



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

**BOLETÍN MENSUAL
AGOSTO**

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

04 | 2007

05 | 2007

06 | 2007

07 | 2007

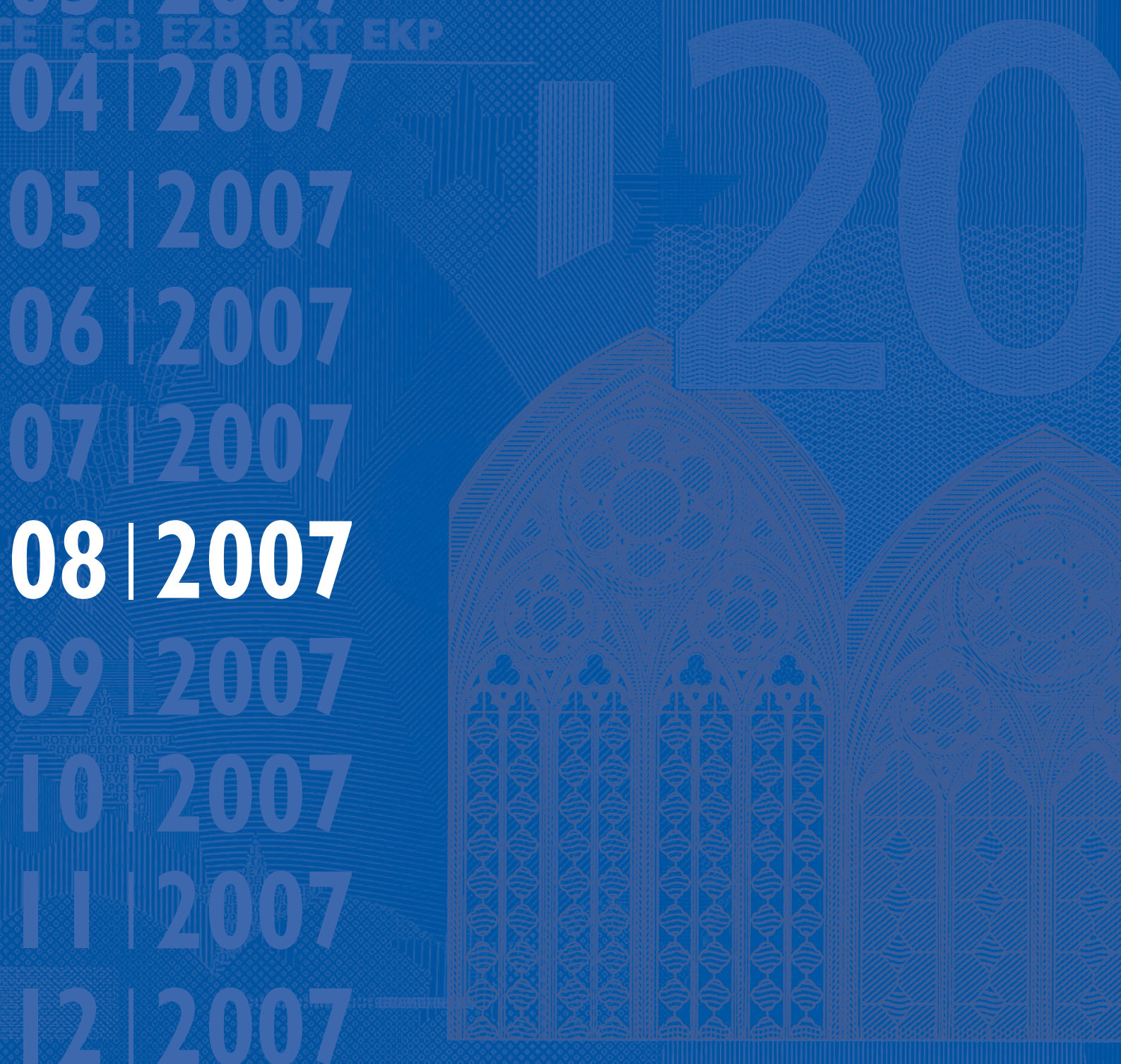
08 | 2007

09 | 2007

10 | 2007

11 | 2007

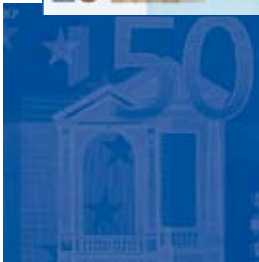
12 | 2007





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL AGOSTO 2007

En el año 2007,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 20 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, 2007

© De la traducción: Banco de España,
Madrid, 2007

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 1 de agosto de 2007.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

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

Recuadros

1 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2007	5
2 Volatilidad del tipo de interés a un día y su transmisión a la curva de rendimientos del mercado monetario	9
3 Actividad de fusiones y adquisiciones corporativas y evolución de los precios de las acciones en la zona del euro	14
4 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al tercer trimestre del 2007	41
5 Evolución reciente de la confianza de los consumidores	50
5 Introducción del euro en Chipre y Malta el 1 de enero de 2008	59

ARTÍCULOS

Ajuste de los desequilibrios mundiales en un contexto de integración financiera internacional	67
Financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro	81
Operaciones apalancadas y estabilidad financiera	95

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO

SI

ANEXOS

19 Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2006	V
Glosario	XIII

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios del Total de la Economía
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 3)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo en la frontera del exportador
HWWI	Hamburg Institute of International Economics
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

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



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 2 de agosto de 2007, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible desde la reunión del Consejo de Gobierno del 5 de julio ha corroborado su análisis anterior. La evolución económica reciente y los indicadores de las últimas encuestas confirman que la zona del euro ha seguido registrando un crecimiento económico sostenido durante el segundo trimestre. El aumento de los precios del petróleo, la aparición de tensiones sobre la capacidad productiva y la posibilidad de un mayor dinamismo de salarios y costes, entre otros factores, respaldan la valoración anterior del Consejo de Gobierno de que existen riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. La fortaleza de la tasa subyacente de expansión monetaria confirma la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios en horizontes temporales a medio y a largo plazo. Por tanto, una extrema vigilancia resulta esencial a fin de evitar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo lleguen a materializarse, lo que contribuirá a garantizar que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo de la zona del euro se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Como se ha señalado en ocasiones anteriores, dicho anclaje es un requisito indispensable para que la política monetaria siga contribuyendo a la sostenibilidad del crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro. Dado el favorable entorno económico de la zona del euro, la orientación de la política monetaria del BCE es aún acomodaticia. Las condiciones de financiación siguen siendo en conjunto favorables, el crecimiento monetario y crediticio es dinámico y la liquidez es abundante. Por tanto, de cara al futuro, actuar con firmeza en el momento oportuno resulta esencial para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo.

Comenzando con el análisis económico, recientemente, Eurostat ha revisado al alza su estimación de crecimiento del PIB real para el primer trimestre del 2007, situándola en el 0,7%, lo que confirma la persistente fortaleza de la economía de la zona del euro. Asimismo, los últimos datos y los resultados de las encuestas más recientes sugieren

que la actividad económica continuó avanzando durante el segundo trimestre a tasas sostenidas, confirmándose por tanto el escenario de referencia del Consejo de Gobierno.

De cara al futuro, las perspectivas para el crecimiento económico a medio plazo siguen siendo favorables y siguen dándose las condiciones para que la actividad económica de la zona del euro mantenga un ritmo de crecimiento sostenido. En cuanto al entorno exterior, el crecimiento económico ha mostrado un mayor equilibrio entre las distintas regiones y continúa siendo intenso. En consecuencia, el entorno exterior sigue favoreciendo las exportaciones de la zona del euro. Asimismo, se espera que la demanda interna de la zona del euro mantenga un ritmo relativamente elevado. La inversión debería mantener su dinamismo, beneficiándose de condiciones de financiación, en general, favorables, del incremento acumulado y en curso de los beneficios, de la reestructuración de los balances y de las mejoras realizadas en la eficiencia empresarial durante un período prolongado. El consumo se verá reforzado por la evolución de la renta real disponible, en un contexto de fortaleza continuada del crecimiento del empleo.

Los riesgos para estas perspectivas favorables de crecimiento económico están, en general, equilibrados a corto plazo. En horizontes a medio y a largo plazo, los riesgos continúan apuntando a la baja, debido principalmente a factores externos relacionados, sobre todo, con la posibilidad de cambios repentinos en el clima de confianza en los mercados financieros mundiales que podrían dar lugar a reasignaciones de los precios de los riesgos, nuevas subidas de los precios del petróleo, preocupación por posibles perturbaciones debidas a desequilibrios mundiales y temores a una intensificación de las presiones proteccionistas.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,8% en julio del 2007, frente al 1,9% de junio. De cara al futuro, el perfil a corto plazo de las tasas de inflación interanuales sigue estando determinado en gran medida por la evolución de

los precios de la energía, cuya volatilidad en el año pasado da lugar a efectos de base significativos. Considerando los precios actuales del petróleo y los precios de los contratos de futuros sobre este producto, es probable que las tasas de inflación interanuales se mantengan, en general, en torno a los niveles actuales durante los próximos meses y que hacia finales de este año vuelvan a aumentar significativamente, debido principalmente a los efectos de base mencionados.

En el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, los riesgos para las perspectivas de estabilidad de precios siguen apuntando al alza. La evolución reciente de los precios del petróleo constituye un recordatorio oportuno de los posibles riesgos para la estabilidad de precios que se derivan del comportamiento de los precios de las materias primas. No obstante, por lo general, los riesgos al alza tienen su origen en factores internos principalmente. En particular, la intensidad de la utilización de los recursos en la economía de la zona del euro y la fortaleza del crecimiento del empleo están generando restricciones de capacidad que podrían traducirse en una evolución de los salarios y de los costes más dinámica de lo esperado. Además, en estas circunstancias, la capacidad de fijación de precios en segmentos del mercado con un reducido nivel de competencia podría incrementar los márgenes de beneficio. Estos factores entrañarían importantes riesgos alcistas para la estabilidad de precios. Por tanto, resulta crucial que todas las partes asuman sus responsabilidades. En particular, los acuerdos salariales deberían mostrar un grado de diferenciación suficiente para tener en cuenta los niveles de competitividad de los precios, el nivel todavía alto del desempleo en muchas economías y la evolución de la productividad en los distintos sectores. El Consejo de Gobierno subraya la importancia de evitar una evolución salarial que pudiera traducirse en presiones inflacionistas y, en consecuencia, influir negativamente sobre el poder adquisitivo de los ciudadanos de la zona del euro. Además, existen riesgos al alza para la estabilidad de precios procedentes de incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos, así como de la posible introducción de un sesgo procíclico en la política fiscal de algunos países.

