	44,8	23,6	17,2	8,1	33,3	114,5	44,6	14,8	28,1	18,8	24,1
IV	379,0	6,7	13,3	42,5	45,6	27,3	16,5	8,3	32,0	112,1	43,4	14,3	31,1	19,2	24,4
2007 Sep	124,1	2,4	4,3	13,9	15,2	7,6	5,7	2,7	11,3	37,4	14,8	4,9	9,4	6,4	7,9
Oct	126,9	2,3	4,4	14,2	15,3	9,0	5,6	2,7	10,7	37,7	14,8	4,9	9,5	6,4	9,1
Nov	126,6	2,3	4,5	14,2	15,4	9,2	5,5	2,8	10,9	37,0	14,4	4,6	10,1	6,5	8,4
Dic	125,5	2,2	4,5	14,1	14,9	9,2	5,4	2,8	10,4	37,5	14,1	4,7	11,4	6,3	6,9
2008 Ene	133,4	2,3	4,6	14,9	15,8	9,5	5,5	2,8	11,4	39,4	15,0	4,8	11,5	6,5	9,2
Feb	132,8	.	.	.	.	8,9	5,8	2,7	10,9	38,0	14,6	4,9	11,1	6,3	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2007	100,0	1,9	3,5	11,4	11,8	6,6	4,6	2,2	8,9	30,2	11,5	4,0	7,6	5,1	6,3
<b>Saldo</b>															
2004	66,6	0,4	2,4	59,7	18,4	-20,7	13,3	8,6	59,3	-83,6	-52,0	-20,8	-8,4	-4,5	21,8
2005	9,5	2,6	2,9	50,1	25,4	-32,6	12,7	9,2	65,2	-119,4	-74,9	-19,1	-22,7	-6,9	22,9
2006	-13,6	3,2	2,1	49,7	37,7	-40,4	15,0	9,4	73,9	-146,9	-90,8	-22,5	-32,8	-11,9	27,5
2007	24,8	5,7	3,5	61,3	45,3	-30,3	14,7	8,7	64,0	-149,0	-109,9	-24,1	-25,5	-13,2	39,6
2006 III	-6,7	0,7	0,6	13,0	9,3	-9,9	3,4	2,2	18,2	-37,2	-22,1	-5,7	-9,1	-3,3	5,5
IV	6,3	1,1	0,6	13,8	10,3	-6,4	4,9	2,1	18,7	-36,1	-25,1	-5,6	-7,7	-3,2	8,1
2007 I	8,6	1,3	0,6	15,9	10,9	-7,0	3,5	2,3	16,3	-38,5	-28,1	-6,2	-5,0	-3,3	11,5
II	9,7	1,4	1,1	14,5	11,3	-7,1	3,6	1,9	16,5	-34,5	-24,8	-5,4	-5,6	-3,1	9,6
III	5,1	1,3	1,3	15,9	11,5	-6,4	3,4	2,2	16,1	-39,6	-29,3	-6,4	-6,0	-3,2	8,7
IV	1,3	1,8	0,4	14,9	11,6	-9,8	4,2	2,3	15,1	-36,3	-27,7	-6,1	-8,9	-3,7	9,8
2007 Sep	2,9	0,4	0,3	5,3	3,6	-1,9	1,3	0,8	5,3	-12,5	-9,5	-2,2	-2,1	-1,3	3,6
Oct	1,5	0,5	0,4	5,1	3,8	-3,2	1,3	0,7	5,5	-12,5	-9,6	-2,1	-2,2	-1,1	3,0
Nov	1,4	0,6	0,1	5,0	3,8	-3,3	1,5	0,8	5,0	-11,7	-9,3	-1,9	-2,8	-1,3	3,6
Dic	-1,6	0,6	-0,1	4,8	4,0	-3,3	1,4	0,7	4,6	-12,2	-8,9	-2,1	-3,9	-1,3	3,2
2008 Ene	-1,0	0,7	0,2	4,8	4,2	-3,2	1,4	1,2	5,1	-13,0	-9,2	-1,8	-3,7	-1,2	2,6
Feb	2,1	.	.	.	.	-2,5	1,2	1,2	5,8	-11,3	-9,1	-2,0	-3,1	-0,9	.

Fuente: Eurostat.