Habida cuenta de que la tasa subyacente de crecimiento monetario y del crédito mantiene su vigor en un contexto de abundante liquidez, el análisis monetario confirma la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. La fortaleza de la expansión monetaria se refleja en el crecimiento continuado e intenso de M3, cuya tasa interanual se situó en junio del 2007 en el 10,9%, y en la persistencia de los elevados niveles de crecimiento del crédito. La fortaleza de la expansión monetaria y crediticia refleja, en parte, las favorables condiciones de financiación y la solidez del crecimiento económico.

A la hora de identificar y evaluar las tendencias subyacentes de la expansión monetaria y crediticia relevantes para la política monetaria, es importante hacer abstracción de la volatilidad a corto plazo, de los efectos de las variaciones de la pendiente de la curva de rendimientos y de otros factores que pudieran ser de naturaleza temporal. Adoptando esta perspectiva a medio plazo, existen diversos indicios de que la subida de los tipos de interés a corto plazo está influyendo en la evolución monetaria, aunque hasta ahora no ha contenido significativamente la fortaleza de la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia. Por ejemplo, los incrementos de los tipos de interés a corto plazo han contribuido a una moderación de la expansión del agregado monetario estrecho M1 durante los últimos trimestres. Asimismo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado ha mostrado signos de estabilización desde mediados del 2006, aunque se mantiene en cifras de dos dígitos. La estabilización del crecimiento de los préstamos se observa particularmente en los préstamos concedidos a los hogares, que reflejan cierta moderación en la evolución del precio de la vivienda, aunque, en promedio, el crecimiento de los precios residenciales sigue siendo elevado en la zona del euro.

Teniendo en cuenta la continuada fortaleza de la expansión monetaria y crediticia, existen claros indicios de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Tras varios años de intenso crecimiento monetario, la situación de liquidez en la zona del euro continua siendo abundante. En este contexto, la evolución monetaria

sigue requiriendo un seguimiento muy atento, sobre todo, en un entorno de expansión de la actividad económica y de continuidad del fuerte dinamismo del mercado inmobiliario.

En síntesis, a la hora de evaluar las tendencias de los precios, resulta importante hacer abstracción de la volatilidad a corto plazo de las tasas de inflación. El horizonte temporal relevante para la política monetaria es el medio plazo. Los riesgos para las perspectivas de estabilidad de precios a medio plazo siguen apuntando al alza, y tienen su origen en los precios del petróleo y, sobre todo, en factores internos. Dado que la utilización de los recursos es elevada y que continúa la evolución positiva de los mercados de trabajo, están surgiendo restricciones de capacidad que podrían traducirse, en particular, en una evolución de los salarios y de los costes más dinámica de lo esperado, y en aumentos de los márgenes en base a una mayor capacidad de fijación de precios de las empresas. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario corrobora la valoración de que existen riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno mantendrá una extrema vigilancia a fin de garantizar que dichos riesgos no lleguen a materializarse y que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo de la zona del euro se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Por tanto, de cara al futuro, actuar con firmeza en el momento oportuno resulta esencial para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo.

Por lo que se refiere a la política fiscal, en el favorable entorno económico actual, resulta crucial que los gobiernos de los países de la zona del euro eviten políticas procíclicas y aceleren el ritmo del saneamiento presupuestario. Los objetivos presupuestarios, que en algunos países no son ambiciosos, no deben rebajarse y los ingresos extraordinarios deben utilizarse para reducir el déficit. Los planes presupuestarios para el 2008 deben reflejar la actual necesidad de saneamiento mediante la definición de medidas específicas de reducción del déficit referidas, preferiblemente, al gasto. Los países que rebajen sus planes de saneamiento en

vista de resultados presupuestarios positivos inesperados se arriesgan a que se repita la experiencia del 2000 y del 2001, en los que la preparación insuficiente para una desaceleración de la economía condujo a ratios de déficit excesivos en un breve período de tiempo.

Como se ha señalado en ocasiones precedentes, también resulta fundamental que los gobiernos nacionales apliquen con determinación reformas estructurales a fin de mejorar el funcionamiento y la flexibilidad de los mercados y fomentar la competencia. Cumplir con el principio de «una economía de mercado abierto con libre competencia» resulta crucial para promover el crecimiento económico y la creación de empleo a largo plazo. Una mayor liberalización del mercado, en particular en los sectores agrícola y de servicios, el incremento de la competencia en los mercados y la reducción de las barreras transfronterizas resultarían beneficiosos para los consumidores, pues se traducirían en descensos de los precios, aumentos de los salarios reales y en un abanico más amplio de productos. También resultarían beneficiosos para las empresas, por cuanto fomentarían niveles más altos de eficiencia, un mayor dinamismo y una mejora de la capacidad para enfrentarse a las perturbaciones económicas y a los retos y oportunidades que supone la globalización. En consecuencia, la culminación del Mercado Único debe ser prioritaria, en particular, en lo que se refiere al avance de la integración de los mercados financieros, la consecución de una competencia efectiva en las industrias de red y la aplicación de la Directiva de Servicios.

Los mercados financieros atraviesan actualmente un período de nerviosismo marcado por el aumento de la volatilidad y la reevaluación de los riesgos. Esta evolución presenta elementos de normalización en la evaluación del riesgo. Los cambios en el clima de confianza del mercado requieren un seguimiento atento. El Consejo de Gobierno seguirá prestando gran atención a la evolución del mercado en el período venidero.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. En el primero se analizan los principales factores de desequilibrio mundiales y se estu-

dian los posibles mecanismos de ajuste y las implicaciones para la política económica en un contexto de integración financiera internacional. En el segundo, se analizan las diferencias en cuanto a financiación entre PYMES y grandes empresas de la zona del euro, y se examina la existencia de limita-

ciones de financiación para las PYMES en la zona del euro. En el tercero, se ofrece una visión general de la actividad del mercado de operaciones de recompra con apalancamiento en la UE y de los riesgos asociados para el sector bancario y para el mercado financiero en su conjunto.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial sigue creciendo a un ritmo vigoroso, respaldada especialmente por el auge de la actividad económica en los mercados emergentes. La inflación medida por los precios de consumo se ha mantenido estable en los países industrializados, pero persisten los indicios de un aumento de las presiones inflacionistas como consecuencia de las limitaciones de la capacidad productiva que comienzan a observarse y de la subida de los precios mundiales de las materias primas. Los riesgos para las perspectivas de la economía mundial tienen su origen en la posibilidad de que se produzcan cambios súbitos en el clima de los mercados financieros internacionales que den lugar a una revalorización de los riesgos, en nuevos incrementos de los precios del petróleo, en la preocupación por las posibles alteraciones derivadas de los desequilibrios mundiales y en el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

El auge de la actividad económica en los mercados emergentes sigue siendo, en general, un factor determinante clave del vigoroso ritmo de crecimiento que continúa registrando la economía mundial. Pese a haberse observado una cierta desaceleración, la producción industrial en los países de la OCDE mantuvo su expansión a un ritmo relativamente sólido en los cuatro primeros meses del 2007. Además, la evidencia de las encuestas más recientes sugiere que la economía mundial ha experimentado un renovado fortalecimiento en el segundo trimestre, tanto en las manufacturas como en los servicios.

Las variaciones de los precios de las materias primas siguen influyendo notablemente en la evolución de los precios mundiales. La tasa de aumento interanual de la inflación medida por los precios de consumo, así como de las medidas de la inflación, excluidos los alimentos y la energía, se mantuvo estable en los países de la OCDE en mayo del 2007, en el 2,2% y el 2,1%, respectivamente (véase gráfico 1). No obstante, la continua aceleración de los precios de los consumos intermedios en junio parece indicar que siguen acumulándose presiones inflacionistas de costes a escala mundial como consecuencia de algunas limitaciones de la capacidad productiva y de la subida de los precios mundiales de las materias primas.

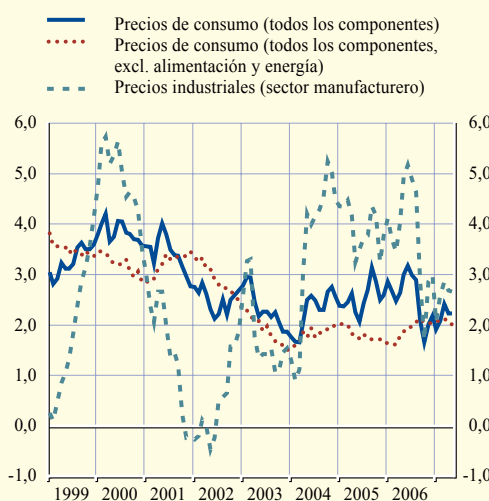
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos la actividad económica registró una fuerte recuperación en el segundo trimestre del 2007 y la inflación siguió siendo un tanto elevada. Según las estimaciones preliminares, el crecimiento del PIB real aumentó a una tasa intertrimestral anualizada del 3,4%, desde del 0,6% observado en el primer trimestre, principalmente, como consecuencia de un repunte de la demanda exterior neta y de la inversión, mientras que el consumo privado fue más bajo.

Las presiones inflacionistas han seguido siendo algo elevadas en los últimos meses, situándose la inflación interanual medida por el IPC en el 2,7% en junio, al igual que en mayo. La inflación medida por el

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: OCDE.

IPC, excluidos los alimentos y la energía, tampoco experimentó variación y se mantuvo en el 2,2% (véase gráfico 2).