## TIPOS DE CAMBIO

### 8.1 Tipos de cambio efectivos<sup>1)</sup>

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-22						TCE-42	
	Nominal	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	102,2	98,6	101,8	109,7	103,7
2006	103,6	104,6	103,0	102,2	99,4	101,3	110,0	103,4
2007	107,7	108,3	106,9	105,7	102,1	104,5	114,2	106,6
2007 I	105,5	106,2	104,9	103,7	99,8	102,2	112,1	104,9
II	107,1	107,7	106,2	105,2	102,4	104,3	113,5	106,0
III	107,6	108,2	106,8	105,6	101,7	104,4	114,1	106,4
IV	110,5	111,2	109,6	108,2	104,6	107,0	117,0	109,0
2008 I	112,7	113,1	111,4	.	.	.	119,4	110,8
2007 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	108,1	106,5	-	-	-	113,9	106,2
Ago	107,1	107,7	106,4	-	-	-	113,7	106,0
Sep	108,2	108,9	107,5	-	-	-	114,8	107,0
Oct	109,4	110,1	108,7	-	-	-	115,8	107,9
Nov	111,0	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,6
Dic	111,2	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,4
2008 Ene	112,0	112,3	110,5	-	-	-	118,3	109,9
Feb	111,8	111,9	110,5	-	-	-	118,2	109,5
Mar	114,6	115,0	113,0	-	-	-	121,5	112,9
Abr	116,0	116,6	114,5	-	-	-	123,1	114,4
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2008 Abr	1,3	1,3	1,3	-	-	-	1,3	1,3
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2008 Abr	8,3	8,1	7,7	-	-	-	8,3	7,6

### C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

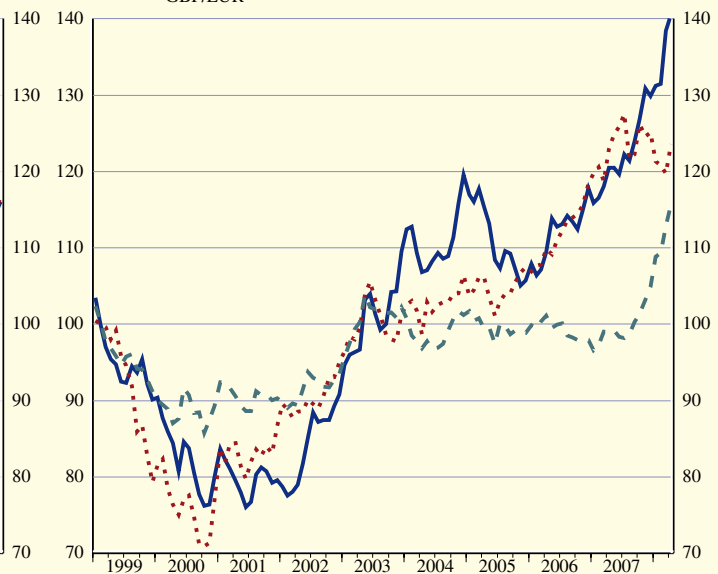
— TCE-22 nominal  
 - - - TCE-22 real deflactado por el IPC



### C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— USD/EUR  
 - - - JPY/EUR  
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
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
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
2008 I	7,4534	9,3996	0,75698	1,4976	157,80	1,6014	1.430,84	11,6737	2,1107	1,5022	7,9583	1,6533
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
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
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
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
Mar	7,4561	9,4020	0,77494	1,5527	156,59	1,5720	1.523,14	12,0832	2,1489	1,5519	7,9717	1,6763
Abr	7,4603	9,3699	0,79487	1,5751	161,56	1,5964	1.555,98	12,2728	2,1493	1,5965	7,9629	1,6933
	<i>% variación sobre mes anterior</i>											
2008 Abr	0,1	-0,3	2,6	1,4	3,2	1,5	2,2	1,6	0,0	2,9	-0,1	1,0
	<i>% variación sobre año anterior</i>											
2008 Abr	0,1	1,4	17,0	16,5	0,5	-2,5	23,7	16,2	5,0	4,1	-1,9	3,7
	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2005	29,782	15,6466	0,6962	3,4528	248,05	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	7,4008	1,6771	
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090	
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	33,775	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865	
2007 III	27,941	15,6466	0,6988	3,4528	251,82	3,7900	33,579	1,9558	3,2321	7,3080	1,7685	
IV	26,826	15,6466	0,7005	3,4528	252,86	3,6584	33,424	1,9558	3,4489	7,3281	1,7261	
2008 I	25,564	15,6466	0,6973	3,4528	259,30	3,5759	33,069	1,9558	3,6887	7,2852	1,8036	
2007 Oct	27,335	15,6466	0,7030	3,4528	251,02	3,7062	33,624	1,9558	3,3537	7,3284	1,7089	
Nov	26,733	15,6466	0,7005	3,4528	254,50	3,6575	33,232	1,9558	3,4739	7,3365	1,7498	
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	
Feb	25,377	15,6466	0,6967	3,4528	262,15	3,5768	33,085	1,9558	3,6557	7,2707	1,7632	
Mar	25,208	15,6466	0,6970	3,4528	259,94	3,5363	32,499	1,9558	3,7194	7,2662	1,9309	
Abr	25,064	15,6466	0,6974	3,4528	253,75	3,4421	32,374	1,9558	3,6428	7,2654	2,0500	
	<i>% variación sobre mes anterior</i>											
2008 Abr	-0,6	0,0	0,1	0,0	-2,4	-2,7	-0,4	0,0	-2,1	0,0	6,2	
	<i>% variación sobre año anterior</i>											
2008 Abr	-10,5	0,0	-0,9	0,0	3,2	-9,8	-3,3	0,0	9,3	-1,8	11,6	
	Real brasileño <sup>1)</sup>	Yuan renminbi chino	Corona islandesa	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano <sup>b)</sup>	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2005	3,0360	10,1955	78,23	12.072,83	4,7119	13,5643	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	
2006	2,7333	10,0096	87,76	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	
2007	2,6603	10,4178	87,63	12.528,33	4,7076	14,9801	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214	
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	
IV	2,5863	10,7699	88,69	13.374,03	4,8613	15,7217	1,8965	62,330	35,6947	9,8088	45,097	
2008 I	2,6012	10,7268	101,09	13.861,78	4,8325	16,1862	1,8960	61,211	36,3097	11,2736	46,461	
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	
Nov	2,5920	10,8957	89,34	13.608,92	4,9279	15,9776	1,9231	63,271	35,9174	9,8553	46,120	
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	
Feb	2,5516	10,5682	98,06	13.542,26	4,7548	15,8786	1,8513	59,845	36,1357	11,2899	46,085	
Mar	2,6445	10,9833	112,08	14.241,09	4,9455	16,6678	1,9344	64,031	36,8259	12,3712	48,848	
Abr	2,6602	11,0237	116,65	14.497,21	4,9819	16,5608	1,9960	65,790	37,0494	12,2729	49,752	
	<i>% variación sobre mes anterior</i>											
2008 Abr	0,6	0,4	4,1	1,8	0,7	-0,6	3,2	2,7	0,6	-0,8	1,9	
	<i>% variación sobre año anterior</i>											
2008 Abr	-3,2	5,6	32,0	17,9	7,3	11,5	8,5	2,1	6,1	27,7	13,0	