El 28 de junio, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en el 5,25%, el tipo de interés de referencia de los fondos federales.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica siguió recuperándose de forma sostenida en el segundo trimestre del 2007 y la inflación continuó siendo moderada. Los resultados de la encuesta Tankán del Banco de Japón correspondiente a junio del 2007 indican que la situación económica ha seguido siendo firme, a pesar un ligero deterioro en el sector de pequeñas y medianas empresas en el segundo trimestre. Los índices de difusión de la situación económica de las grandes empresas, tanto manufactureras como de otros sectores, no han variado con respecto a marzo y se mantienen en niveles relativamente altos.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación ha seguido siendo moderada (véase gráfico 2). En junio, el IPC general se redujo un 0,2% en tasa interanual (frente al 0,0% observado en mayo), mientras que la tasa de variación interanual del IPC, excluidos los alimentos frescos fue del -0,1%, la misma que en el mes anterior. La contribución negativa de numerosas partidas, especialmente los alimentos y la lectura y el ocio, siguió moderando la inflación interanual en junio.

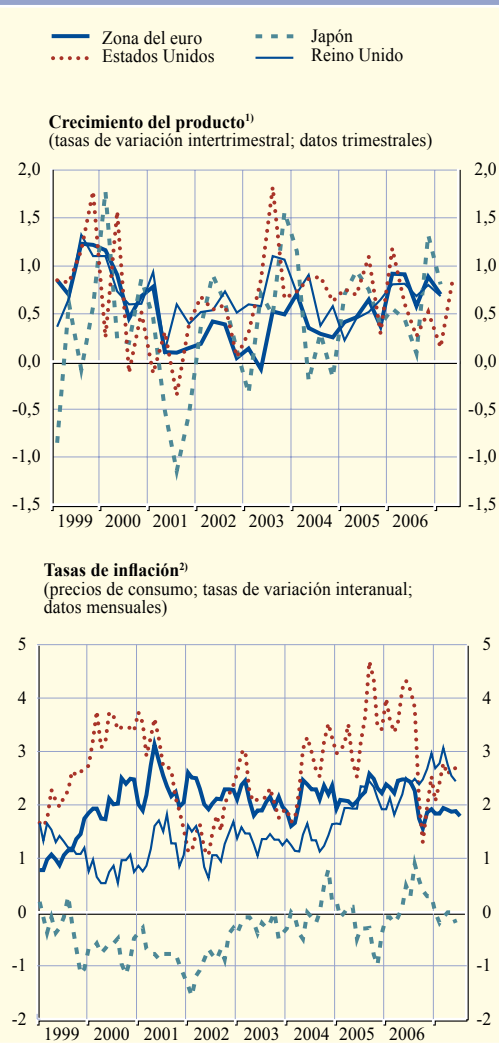
En su reunión de 12 de julio de 2007, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,50%, el tipo de interés oficial de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el crecimiento económico siguió siendo robusto en el segundo trimestre del 2007 (véase gráfico 2). Una estimación provisional indica que la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real en el segundo trimestre fue del 0,8%, cifra ligeramente superior a la del trimestre anterior. Al mismo tiempo, los datos sobre las ventas del comercio al por menor, correspondientes al período comprendido entre abril y junio, sugieren que podría haberse producido un firme crecimiento del consumo de los hogares.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual, medida por el IAPC, se redujo de nuevo en junio, hasta el 2,4%, desde el 2,5% observado en mayo. La bajada de los precios

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.

de los servicios de agua, gas y electricidad siguió siendo el principal factor determinante de este descenso.

El 2 de agosto, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener sin variación, en el 5,75%, el principal tipo de interés oficial.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE que no pertenecen a la zona del euro, el producto ha seguido registrando un sólido crecimiento, principalmente como resultado de la demanda interna sostenida. La inflación evolucionó de forma diferenciada según los países en junio del 2007.

En Dinamarca, el PIB real creció un 0,5% en tasa intertrimestral en el primer trimestre del 2007, mientras que, en Suecia, experimentó una desaceleración hasta el 0,6%. En ambos casos, la demanda interna fue el principal factor determinante de la actividad económica. La inflación, medida por el IAPC, siguió siendo moderada en estos dos países: en Dinamarca se redujo hasta el 1,3%, mientras que en Suecia aumentó hasta el 1,3%, en tasa interanual, en el mes de junio.

En las cuatro economías más grandes de Europa central y oriental (la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía), el crecimiento del producto siguió siendo, en general, vigoroso en el primer trimestre del 2007, aunque continuó desacelerándose ligeramente en Hungría. En la República Checa, Polonia y Rumanía, la demanda interna fue el principal factor determinante del crecimiento del PIB real, mientras que, en Hungría, dicho crecimiento fue impulsado, principalmente, por la demanda exterior neta. Por lo que respecta a la evolución de los precios, en junio siguieron observándose notables diferencias en los niveles de inflación entre estos cuatro países. En la República Checa y Polonia, la inflación medida por el IAPC aumentó hasta el 2,6%, mientras que en Rumanía, fue más elevada, situándose en el 3,9%. La tasa de inflación más alta se registró en Hungría (8,5%), principalmente como consecuencia de un fuerte aumento de los impuestos indirectos, que forma parte de la batería de medidas de saneamiento de las finanzas públicas. El 26 de julio, el Banco Nacional de la República Checa elevó su principal tipo de interés oficial en 25 puntos porcentuales, hasta el 3%, para frenar las presiones inflacionistas.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica prosiguió su expansión a un ritmo vigoroso, especialmente en China. Las presiones inflacionistas volvieron a repuntar en este país, pero continuaron moderándose en otras grandes economías de la región, en particular, en India.

En China, el PIB real creció a una tasa interanual del 11,9% en el segundo trimestre del 2007, en comparación con el 11,1% registrado en el trimestre anterior. El superávit comercial continuó aumentando hasta alcanzar una cifra acumulada de 113 mm de dólares estadounidenses en el período comprendido entre enero y junio del 2007, lo que representa un incremento del 84% en comparación con el mismo período del año anterior. En junio, la inflación interanual, medida por los precios de consumo, se elevó hasta el 4,4%, desde el 3,4% registrado en mayo; el principal factor determinante de este incremento fue la subida de los precios de los alimentos. El 20 de julio, el Banco Central de la República Popular China elevó en 27 puntos básicos los tipos de interés de referencia de los depósitos y los préstamos, hasta el 3,3% y el 6,8%, respectivamente.

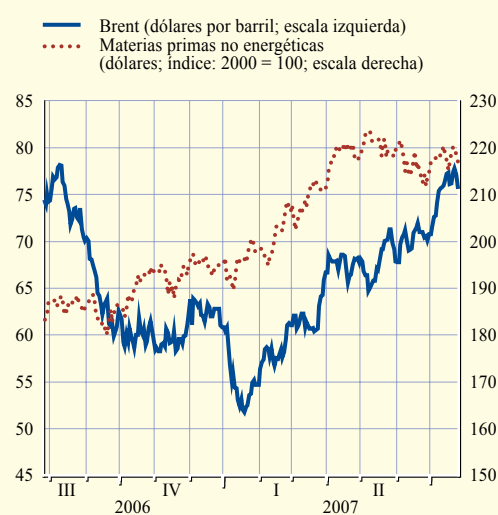
AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica siguió siendo sólida, aunque se observa cierta heterogeneidad en el comportamiento de las principales economías en materia de crecimiento e inflación. En



Brasil, la actividad continuó siendo vigorosa, registrando la producción industrial una tasa de crecimiento interanual del 4,9% en mayo. En junio, la inflación interanual, medida por los precios de consumo, ascendió al 3,7%, frente al 3,2% de mayo. El 19 de julio, el Banco Central de Brasil redujo su tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 11,5%. En Argentina, la actividad también siguió siendo sólida en junio, registrándose un aumento de la producción industrial del 5% en tasa interanual. La inflación, medida por los precios de consumo, continuó siendo elevada, situándose la tasa interanual en el 8,8% en junio. En México se mantuvo la atonía en la actividad, reduciéndose la tasa de crecimiento interanual de la producción industrial hasta el 1,1% en mayo, mientras que la inflación interanual, medida por los precios de consumo, no experimentó variación en junio, manteniéndose en el 4%.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo experimentaron una fuerte subida a comienzos de julio, aproximándose a los máximos históricos del pasado año (véase gráfico 3). Desde entonces, se han mantenido firmes y, el 1 de agosto, el barril de Brent se situaba en 76,5 dólares estadounidenses, unos dos dólares por debajo del máximo histórico alcanzado en agosto del 2006. La evolución de los precios se ha visto favorecida por el estrechamiento de los márgenes de oferta y demanda en los mercados de petróleo y por la persistencia de las tensiones geopolíticas. Las restricciones de la producción de la OPEP y el menor suministro a corto plazo de crudo del Mar del Norte coincidieron con una fuerte demanda estacional en el verano, que presionó al alza sobre los precios. El alcance de la escasez a corto plazo en los mercados de petróleo se demuestra en la estructura de precios a plazo del Brent, en la que los precios al contado aumentan por encima de los precios a plazo. Otro factor que contribuyó a sostener los precios fueron los informes recientes de la Agencia Internacional de la Energía (AIE), que apuntan a un mayor estrechamiento de los márgenes de oferta y demanda más allá del 2010. Las proyecciones de la AIE también indican que la capacidad excedente de la OPEP, que ha venido recuperándose de forma sostenida respecto a los niveles mínimos registrados a finales del 2004, seguirá siendo relativamente limitada hasta finales del 2009 y que, a partir de ese año, se reducirá de forma acusada. En este contexto, es probable que los precios del petróleo se mantengan en niveles elevados y que sigan siendo sensibles a los pequeños cambios en el entorno exterior.