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
<b>IAPC</b>												
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 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
2007 IV	11,2	4,9	2,2	9,2	13,7	7,9	7,1	3,7	6,8	2,4	2,3	2,1
2008 I	12,4	7,6	3,2	11,3	16,3	10,8	6,9	4,5	8,0	3,4	3,1	2,4
2007 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
2007 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
2008 Feb	12,2	7,6	3,3	11,5	16,5	10,9	6,7	4,6	8,0	3,4	2,9	2,5
2008 Mar	13,2	7,1	3,3	11,2	16,6	11,4	6,7	4,4	8,7	3,6	3,2	2,5
<b>Déficit (-) superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB</b>												
2005	1,8	-3,6	5,0	1,8	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,2	-2,8	2,2	-3,4
2006	3,0	-2,7	4,8	3,4	-0,2	-0,5	-9,2	-3,8	-2,2	-3,6	2,3	-2,6
2007	3,4	-1,6	4,4	2,8	0,0	-1,2	-5,5	-2,0	-2,5	-2,2	3,5	-2,9
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB</b>												
2005	29,2	29,7	36,4	4,5	12,4	18,6	61,6	47,1	15,8	34,2	50,9	42,1
2006	22,7	29,4	30,4	4,2	10,7	18,2	65,6	47,6	12,4	30,4	45,9	43,1
2007	18,2	28,7	26,0	3,4	9,7	17,3	66,0	45,2	13,0	29,4	40,6	43,8
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período</b>												
2007 Nov	4,94	4,55	4,21	-	5,12	4,57	6,74	5,70	6,96	4,59	4,22	4,74
2007 Dic	5,08	4,68	4,33	-	5,10	4,94	6,93	5,86	7,05	4,61	4,31	4,70
2008 Ene	5,07	4,56	4,15	-	5,71	4,73	7,11	5,81	7,15	4,48	4,09	4,26
2008 Feb	5,24	4,53	4,08	-	5,11	4,51	7,58	5,82	7,29	4,36	4,02	4,45
2008 Mar	4,85	4,68	4,04	-	5,25	4,36	8,41	5,99	7,34	4,34	3,92	4,42
2008 Abr	.	4,72	4,29	-	.	.	8,02	5,99	.	.	4,06	4,63
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período</b>												
2007 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
2007 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
2007 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
2008 Feb	6,65	3,94	4,61	6,62	7,52	4,90	-	5,74	9,67	4,28	4,62	5,64
2008 Mar	6,68	4,04	4,81	6,35	6,49	4,82	8,21	6,03	10,54	4,29	4,84	5,89
<b>PIB real</b>												
2006	7,1	6,4	3,9	11,2	12,2	7,7	3,9	6,2	7,9	8,5	4,1	2,9
2007	6,2	6,5	1,8	7,1	10,3	8,8	1,3	6,6	6,0	10,4	2,6	3,0
2007 III	4,9	6,4	1,6	6,4	10,9	10,4	0,9	6,4	5,7	9,4	2,6	3,1
2007 IV	6,9	6,6	1,9	4,8	8,1	8,5	0,4	6,9	6,6	14,3	2,6	2,8
2008 I	.	.	.	.	.	6,2	.	.	.	.	.	2,5
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB</b>												
2006	-17,1	-2,9	2,7	-13,2	-21,3	-9,6	-5,4	-2,1	-10,5	-7,1	7,8	-3,8
2007	-20,3	-2,0	1,1	-15,8	-20,9	-11,9	-3,9	-2,6	-13,5	-4,7	8,3	-4,8
2007 II	-19,0	-4,0	2,9	-14,0	-22,9	-15,1	-5,8	-4,0	-15,3	-6,7	5,9	-4,2
2007 III	-11,8	-4,4	2,5	-16,5	-24,5	-10,1	-2,8	-2,0	-10,8	-6,3	7,0	-6,2
2007 IV	-25,1	-2,1	0,9	-11,0	-13,2	-10,2	-2,5	-1,8	-13,5	-6,8	9,6	.
<b>Costes laborales unitarios</b>												
2006	4,4	1,7	1,7	8,1	15,3	8,8	.	-1,0	.	1,7	-0,2	2,5
2007	14,2	.	3,7	18,9	24,9	7,0	.	.	.	0,2	3,9	1,5
2007 II	10,9	2,0	5,8	20,1	-	7,7	-	-	-	-0,4	3,3	1,7
2007 III	16,7	2,3	4,2	20,7	-	5,9	-	-	-	0,3	3,4	2,0
2007 IV	14,5	1,5	3,1	19,1	-	9,1	-	-	-	-1,6	4,7	2,2
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>												
2006	8,9	7,1	3,9	5,9	6,9	5,6	7,5	13,8	7,3	13,4	7,0	5,4
2007	6,9	5,3	3,8	4,7	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	11,1	6,1	5,3
2007 III	6,7	5,1	3,9	4,6	6,0	4,1	7,3	9,3	6,3	11,2	5,8	5,3
2007 IV	6,0	4,9	3,4	4,6	5,4	4,2	7,8	8,6	6,2	10,5	5,9	5,1
2008 I	6,0	4,6	3,1	5,4	5,3	4,5	7,6	8,0	.	9,9	5,7	.
2007 Nov	6,0	4,9	3,4	4,6	5,4	4,2	7,8	8,6	6,2	10,4	6,0	5,0
2007 Dic	5,9	4,7	3,3	4,6	5,4	4,3	7,9	8,2	6,2	10,3	5,8	5,0
2008 Ene	6,1	4,7	3,2	5,3	5,4	4,6	7,6	8,3	.	10,1	5,7	5,1
2008 Feb	6,0	4,6	3,1	5,4	5,3	4,5	7,6	8,0	.	9,9	5,6	.
2008 Mar	5,9	4,5	3,0	5,5	5,3	4,5	7,6	7,7	.	9,8	5,6	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

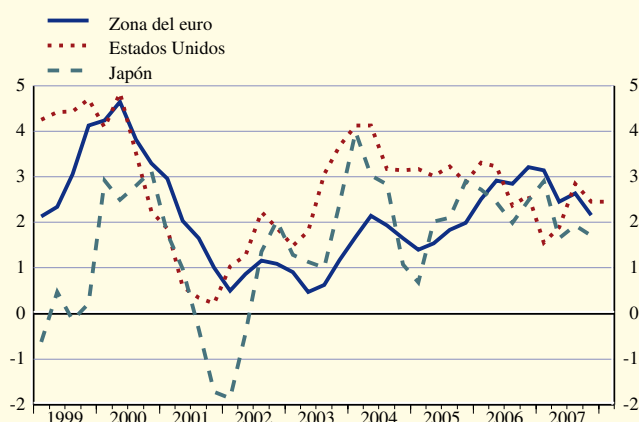
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio <sup>2)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>3)</sup>	Rendimiento de la deuda pública a 10 años <sup>3)</sup> (cupón cero) <sup>4)</sup> fin de período	Tipo de cambio en <sup>4)</sup> moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2004	2,7	-0,2	3,6	3,1	5,5	4,7	1,62	4,80	1,2439	-4,4	48,9
2005	3,4	-0,4	3,1	4,2	5,1	4,4	3,56	5,05	1,2441	-3,6	49,2
2006	3,2	-1,5	2,9	2,8	4,6	4,8	5,19	5,26	1,2556	-2,6	48,6
2007	2,9	1,7	2,2	1,8	4,6	5,9	5,30	4,81	1,3705	-3,0	49,2
2007 I	2,4	0,9	1,5	0,9	4,5	5,4	5,36	5,27	1,3106	-3,0	49,5
II	2,7	2,4	1,9	1,8	4,5	6,1	5,36	5,78	1,3481	-2,7	48,3
III	2,4	2,8	2,8	2,2	4,7	6,3	5,45	5,34	1,3738	-3,1	48,7
IV	4,0	0,5	2,5	2,5	4,8	5,8	5,02	4,81	1,4486	-3,3	49,2
2008 I	4,1	.	2,5	2,1	4,9	6,4	3,26	4,24	1,4976	.	.
2007 Dic	4,1	-	-	1,9	5,0	5,6	4,97	4,81	1,4570	-	-
2008 Ene	4,3	-	-	2,8	4,9	5,6	3,92	4,37	1,4718	-	-
Feb	4,0	-	-	2,1	4,8	6,7	3,09	4,47	1,4748	-	-
Mar	4,0	-	-	1,4	5,1	7,0	2,78	4,24	1,5527	-	-
Abr	.	-	-	.	5,0	.	2,79	4,59	1,5751	-	-
Japón											
2004	0,0	-4,9	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,53	134,44	-6,2	156,8
2005	-0,3	-0,6	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,66	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-2,6	2,4	4,8	4,1	1,1	0,30	1,85	146,02	-1,4	159,5
2007	0,1	.	2,0	2,7	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	.	.
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	.	1,7	2,9	3,8	2,0	0,96	1,70	163,83	.	.
2008 I	1,0	.	.	.	3,9	2,2	0,92	1,48	157,80	.	.
2007 Dic	0,7	-	-	0,8	3,8	2,1	0,99	1,70	163,55	-	-
2008 Ene	0,7	-	-	2,2	3,8	2,1	0,89	1,63	158,68	-	-
Feb	1,0	-	-	4,2	3,9	2,3	0,90	1,60	157,97	-	-
Mar	1,2	-	-	.	3,8	2,3	0,97	1,48	156,59	-	-
Abr	.	-	-	.	.	.	0,92	1,76	161,56	-	-