Los precios de las materias primas no energéticas también aumentaron a principios de julio, principalmente como consecuencia de una subida de los precios de las materias primas agrícolas (véase gráfico 3). No obstante, este incremento general llegó a su fin a mediados de julio, básicamente como resultado de un descenso de los precios de los alimentos, en particular de las semillas oleaginosas y de los aceites. Desde entonces, el índice general de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) ha seguido siendo bastante volátil y, a finales de julio, se situaba, en promedio, aproximadamente un 17% por encima del nivel observado un año antes.

I.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Las perspectivas del entorno exterior y, por lo tanto, de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro siguen siendo favorables. En mayo, la tasa de variación de seis meses del indicador sintético adelantado de la OCDE mejoró tras varios meses de moderación. Examinando esta evolución con más detalle, se observa una mejora de las perspectivas económicas en el Reino Unido, Canadá y Estados Unidos. El indicador sintético adelantado más reciente sobre las principales economías no pertenecientes a la OCDE apunta a que continuará la expansión firme y sostenida en China, India y Brasil.

Los riesgos para las perspectivas de la economía mundial tienen su origen en la posibilidad de que se produzcan cambios súbitos en el clima de los mercados internacionales que den lugar a una revalorización de los riesgos, en nuevos incrementos de los precios del petróleo, en la preocupación por las posibles alteraciones derivadas de los desequilibrios mundiales y en el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia continuó siendo elevada en junio, respaldada por unas condiciones de financiación favorables y un crecimiento económico sostenido en la zona del euro. Esto se debió al persistente crecimiento interanual de M3, que se incrementó hasta el 10,9% en junio, así como a la persistencia de un crecimiento interanual de dos dígitos del crédito de las IFM al sector privado. No obstante, el crecimiento interanual de M1 se mantuvo considerablemente por debajo del de los demás componentes principales de M3, ya que el alejamiento progresivo de la orientación acomodaticia de la política monetaria ha moderado la demanda de los activos monetarios más líquidos. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de M3 se ha visto estimulado por una curva de rendimientos relativamente plana en la zona del euro y por las cuantiosas inversiones por parte de no residentes en activos financieros de la zona. Dado que es posible que estos efectos sean de carácter transitorio, actualmente, el crecimiento interanual de M3 debe valorarse con cautela. No obstante, incluso después de considerar estos efectos a corto y a medio plazo, la evolución monetaria subyacente sigue siendo vigorosa, y apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio y en el largo plazo.

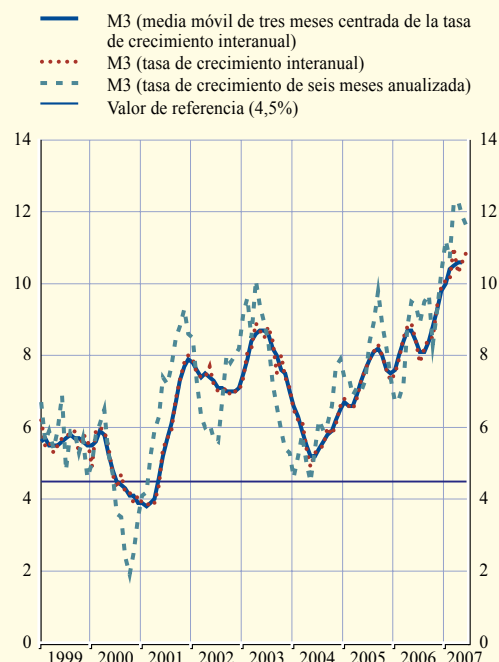
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se intensificó hasta alcanzar el 10,9% en junio del 2007, desde el 10,6% del mes precedente. La tasa de crecimiento intermensual fue del 0,8%, una trayectoria acorde con la media de los incrementos intermensuales observados desde finales del 2006. La reciente fortaleza de la expansión monetaria también es claramente evidente en la evolución a corto plazo de M3, medida por la tasa de crecimiento de seis meses anualizada, que se mantuvo bastante por encima de la tasa de crecimiento interanual (véase gráfico 4).

Los datos más recientes sobre los agregados monetarios y crediticios confirman la valoración de meses anteriores de que el progresivo alejamiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria desde diciembre del 2005 ha influido en la evolución monetaria. Del lado de los componentes, las subidas de los tipos de interés han incrementado el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista, moderando con ello la dinámica de M1. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de este agregado monetario estrecho se sitúa bastante por debajo de las tasas de crecimiento de los otros componentes principales de M3. En cuanto a las contrapartidas, el impacto de los aumentos de los tipos de interés es evidente en la estabilización de la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido al sector privado de la zona del euro desde el otoño del 2006, que es atribuible, en particular, a la moderación del endeudamiento de los hogares. No

Gráfico 4 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.

obstante, en junio, los préstamos de las IFM al citado sector continuaron creciendo a una tasa interanual muy elevada, del 10,8%.

Al mismo tiempo, las subidas de los tipos de interés a corto plazo han estimulado la demanda de activos monetarios no incluidos en el agregado monetario estrecho M1 (es decir, de M3-M1), en particular la de depósitos a corto plazo e instrumentos negociables. Como consecuencia del todavía relativo aplanamiento de la curva de rendimientos, la remuneración que se ofrece actualmente por estos instrumentos monetarios es prácticamente similar a la de activos con plazos de vencimiento superiores no incluidos en M3, al mismo tiempo que su liquidez y características de riesgo son más atractivas. El aumento de la inclinación de la pendiente de esta curva desde abril no ha invertido esta mayor demanda de M3-M1, ya que es probable que los inversores se inclinen por activos monetarios mientras se ajustan los precios de los valores a más largo plazo.

Si se adopta una perspectiva a medio y a largo plazo, adecuada para valorar las tendencias del crecimiento monetario y crediticio, y se considera la volatilidad a corto plazo y el impacto de los cambios en la estructura de rendimientos, los datos más recientes siguen apuntando a una intensa evolución monetaria subyacente que conlleva riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, particularmente en un contexto de abundancia de liquidez y de intensa actividad económica.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual de M1 se elevó ligeramente en junio, hasta el 6,1% desde el 5,9% de mayo. La tasa de crecimiento del efectivo en circulación se redujo, mientras que la de los depósitos a la vista se incrementó (véase cuadro 1). En los últimos meses, parece que el impacto moderador sobre M1 derivado del aumento de los costes de oportunidad podría haberse visto compensado por factores de signo contrario, en particular por la creciente contribución de la intensa actividad económica a la demanda de M1 por motivos de transacción.

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 May	2007 Jun
M1	46,2	7,6	6,8	7,0	6,2	5,9	6,1
Efectivo en circulación	7,3	11,4	11,1	10,5	10,0	9,6	9,2
Depósitos a la vista	38,9	7,0	6,0	6,3	5,5	5,3	5,5
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,7	9,5	11,1	11,9	13,1	13,6	13,9
Depósitos a plazo hasta dos años	20,1	19,7	25,2	29,5	33,2	34,7	35,0
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	18,6	2,4	1,1	-0,8	-2,1	-2,3	-2,5
M2	85,0	8,4	8,7	9,1	9,2	9,3	9,5
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	15,0	6,4	11,3	16,9	19,4	18,6	19,9
M3	100,0	8,1	9,0	10,2	10,6	10,6	10,9
Crédito a residentes en la zona del euro		9,2	8,8	8,0	8,1	8,3	8,7
Crédito a las Administraciones Públicas		-0,9	-3,1	-4,5	-4,3	-3,1	-3,6
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,6	-0,4	-1,3	-1,2	-0,9	-1,3
Crédito al sector privado		11,9	11,9	11,1	11,0	11,1	11,5
Préstamos al sector privado		11,2	11,2	10,6	10,5	10,4	10,8
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		8,5	9,0	9,9	10,0	9,9	10,3

Fuente: BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se incrementó hasta el 13,9% en junio, desde el 13,6% de mayo. Esto se debió a un nuevo repunte de la tasa de crecimiento de los depósitos a corto plazo (depósitos a plazo hasta dos años), mientras que la tasa de descenso interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se elevó de nuevo. Los depósitos a corto plazo continúan siendo atractivos, ya que su remuneración ha aumentado en los últimos trimestres, una evolución acorde, en general, con la subida de los tipos de interés a corto plazo, ampliando con ello el diferencial entre la remuneración de estos instrumentos y la de los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo.

En líneas más generales, la actual fortaleza de la demanda de instrumentos incluidos en M3, pero no en M1, es atribuible a su atractivo frente a los activos financieros a más largo plazo que no forman parte de M3. En particular, dado que, actualmente, la curva de rendimientos de la zona del euro todavía es relativamente plana, ofrecen más liquidez y menos riesgo a un coste de oportunidad reducido en términos de rentabilidad. Además, es posible que, actualmente, las participaciones en fondos del mercado monetario sean particularmente atractivas para los inversores institucionales, ya que los fondos con las rentabilidades más elevadas superan el tipo de interés de referencia del mercado monetario, y las altas tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo pueden deberse a que la mayor parte de este tipo de valores se emiten a tipo de interés variable y, por tanto, permiten que los inversores se beneficien de las subidas de los tipos de interés que se producen antes de la fecha de vencimiento del valor.

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) se incrementó en junio, un aumento que se debió principalmente al fortalecimiento de las tasas de crecimiento interanual de las tenencias de los hogares y de otros intermediarios financieros no monetarios (excepto las empresas de seguros y los fondos de pensiones). En el caso de los hogares, el aumento de junio supone la continuación de la moderada pero constante tendencia al alza observada en el crecimiento de las tenencias de depósitos de M3 por parte de este sector desde el 2004, mientras que en el caso de otros intermediarios financieros no monetarios, la mayor demanda se debió, fundamentalmente, a una intensa demanda intermensual de cesiones temporales. En el pasado, este comportamiento pareció ser relativamente transitorio, como quedó reflejado en la volatilidad de esta serie.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

Del lado de las contrapartidas, el incremento del crecimiento interanual de M3 en junio responde a la mayor expansión del crédito total concedido a residentes en la zona del euro. No obstante, esta evolución oculta un aumento de la tasa de descenso interanual del crédito otorgado al sector público. En junio, las IFM volvieron a desprenderse de deuda pública, en términos tanto de valores distintos de acciones como de préstamos, tras la adquisición neta de esta modalidad de deuda en mayo que, a su vez, supuso la interrupción de un período de trece meses consecutivos en los que este sector estuvo reduciendo su exposición a la deuda pública.