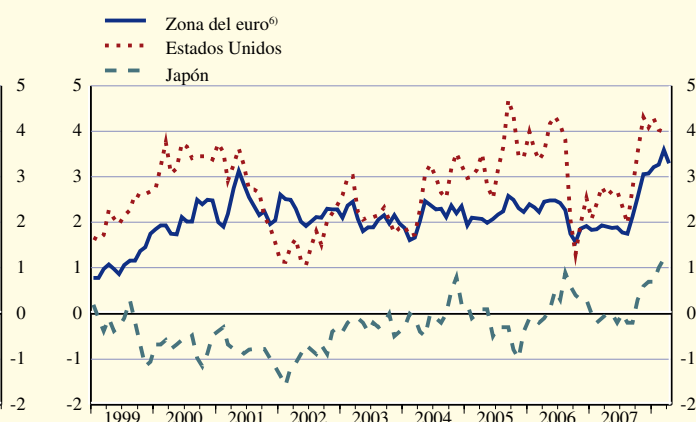
### C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



### C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



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

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

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

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

4) Para más información, véase sección 8.2.

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

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

## LISTA DE GRÁFICOS

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



## NOTAS TÉCNICAS

### RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

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

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

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

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

### RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

#### CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

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

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

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

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

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

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

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

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

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

dos<sup>3</sup>. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.5

##### IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

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

##### CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

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

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

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

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

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

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



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

La renta nacional neta sólo se define para los sectores residentes y se calcula como suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define sólo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), y más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos (lo que se conoce también como variaciones del patri-

monio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones). Para los sectores de hogares y de sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre estos saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera, respectivamente.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital, las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente, se excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenido a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de sal-



dos nocionales. Si  $N_t^M$  representa el flujo (emisiones netas) en el mes  $t$  y  $L_t$  el saldo vivo a fin del mes  $t$ , el índice  $I_t$  de los saldos nocionales en el mes  $t$  queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

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

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

donde  $I_t$  es el índice de saldos nocionales del mes  $t$ . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

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

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nocionales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$o) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

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

$$p) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

##### DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

#### RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

##### DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se

realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. 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](http://www.ecb.europa.eu)), pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services» se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintas bases de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 6 de mayo de 2008.

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

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Así, los datos anteriores al 2001 se refieren al

Euro-11, es decir, los siguientes once Estados miembros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre el 2001 y el 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. Los datos del 2007 se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia y a partir del 2008 los datos se refieren al Euro-15, es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta.

Dado que la composición de la Unidad de Cuenta Europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio correspondiente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

## PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

## ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno, donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes (BCN) quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de

cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Euro-sistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figu-

ran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Monetary Financial Institutions and Markets Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers. Third Edition» (BCE, marzo 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias<sup>1</sup>, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10<sup>2</sup>.

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

### CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95).

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de renta de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional; (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la

cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas cuentas no financieras de la zona del euro [es decir, cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, y los saldos vivos de los balances financieros conforme a una presentación más analítica. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite la descripción de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras y los saldos vivos del balance financiero conforme a una presentación más analítica.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de



cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

## MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (cuadros 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-15 (es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta) (composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse pe-

riódicamente por referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nacionales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro, que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección

4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores emitidos distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las notas técnicas, para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.2 (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 Svensson<sup>3</sup>. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de rendimientos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

## PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el

gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo<sup>4</sup>. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n° 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001<sup>5</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n° 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales<sup>6</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) n° 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>7</sup>. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por

3 Véase Svensson, L. E., 1994, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n.º 1051.

4 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 86, de 27.3.2001, p. 11.