La expansión de los préstamos al sector privado siguió siendo el principal factor determinante de la elevada tasa de crecimiento interanual de M3. Como consecuencia del impacto de las subidas de los tipos de interés, la tasa de crecimiento interanual de estos préstamos se ha estabilizado en los últimos meses, interrumpiendo la tendencia al alza observada entre la primavera del 2004 y mediados del 2006. No obstante, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a este sector registró un ascenso en junio, hasta el 10,8%, impulsando también el incremento del crecimiento de M3 observado ese mes.

El aumento de la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado en junio oculta una evolución divergente de los hogares y de las sociedades no financieras.

En el caso de los hogares, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos continuó moderándose y se situó en el 7,2% en junio, desde el 7,4% de mayo, debido, principalmente, a la disminución de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda, hasta el 8,3% en junio, desde el 8,6% observado en los dos meses anteriores (véase cuadro 2). La progresiva tendencia a la baja observada en la dinámica del endeudamiento de los hogares desde la primavera del 2006 es acorde con la moderación del crecimiento del precio de la vivienda y de la actividad en este mercado, pero también con la gradual tendencia al alza de los tipos de interés de los préstamos y créditos. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se redujo hasta el 5,7% en junio, desde el 6% de mayo.

Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se incrementó hasta el 13,3% en junio, desde el 12,8% de mayo. La persistente e intensa demanda de préstamos por parte de este sector debe considerarse en el marco de la actual fortaleza de la actividad económica y de unas condiciones de financiación favorables, así como de la necesidad de financiar operaciones financieras como las fusiones y adquisiciones y las operaciones de recompra con apalancamiento financiero. Estas últimas fueron especialmente relevantes para la dinámica observada en junio, dado que el aumento de la tasa de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras estuvo determinado, principalmente, por la mayor expansión de los préstamos a corto plazo, que con frecuencia se utilizan como financiación puente en el contexto de esas operaciones. La importancia de las operaciones de fusión y adquisición en la evolución reciente de la demanda de préstamos al citado sector también queda confirmada por los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2007 (para más información, véase el recuadro 1).

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se incrementó en junio, hasta el 10,3%,

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 May	2007 Jun
Sociedades no financieras	42,3	12,0	13,0	13,0	12,7	12,8	13,3
Hasta un año	29,9	9,2	10,5	9,9	10,1	10,3	11,3
De uno a cinco años	18,9	19,0	20,5	19,9	19,3	19,6	20,0
Más de cinco años	51,2	11,3	12,0	12,4	12,0	12,0	12,1
Hogares²⁾	48,3	9,3	8,6	8,1	7,5	7,4	7,2
Crédito al consumo ³⁾	12,8	8,5	8,0	7,1	6,5	6,0	5,7
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,1	11,2	10,2	9,4	8,6	8,6	8,3
Otras finalidades	16,1	2,3	2,7	3,2	3,7	3,6	3,7
Empresas de seguros y fondos de pensiones	1,1	36,8	29,1	27,6	23,7	25,5	30,6
Otros intermediarios financieros no monetarios	8,3	17,3	16,4	12,3	15,9	14,3	17,9

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.

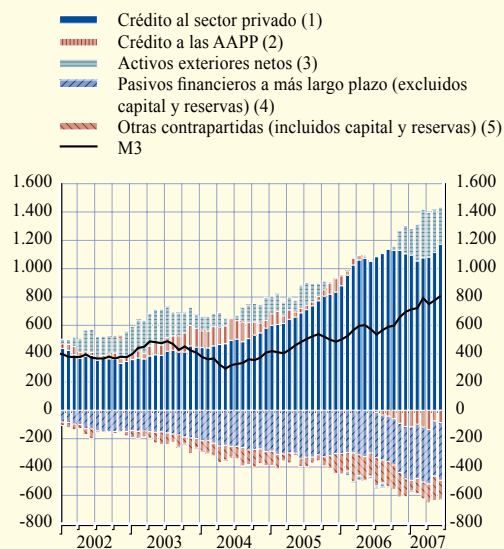
desde el 9,9% de los dos meses precedentes. Esta evolución se debió fundamentalmente a la mayor demanda de depósitos a más largo plazo por parte de otros intermediarios financieros, mientras que los sectores no financieros continuaron reduciendo sus tenencias de estos instrumentos, posiblemente en favor de activos a más corto plazo.

La evolución de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM fue el principal factor impulsor del fortalecimiento de la evolución monetaria a finales del 2006 y principios del 2007. En marzo del 2007, los flujos interanuales de los activos exteriores netos se situaron en 341 mm de euros, un nivel sin precedentes desde el comienzo de la tercera fase de la UEM en 1999. Sin embargo, desde abril, estos intensos flujos de los activos exteriores netos se han moderado levemente, como consecuencia de las salidas intermensuales netas de capital, un patrón que continuó en junio (véase gráfico 5). No obstante, estas moderadas salidas intermensuales netas observadas recientemente no modifican la opinión de que entre los inversores predomina un clima positivo, en general, en lo que respecta a la inversión financiera en la zona del euro, asociado a las favorables perspectivas económicas.

En general, las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005 han influido en la dinámica monetaria, algo que es evidente en la relativamente moderada contribución de M1 al crecimiento de M3 y en la estabilización del crecimiento de los préstamos al sector privado. Al mismo tiempo, la evolución monetaria subyacente ha continuado siendo vigorosa, como quedó reflejado en el intenso crecimiento de M3 y en la persistencia de una tasa de crecimiento del crédito al sector privado muy elevada. Sin embargo, dado que la pendiente de la curva de rendimientos de la zona del euro todavía es relativamente plana, y considerando la evolución de los mercados financieros internacionales, el fuerte crecimiento del agregado monetario amplio M3 debe considerarse con cautela. Con todo, la dinámica monetaria subyacente sigue siendo robusta y apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo.

Gráfico 5 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

Recuadro I

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE JULIO DEL 2007

En este recuadro se describen los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2007 realizada por el Eurosistema¹. Las entidades participantes señalaron que en el segundo trimestre del 2007 se había producido una leve relajación de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas², tras un período de cierta volatilidad en los últimos trimestres, en los que los citados criterios prácticamente no se modificaron o se relajaron ligeramente. Las entidades también indicaron que la demanda neta de préstamos a empresas había continuado siendo considerablemente positiva³. Esta evolución está relacionada con factores financieros y no financieros, en particular, con la inversión en capital fijo, existencias y capital circulante, así como con las operaciones de fusión y adquisición y las reestructuraciones de empresas. Para el tercer trimestre del 2007, las entidades esperan que los criterios de concesión de los préstamos a empresas se endurezcan ligeramente en términos netos, así como que la demanda neta de préstamos por parte de este sector siga siendo intensa.

En cuanto a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, las entidades participantes en la encuesta indicaron que los criterios de aprobación prácticamente no se modificaron en el segundo trimestre del 2007, tras haberse relajado ligeramente, en términos netos, en el trimestre anterior. Aunque el principal factor determinante de la relajación continuó siendo la competencia, principalmente de otras entidades, las perspectivas relativas al mercado de la vivienda contribuyeron más a un endurecimiento que en el trimestre precedente. La demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuó siendo considerablemente negativa en el segundo trimestre del 2007, como consecuencia de un deterioro significativo de las perspectivas relativas a este mercado según la percepción de los prestatarios. Las entidades esperan que la demanda neta de este tipo de préstamos continúe siendo bastante negativa en el tercer trimestre.

En cuanto a los criterios de aprobación aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares, las entidades señalaron que básicamente no habían cambiado, en comparación con la relajación neta observada en el trimestre precedente. La competencia de otras entidades y las favorables expectativas relativas a la actividad económica en general siguieron siendo los factores que más contribuyeron a la relajación neta, mientras que la solvencia de los consumidores y los riesgos relativos a las garantías solicitadas favorecieron un endurecimiento en términos netos. La demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos se mantuvo positiva, aunque en un nivel considerablemente inferior al del trimestre anterior. Las expectativas relativas a la demanda neta en el tercer trimestre del 2007 continúan siendo positivas.

Préstamos o líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: Los criterios de aprobación aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas se relajaron levemente, en términos netos, en el segundo trimestre del 2007 (véase el

1 El 3 de agosto de 2007 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la última encuesta, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

2 El porcentaje neto declarado fue del -3%. 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 indicaría que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo sería 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.

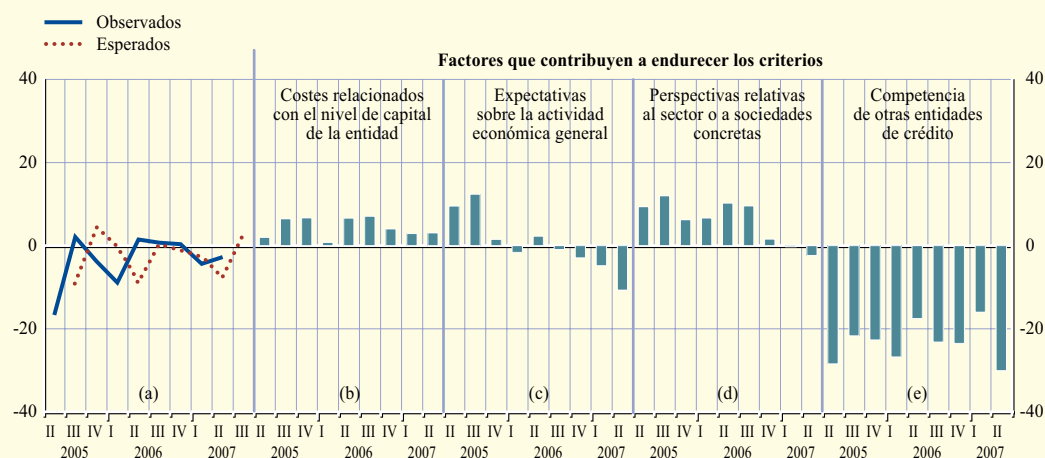
panel (a) del gráfico A), tras un período de cierta volatilidad en los últimos trimestres, en los que los citados criterios básicamente no variaron o se relajaron ligeramente. Las expectativas para el tercer trimestre del 2007 apuntan a una modificación de los criterios de concesión aplicados a los préstamos a este sector hacia un moderado endurecimiento neto, lo que en cierta medida podría ser reflejo de la preocupación asociada a las recientes perturbaciones registradas en los mercados internacionales de crédito.