6 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

7 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, (salvo las ventas de automóviles y motocicletas) excepto las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial. Las series de la zona del euro excluyen Chipre y Malta

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

## FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su

mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>8</sup>, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento nº 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 3605/93 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas<sup>9</sup>. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con

<sup>8</sup> DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

<sup>9</sup> DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

los Reglamentos (CE) nº 501/2004 y nº 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

## OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)<sup>10</sup>, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)<sup>11</sup>. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo del 2007), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo.

Además, a partir del Boletín Mensual de febrero del 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con fines de presentación conjunta de datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 8 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de donde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre la renta de la inversión pendiente de pago a Brasil, China continental, India y Rusia. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero del 2005.

<sup>10</sup> DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

<sup>11</sup> 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. El detalle por productos que figura 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. 4. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). 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 EUROSISTEMA<sup>1</sup>



### 12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

### 2 DE MARZO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

### 6 DE ABRIL Y 4 DE MAYO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

### 8 DE JUNIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de junio de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 15 de junio de 2006.

### 6 DE JULIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de

financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

### 3 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de agosto de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de agosto de 2006.

### 31 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

### 5 DE OCTUBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de octubre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de octubre de 2006.

### 2 DE NOVIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de fi-

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2005 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.



nanciación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantienen en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

#### **7 DE DICIEMBRE DE 2006**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de diciembre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,50% y el 2,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de diciembre de 2006.

#### **21 DE DICIEMBRE DE 2006**

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 40 mm de euros a 50 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2007. Al fijar este importe se han tomado en consideración los siguientes factores: las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro se han incrementado considerablemente en los últimos años, y se espera que vuelvan a aumentar en el año 2007. Por lo tanto, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2008.

#### **11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,50%, 4,50% y 2,50%, respectivamente.

#### **8 DE MARZO DE 2007**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

#### **12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

#### **6 DE JUNIO DE 2007**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

#### **5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE, 6 DE DICIEMBRE DE 2007, 10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 6 DE MARZO, 10 DE ABRIL Y 8 DE MAYO DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4%, 5% y 3%, respectivamente.



## DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2007

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2007. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre febrero y abril del 2008. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

### INFORME ANUAL

«Informe Anual 2006», abril 2007.

«Informe Anual 2007», abril 2008.

### INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2007».

«Informe de Convergencia mayo 2007: Introducción, marco para el análisis y resúmenes de países».

«Convergence Report May 2008».

«Informe de Convergencia mayo 2008: Introducción, marco para el análisis, situación de la convergencia económica y resúmenes de países».

### ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«La UE ampliada y las economías de la zona del euro», enero 2007.

«Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», enero 2007.

«La expansión de la economía China en perspectiva», enero 2007.

«Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», febrero 2007.

«Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras», febrero 2007.

«Remesas de emigrantes a las regiones vecinas de la UE», febrero 2007.

«La comunicación de la política monetaria a los mercados financieros», abril 2007.

«Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones», abril 2007.

«Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública», abril 2007.

«Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», mayo 2007.

«Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», mayo 2007.

«Factores determinantes del crecimiento en los Estados miembros de la UE de Europa central y oriental», mayo 2007.

«Operaciones de recompra de acciones propias en la zona del euro», mayo 2007.

«Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», julio 2007.

«Países exportadores de petróleo: Principales características estructurales, evolución económica y reciclaje de los ingresos derivados del petróleo», julio 2007.

«Ajuste de los desequilibrios mundiales en un contexto de integración financiera internacional», agosto 2007.

«Financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro», agosto 2007.

«Operaciones apalancadas y estabilidad financiera», agosto 2007.

«Evolución a largo plazo de los préstamos de las IFM a los hogares en la zona del euro: Principales tendencias y determinantes», octubre 2007.

«Los sistemas de activos de garantía de la Reserva Federal, del Banco de Japón y del Eurosistema», octubre 2007.



«Circulación y suministro de billetes en euros y preparativos para la segunda serie de billetes», octubre 2007.

«Cambios estructurales y concentración de los mercados de valores: Implicaciones para la eficiencia del sistema financiero y para la política monetaria», noviembre 2007.

«Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», noviembre 2007.

«Evolución de la productividad y política monetaria», enero 2008.

«Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro», enero 2008.

«Experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas», enero 2008.

«El análisis del mercado monetario de la zona del euro desde la perspectiva de la política monetaria», febrero 2008.

«La titulización en la zona del euro», febrero 2008.

«Las nuevas curvas de rendimientos de la zona del euro», febrero 2008.

«La inversión empresarial en la zona del euro y el papel de la situación financiera de las empresas», abril 2008.

«Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro», abril 2008.

«Evolución de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE», abril 2008.

«Estabilidad de precios y crecimiento», mayo 2008.

«Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros», mayo 2008.

#### **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. Przybyła, L. Rawdanowicz, R. Serafini y T. Zumer, abril 2007.

- 62 «Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective», por J. A. Garcia y A. Van Rixtel, junio 2007.
- 63 «Corporate finance in the euro area – including background material», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2007.
- 64 «The use of portfolio credit risk models in central banks», por un Grupo de Trabajo del Comité de Operaciones de Mercado del SEBC, julio 2007.
- 65 «The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations», por F. Coppens, F. González and G. Winkler, julio 2007.
- 66 «Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature», por N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert and G. Vitale, julio 2007.
- 67 «Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers», por J.-M. Israël and C. Sánchez Muñoz, julio 2007.
- 68 «The securities custody industry», por D. Chan, F. Fontan, S. Rosati y D. Russo, agosto 2007.
- 69 «Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy», por M. Sturm y F. Gurtner, agosto 2007.
- 70 «The search for Columbus’ egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF», por M. Skala, C. Thimann y R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 «The economic impact of the Single Euro Payments Area», por H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 «The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe», por P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou y M. Lo Duca, septiembre 2007.
- 73 «Reserve accumulation: objective or by-product?», por J. O. de Beaufort Wijnholds y L. Søndergaard, septiembre 2007.
- 74 «Analysis of revisions to general economic statistics», por H. C. Dieden y A. Kanutin, octubre 2007.
- 75 «The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area», editado por P. Moutot y coordinado por D. Gerdesmeier, A. Lojschová y J. von Landesberger, octubre 2007.
- 76 «Prudential and oversight requirements for securities settlement», por D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou y S. Rosati, diciembre 2007.
- 77 «Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing», por E. Mileva y N. Siegfried, diciembre 2007.
- 78 «A framework for assessing global imbalances», por T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora y R. Straub, enero 2008.
- 79 «The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues», por P. Moutot, A. Jung y F. P. Mongelli, enero 2008.
- 80 «China’s and India’s roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?», por M. Bussière y A. Mehl, enero 2008.
- 81 «Measuring financial integration in new EU Member States», por M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis y S. Manganelli, marzo 2008.
- 82 «The sustainability of China’s exchange rate policy and capital account liberalisation», por L. Cappiello y G. Ferrucci, marzo 2008.
- 83 «The predictability of monetary policy», por T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch y J. Turunen, marzo 2008.
- 84 «Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise», por G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk y C. Van Nieuwenhuyze, mayo 2008.

#### BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

«Research Bulletin», n.º 6, junio 2007.

«Research Bulletin», n.º 7, mayo 2008.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.
- 877 «What are the effects of fiscal policy shocks? A VAR-based comparative analysis», por D. Caldara y C. Kamps, marzo 2008.
- 878 «Nominal and real interest rates during an optimal disinflation in New Keynesian models», por M. Hagedorn, marzo 2008.
- 879 «Government risk premiums in the bond market: EMU and Canada», por L. Schuknecht, J. von Hagen y G. Wolswijk, marzo 2008.
- 880 «On policy interactions among nations: when do cooperation and commitment matter?», por H. Kempf y L. von Thadden, marzo 2008.
- 881 «Imperfect predictability and mutual fund dynamics: how managers use predictors in changing systematic risk», por G. Amisano y R. Savona, marzo 2008.
- 882 «Forecasting world trade: direct versus “bottom-up” approaches», por M. Burgert y S. Dees, marzo 2008.
- 883 «Assessing the benefits of international portfolio diversification in bonds and stocks», por R. A. De Santis y L. Sarno, marzo 2008.
- 884 «A quantitative perspective on optimal monetary policy cooperation between the United States and the euro area», por S. Adjemian, M. Darracq Pariès y F. Smets, marzo 2008.
- 885 «Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area», por M. van Leuvensteijn, C. Kok Sørensen, J. A. Bikker y A. A. R. J. M. van Rixtel, marzo 2008.
- 886 «International evidence on sticky consumption growth», por C. D. Carroll, J. Slacalek y M. Sommer, marzo 2008.
- 887 «Labour supply after transition: evidence from the Czech Republic», por A. Bičáková, J. Slacalek y M. Slavík, marzo 2008.

- 888 «House prices, money, credit and the macroeconomy», por C. Goodhart y B. Hofmann, abril 2008.  
889 «Credit and the natural rate of interest», por F. De Fiore y O. Tristani, abril 2008.  
890 «Globalisation, domestic inflation and global output gaps: evidence from the euro area»,  
por A. Calza, abril 2008.  
891 «House prices and the stance of monetary policy», por M. Jarociński y F. Smets, abril 2008.  
892 «Identification of New Keynesian Phillips curves from a global perspective», por S. Déés,  
M. H. Pesaran, L. V. Smith y R. P. Smith, abril 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 (sólo en Internet).  
«Review of the international role of the euro», junio 2007.  
«Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications», junio 2007.  
«Financial Stability Review», junio 2007.  
«Monetary policy: A journey from theory to practice», junio 2007.  
«The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling  
euro-denominated payment transactions», julio 2007 (sólo en Internet).  
«Fifth SEPA progress report», julio 2007 (sólo en Internet).  
«Potential impact of Solvency II on financial stability», julio 2007.