La competencia de otras entidades continuó siendo un importante factor que contribuyó a la relajación neta de los criterios de aprobación del crédito (véase el panel (e) del gráfico A). De igual modo, unas expectativas más favorables relativas a la actividad económica en general contribuyeron en mayor medida a la relajación en términos netos (véase el panel (c) del gráfico A). Por otra parte, las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas contribuyeron a la relajación neta por primera vez desde que comenzó a realizarse la encuesta (véase el panel (d) del gráfico A).

La relajación neta de los criterios de aprobación del crédito se observó principalmente en las pequeñas y medianas empresas, mientras que los aplicados a las grandes empresas sólo se relajaron ligeramente en el segundo trimestre del 2007. En cuanto a los plazos de vencimiento de los préstamos, la relajación neta fue algo más pronunciada para los préstamos a largo plazo que para los préstamos a corto plazo. Las entidades de crédito flexibilizaron los citados criterios no sólo mediante una reducción de los márgenes de los préstamos ordinarios, sino también a través de otros canales, entre los que se incluye la ampliación del plazo de vencimiento de los préstamos o líneas de crédito, el aumento de su cuantía y unos compromisos asociados a los contratos de préstamo menos restrictivos. Al mismo tiempo, la contribución del incremento de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo al endurecimiento neto de los criterios de aprobación fue considerablemente inferior a la observada en el trimestre precedente (el 2%, frente al 12% en la encuesta anterior).

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

(en porcentaje neto)



Nota: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» 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 tercer trimestre del 2007 son los indicados por las entidades en la encuesta de julio del 2007.

Demanda de préstamos: En consonancia con los siete trimestres anteriores, la demanda neta de préstamos por parte de las empresas fue considerablemente positiva en el segundo trimestre del 2007, y se situó en aproximadamente el mismo nivel que en la encuesta precedente (en el 17%, en comparación con el 16% en la encuesta anterior; véase el panel (a) del gráfico B). Se espera que la demanda de préstamos por parte de este sector se mantenga intensa, aunque algo menos que en los últimos trimestres. En términos del tamaño de los prestatarios, la demanda neta de préstamos de las pequeñas y medianas empresas continuó siendo superior a la de las grandes empresas (del 13% y el 10%, respectivamente), aunque la diferencia fue menos pronunciada que en los trimestres precedentes. La demanda neta fue positiva en todos los plazos de vencimiento, y la de préstamos a largo plazo se situó ligeramente por encima de la de los préstamos a corto plazo, aunque esta diferencia se ha reducido en los últimos trimestres.

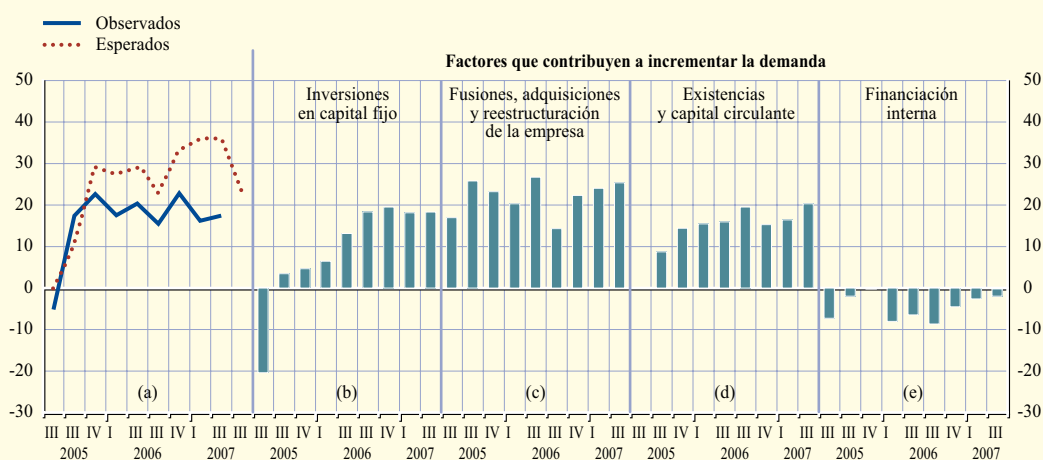
Según las entidades participantes en la encuesta, los factores determinantes de la persistente y elevada demanda neta positiva siguieron siendo de carácter financiero y no financiero, y entre ellos destacan la inversión en capital fijo, existencias y capital circulante, así como las operaciones de fusión y adquisición y las reestructuraciones de empresas (véanse los paneles (b) a (d) del gráfico B). El recurso a fuentes de financiación alternativas (por ejemplo, la financiación interna derivada del aumento de beneficios) contribuyó a la moderación de la demanda de préstamos en términos netos (véase el panel (e) del gráfico B), al igual que los préstamos de otras entidades.

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el segundo trimestre del 2007, las entidades participantes indicaron que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de

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

(en porcentaje neto)



Nota: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el tercer trimestre del 2007 son los indicados por las entidades en la encuesta de julio del 2007.

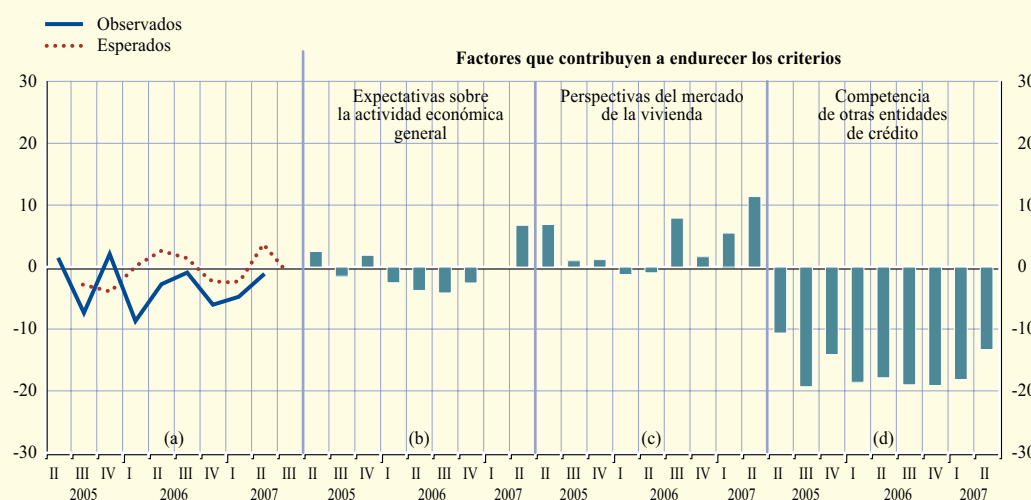
vivienda prácticamente no se modificaron, tras una leve relajación neta en el trimestre anterior (véase el panel (a) del gráfico C). Sin embargo, esto oculta diferencias entre países. Para el tercer trimestre del 2007, las entidades esperan que los citados criterios básicamente no cambien. Aunque el principal factor que favoreció la relajación neta continuó siendo la competencia, en particular de otras entidades (véase el panel (d) del gráfico C), la contribución de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda hacia un endurecimiento fue mayor que en el trimestre precedente (véase el panel (c) del gráfico C).

La relajación neta de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda se llevó a cabo, principalmente, mediante la disminución de los márgenes de los préstamos ordinarios, la ampliación del plazo de vencimiento y la reducción de los gastos excluidos intereses. Al mismo tiempo, los márgenes aplicados por las entidades a los préstamos de mayor riesgo continuaron contribuyendo a un endurecimiento neto, si bien algo menos que en los trimestres anteriores.

Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos por parte de los hogares para adquisición de vivienda continuó siendo considerablemente negativa en el segundo trimestre del 2007 y se situó en el -22%, en comparación con el -28% del trimestre precedente (véase el panel (a) del gráfico D). Esto se debió, fundamentalmente, a una valoración menos favorable de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda. La confianza de los consumidores también contribuyó a la demanda neta negativa, al igual que en la encuesta anterior. Las entidades esperan que la demanda neta se mantenga sustancialmente negativa en el tercer trimestre del 2007.

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

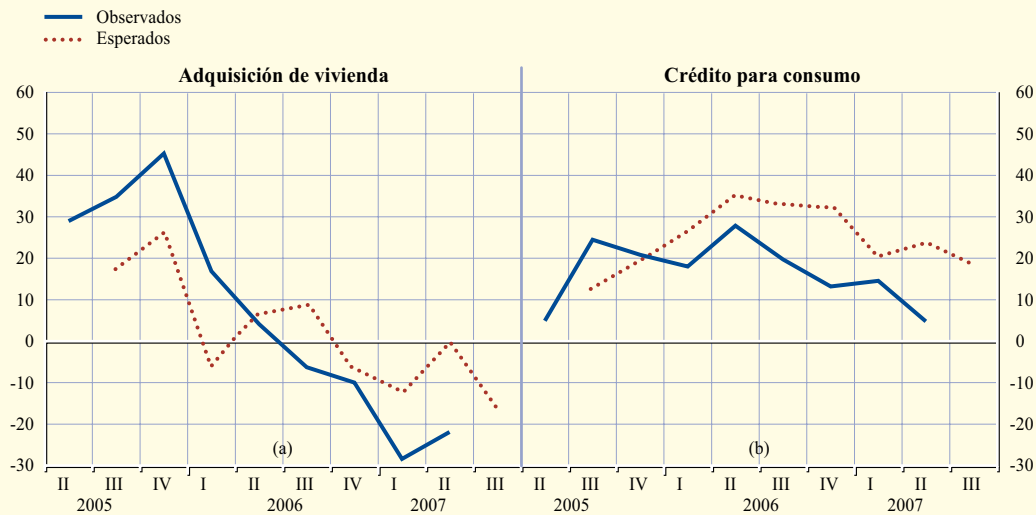
(en porcentaje neto)



Nota: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el tercer trimestre del 2007 son los indicados por las entidades en la encuesta de julio del 2007.

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

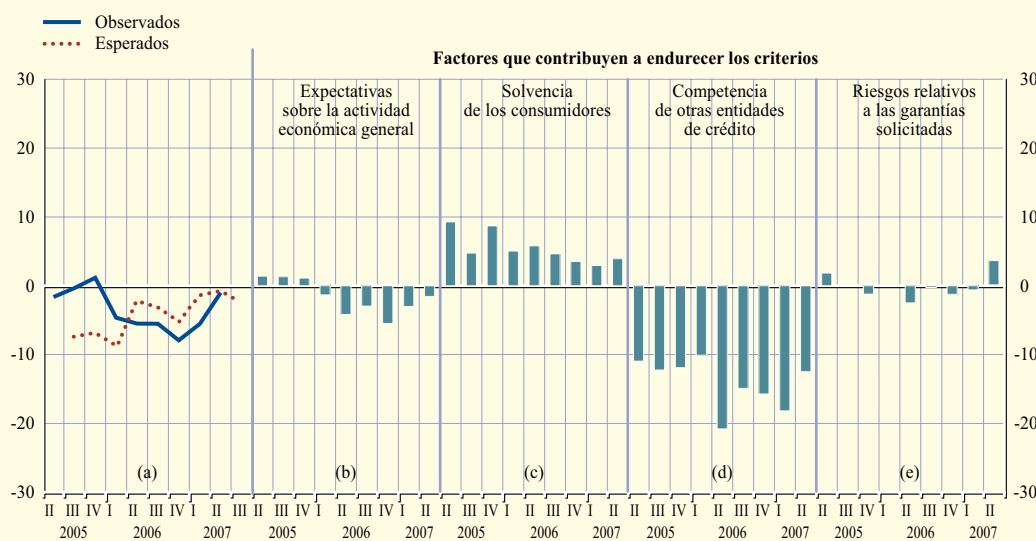
(en porcentaje neto)



Nota: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción. Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el tercer trimestre del 2007 son los indicados por las entidades en la encuesta de julio del 2007.

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

(en porcentaje neto)



Nota: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el tercer trimestre del 2007 son los indicados por las entidades en la encuesta de julio del 2007.

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: En el segundo trimestre del 2007, las entidades participantes en la encuesta indicaron que los criterios de aprobación aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares prácticamente no se modificaron, en comparación con la relajación registrada, en términos netos, en el trimestre anterior (véase el panel (a) del gráfico E). Para el tercer trimestre del 2007, las entidades esperan que los citados criterios permanezcan igualmente invariables.

La competencia de otras entidades siguió siendo el principal factor impulsor de esta evolución, que fue asimismo reflejo de las favorables expectativas relativas a la actividad económica en general (véanse los paneles (b) y (d) del gráfico E). La solvencia de los consumidores y los riesgos relativos a las garantías solicitadas contribuyeron ligeramente a un endurecimiento neto (véanse los paneles (c) y (e) del gráfico E).

La relajación neta se llevó a cabo, fundamentalmente, mediante variaciones de los precios, en particular, a través de los márgenes que aplican las entidades a los préstamos ordinarios, si bien su contribución fue algo menor que en la encuesta anterior, y mediante la ampliación del plazo de vencimiento. Al mismo tiempo, los márgenes aplicados a los préstamos de mayor riesgo contribuyeron a un endurecimiento en la misma medida que en el trimestre anterior (el 9%).

Demanda de préstamos: Las entidades señalaron que la demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos por parte de los hogares se mantuvo positiva en el segundo trimestre del 2007, aunque en un nivel considerablemente inferior al del trimestre anterior (el 5%, en comparación con el 15%; véase el panel (b) del gráfico D). Para el tercer trimestre del 2007, las entidades esperan que la demanda neta continúe siendo sustancialmente positiva. Esta demanda positiva, en términos netos, parece estar relacionada con el gasto en bienes de consumo duradero, así como con el menor ahorro de los hogares.

2.2 EMISIÓN DE VALORES

En mayo del 2007, los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro continuaron creciendo a una tasa elevada, ligeramente superior a la del mes precedente. Esta evolución fue consecuencia del aumento de las tasas de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las instituciones financieras no monetarias y las Administraciones Públicas, mientras que la de las IFM y la del sector de sociedades no financieras se moderó ligeramente. La emisión de acciones cotizadas siguió siendo relativamente contenida, si se compara con la de valores distintos de acciones.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro fue del 8,9% en mayo del 2007, desde el 8,6% de abril (véase cuadro 3). En lo que se refiere a la estructura de vencimientos de estos valores, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo se moderó levemente, hasta el 8,3% en mayo, desde el 8,5% del mes anterior, mientras que la de valores a largo plazo se elevó desde el 8,6% hasta el 9% en ese mismo período. En cuanto a los valores distintos de acciones a largo plazo, una vez más, la tasa de crecimiento interanual de los valores a tipo de interés variable fue considerablemente más elevada, del 16,2%, que la de los valores a tipo de interés fijo, que en mayo se situó en el 5,7%. Esta evolución podría seguir reflejando la persistencia de una demanda de valores a tipo de interés variable comparativamente intensa, en un entorno caracterizado por una curva de rendimientos relativamente plana.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se moderó ligeramente en mayo, hasta el 6,6% (véase gráfico 6), y continuó siendo inferior a las tasas de crecimiento observadas en los valores distintos de acciones emitidos por las IFM y las instituciones financieras no monetarias. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de las emisiones de este tipo de valores por parte de las sociedades no financieras se mantuvo relativamente elevada en mayo, en comparación con la actividad emisora de este sector durante los tres años precedentes. Esto puede estar asociado a las favorables condiciones de financiación todavía vigentes en este segmento de mercado durante el período de referencia, que se ha caracterizado por una valoración positiva del riesgo de crédito de las sociedades no financieras de la zona del euro, en general, y por unos diferenciales de la renta fija privada muy reducidos en términos históricos. No obstante, más recientemente, y posiblemente como consecuencia de la preocupación acerca de las tensiones observadas en los mercados de crédito de Estados Unidos, se han aplazado algunas emisiones de valores de renta fija privada denominadas en euros, ya que, según la evidencia anecdótica disponible, las emisiones de mayor riesgo han pasado a ser objeto de un escrutinio más detallado. Esta evolución contrasta con el cambio registrado en la composición de los emisores de la zona del euro hacia segmentos de mayor riesgo del mercado de valores de renta fija privada desde el 2001. En términos de la estructura de vencimientos, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras en mayo del 2007 disminuyó hasta el 4,9% en el caso de los valores a largo plazo, ligeramente por debajo del 5,7% registrado en el mes precedente, mientras que la tasa de crecimiento de los valores a corto plazo registró un nuevo y pronunciado aumento, hasta el 15,3%, desde el 12,6% de abril.

En mayo del 2007, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se mantuvo elevada, en el 10,5%, pese a haberse moderado ligeramente, lo que indica que las entidades de crédito siguen captando financiación para satisfacer la considerable demanda resultante del acusado crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras. La emisión de valores distintos de acciones a largo plazo continuó aumentando en mayo, principalmente como consecuencia del vigoroso crecimiento de las emisiones a tipo de interés variable, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión de valores a corto plazo por parte de las IFM se redujo de nuevo, desde el 10,3% de abril hasta el 8% de mayo.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

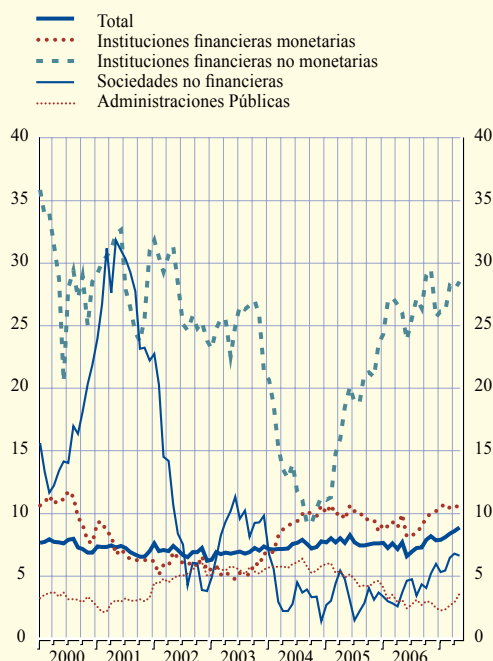
Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2007 May	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 Abr	2007 May
Valores distintos de acciones:	11.712	7,3	7,0	7,9	8,0	8,6	8,9
IFM	4.873	9,2	8,4	9,8	10,5	10,6	10,5
Instituciones financieras no monetarias	1.278	26,1	26,0	28,2	26,4	27,9	28,5
Sociedades no financieras	678	3,3	4,2	4,8	5,7	6,8	6,6
Administraciones Públicas	4.883	3,0	2,8	2,8	2,4	2,9	3,6
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.575	2,5	2,3	2,4	2,1	2,6	3,5
Otras Administraciones Públicas	308	11,5	11,8	9,1	6,8	7,3	5,1
Acciones cotizadas:	6.940	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2
IFM	1.161	1,5	1,8	2,0	2,3	1,9	1,7
Instituciones financieras no monetarias	686	2,2	1,5	1,1	1,0	1,5	1,5
Sociedades no financieras	5.093	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	1,0

Fuente: BCE.