«The role of central counterparties-issues related to central counterparty clearing», ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, julio 2007.

«European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions», julio 2007.

«Payment and securities settlement in the European Union» (Blue Book), Vol. 1: euro area countries, Vol. 2 non-euro area countries, agosto 2007.

«EU banking structures», octubre 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities progress report», octubre 2007 (sólo en Internet).

«Fifth progress report on TARGET2» con el anejo 1 «Information guide for TARGET2 users (version 1.0), el anejo 2 «User information guide to TARGET2 pricing» y el anejo 3 «TARGET2 compensation scheme, claim form», octubre 2007 (sólo en Internet).

«EU banking sector stability», noviembre 2007 (sólo en Internet).

«Euro money market survey», noviembre 2007 (sólo en Internet).

«Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution», noviembre 2007 (sólo en Internet).

«Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties», diciembre 2007.

«Financial Stability Review», diciembre 2007.

«Financial Stability Review», diciembre 2007.

«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union», enero 2008 (sólo en Internet).

«Oversight framework for card payment schemes – standards», enero 2008 (sólo en Internet).

«The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006», febrero 2008.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», marzo 2008 (sólo en Internet).

«ECB statistics quality framework (SQF)», abril 2008 (sólo en Internet).

«Quality assurance procedures within the ECB statistical function», abril 2008 (sólo en Internet).

«ECB statistics – an overview», abril 2008 (sólo en Internet).

«TARGET Annual Report 2007», abril 2008 (sólo en Internet).

«Financial integration in Europe», abril 2008.

#### **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](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Activos exteriores netos de las IFM:** activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

**Administraciones Públicas:** según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

**Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas):** la diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

**Balance consolidado del sector de las IFM:** obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

**Balanza de pagos:** información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

**Comercio exterior de bienes:** exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

**Costes laborales unitarios:** medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB a precios constantes por persona ocupada).

**Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro:** préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

**Cuenta corriente:** cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

**Cuenta de capital:** cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

**Cuenta financiera:** cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

**Curva de rendimientos:** representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

**Déficit (Administraciones Públicas):** la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

**Deflación:** un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Deuda (Administraciones Públicas):** la deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

**Deuda (cuentas financieras):** préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

**Deuda pública indexada con la inflación:** valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

**Encuesta a expertos en previsión económica (EPE):** encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

**Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB):** encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

**Encuestas a los directores de compras de la zona del euro:** encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo,

precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

**Encuestas de opinión de la Comisión Europea:** encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

**Estabilidad de precios:** el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

**EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

**Eurosistema:** sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

**Exigencia de reservas:** reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

**Facilidad de depósito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

**Facilidad marginal de crédito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

**Factores autónomos de liquidez:** factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

**Índice de costes laborales por hora:** medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

**Índice de salarios negociados:** medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

**Inflación:** un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Instituciones financieras monetarias (IFM):** instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

**Inversiones de cartera:** operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

**Inversiones directas:** inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

**M1:** agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

**M2:** agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

**M3:** agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

**MTC II (mecanismo de tipos de cambio II):** mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

**Necesidad de financiación (Administraciones Públicas):** contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

**Operación de financiación a plazo más largo:** operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

**Operación principal de financiación:** operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

**Otras inversiones:** rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

**Paridad central (o tipo central):** tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

**Paridad del poder adquisitivo (PPA):** tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

**Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM:** depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

**Población activa:** total de trabajadores ocupados y parados.

**Posición de inversión internacional:** valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

**Precios industriales:** precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

**Producción industrial:** valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

**Productividad del trabajo:** la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

**Producto interior bruto (PIB):** el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

**Ratio de déficit (Administraciones Públicas):** la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

**Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas):** la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal

establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

**Remuneración por asalariado:** la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

**Reservas internacionales:** activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

**Saneamiento parcial:** ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

**Saneamiento total:** eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

**Subasta a tipo de interés fijo:** procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

**Subasta a tipo de interés variable:** procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

**Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales):** medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-22, integrado por los 12 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-22 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

**Tipos de interés de las IFM:** tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

**Tipos de interés oficiales del BCE:** tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

**Tipo mínimo de puja:** tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

**Vacantes:** término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

**Valor de referencia para el crecimiento de M3:** tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

**Valores de renta variable:** representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

**Valores distintos de acciones:** representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

**Volatilidad implícita:** la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

**Zona del euro:** incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, han adoptado el euro como moneda única.