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

Gráfico 6 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

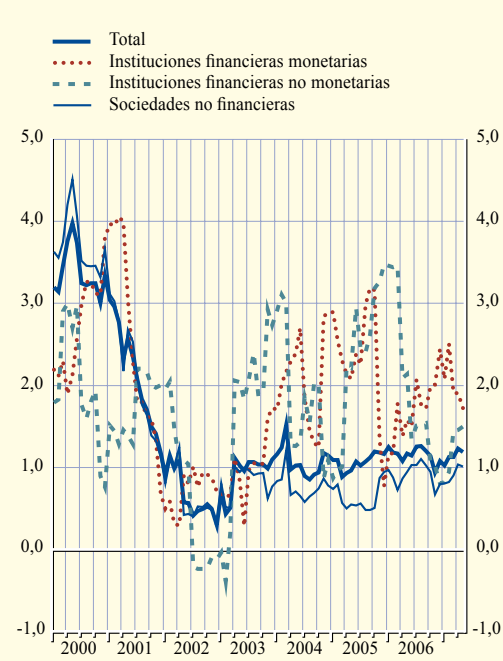
(tasas de crecimiento interanual)



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

Gráfico 7 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.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias aumentó de nuevo en mayo, hasta el 28,5%, situándose, por tanto, en un nivel significativamente más elevado que los demás sectores. Es probable que la mayor parte de la actividad emisora de este sector haya estado relacionada con la emisión de bonos de titulización de activos por parte de las entidades de crédito, pero emitidos a través de entidades de propósito especial.

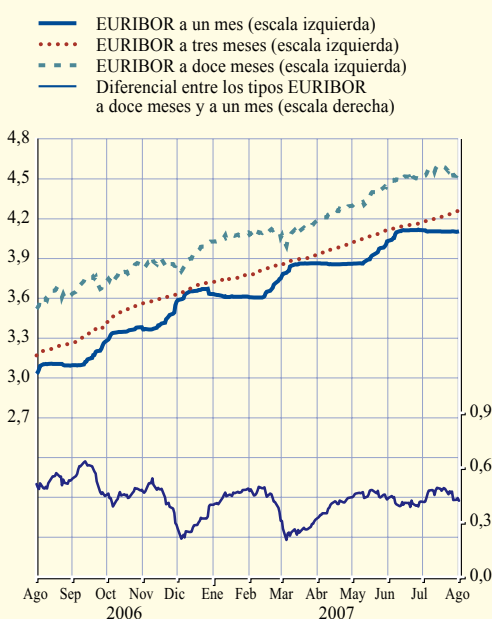
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector público se incrementó hasta el 3,6% en mayo, desde el 2,9% de abril. La tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central se elevó hasta el 3,5% en mayo, desde el 2,6% de abril, mientras que la tasa de crecimiento interanual de las emisiones de otras Administraciones Públicas se redujo ligeramente, desde el 7,3% de abril hasta el 5,1% de mayo.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro fue del 1,2% en mayo, la misma que en abril (véase cuadro 3). La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM se moderó ligeramente, hasta el 1,7%, pero siguió siendo la más elevada entre los distintos sectores (véase gráfico 7). En mayo, las tasas de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores por parte de las instituciones financieras no monetarias y las sociedades no financieras no se modificaron con respecto al mes anterior, y se situaron en el 1,5% y el 1%, respectivamente. Es probable que la persistente moderación del crecimiento de la emisión de acciones por parte del sector de sociedades no financieras todavía esté relacionado con las numerosas operacio-

Gráfico 8 Tipos de interés del mercado monetario

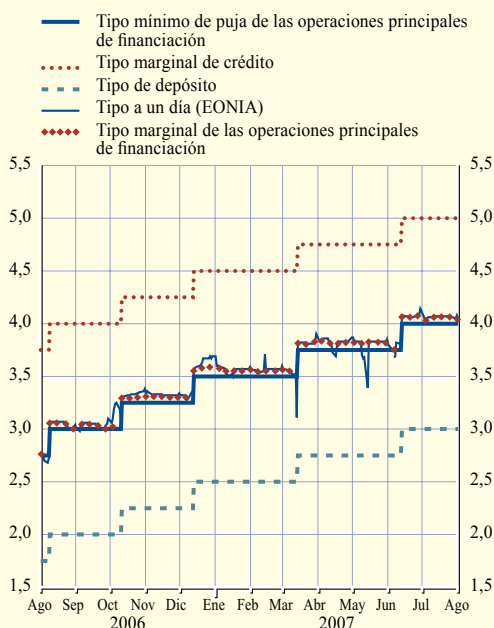
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 9 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

nes de recompra de acciones, con la solidez de los beneficios empresariales y con las numerosas privatizaciones de empresas, a través, en particular, de operaciones de recompra con apalancamiento financiero, asociadas al auge del capital riesgo.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En julio, los tipos de interés del mercado monetario a un mes y a doce meses prácticamente no se modificaron, mientras que los tipos a tres meses y a seis meses se elevaron ligeramente.

En el período comprendido entre principios de julio y el 1 de agosto de 2007, los tipos de interés a tres meses y a seis meses se incrementaron 9 y 5 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en el 4,26% y el 4,37% el 1 de agosto de 2007. En cambio, los tipos de interés a un mes y a doce meses se mantuvieron estables, en general, durante ese período. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario prácticamente no se modificó durante el período de referencia, y el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes se elevó ligeramente, de 41 puntos básicos, a principios de julio, a 42 puntos básicos el 1 de agosto de 2007 (véase gráfico 8).

El 1 de agosto, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros a tres meses del EURIBOR con vencimiento en septiembre y diciembre del 2007 y marzo del 2008 se situaban en el 4,36%, el 4,49% y el 4,54%, respectivamente. En comparación con los niveles observados a principios de julio, el tipo de interés de los contratos con vencimiento en septiembre del 2007 permaneció invariable, mientras

que los tipos de los contratos con vencimiento en diciembre del 2007 y marzo del 2008 se redujeron 7 y 9 puntos básicos, respectivamente.

A principios de julio, el EONIA se redujo ligeramente, y el 4 de julio alcanzó su nivel más bajo, el 4,01%, como resultado de la percepción de los participantes en el mercado de que la situación de liquidez era relativamente holgada. El 5 de julio, el Consejo de Gobierno decidió no modificar los tipos de interés oficiales del BCE, y el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema permaneció en el 4%. Posteriormente, el EONIA invirtió su tendencia a la baja, y el 10 de julio, último día del período de mantenimiento, se situó en el 4,07% (véase gráfico 9). Dada la situación de liquidez prevista por el BCE para el final del período de mantenimiento, el 10 de julio se llevó a cabo una operación de ajuste de inyección de liquidez en la que los participantes en el mercado presentaron pujas por importe de 17,4 mm de euros, de los que el BCE aceptó 2,5 mm de euros. En las primeras semanas del período de mantenimiento de reservas que finalizó el 7 de agosto, el EONIA se mantuvo estable, en el 4,07%, esto es, 7 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja. El 31 de julio, el EONIA aumentó hasta el 4,08%, como consecuencia del habitual efecto de fin de mes, y el 1 de agosto se redujo hasta el 4,05%, debido a la situación de abundancia de liquidez.

En las tres primeras operaciones principales de financiación del Eurosistema del período de mantenimiento de reservas que comenzó el 11 de julio, el tipo de interés marginal permaneció estable, en el 4,06%. En la última operación principal de financiación, el 31 de julio, este tipo descendió hasta el 4,04%, en un entorno de expectativas de que el período de mantenimiento finalizaría con abundancia de liquidez.

En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema ejecutada el 25 de julio de 2007, los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron en el 4,2%. Estos tipos eran 4 puntos básicos inferiores al EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha.

En el recuadro 2 se analiza brevemente la evolución de la volatilidad del tipo de interés a un día y su transmisión a la curva de rendimientos del mercado monetario.

Recuadro 2

VOLATILIDAD DEL TIPO DE INTERÉS A UN DÍA Y SU TRANSMISIÓN A LA CURVA DE RENDIMIENTOS DEL MERCADO MONETARIO

En un recuadro del Boletín Mensual de agosto del 2005 se consideró la cuestión de la medida en que la volatilidad del tipo de interés a un día se transmite a los tipos de interés a más largo plazo del mercado monetario de la zona del euro¹. Para ello se utilizó una medida específica de la volatilidad (la «volatilidad observada»), construida a partir de datos intradía disponibles con una frecuencia elevada (conocidos como «datos en tiempo real o “tick data”»)². El recuadro mostraba, entre otras cosas, que no se disponía de «evidencia de una transmisión de la volatilidad a la curva de rendimientos del mercado monetario» y, por tanto, que «los episodios de mayor volatilidad del tipo de interés a un día, sobre todo al final del período de mantenimiento de reservas, no han causado un impacto significativo en los tipos de interés a más largo plazo». Tomando como base esta y otra evidencia, en el recuadro se llegaba a la conclusión de que el marco operativo del Eurosistema ha funcionado bien desde la perspectiva de la política monetaria, y que los cambios introducidos en el citado marco en marzo del 2004 no han afectado a su funcionamiento.

1 Véase el recuadro 3, titulado «La transmisión de la volatilidad del tipo de interés a un día a los tipos de interés a largo plazo del mercado monetario de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2005.

2 Se optó por esta medida para mantener la coherencia con los resultados presentados anteriormente en el Boletín Mensual del BCE. En el recuadro 2 del Boletín Mensual de marzo del 2005 figura una definición detallada de la volatilidad observada y literatura relevante.

La ejecución de la política monetaria por parte del BCE ha evolucionado en estos dos últimos años, como se ha documentado en el Boletín Mensual³. En esta evolución destacan, en particular, dos elementos: en primer lugar, la ejecución casi sistemática de operaciones de ajuste al final de los períodos de mantenimiento de reservas a partir de octubre del 2004⁴ y, en segundo lugar, la aplicación de una política de adjudicar un volumen de liquidez ligeramente superior a la adjudicación de referencia en las operaciones principales de financiación regulares del Eurosistema desde octubre del 2005⁵. En este contexto, este recuadro es una actualización de los análisis anteriores, utilizando datos hasta julio del 2007.

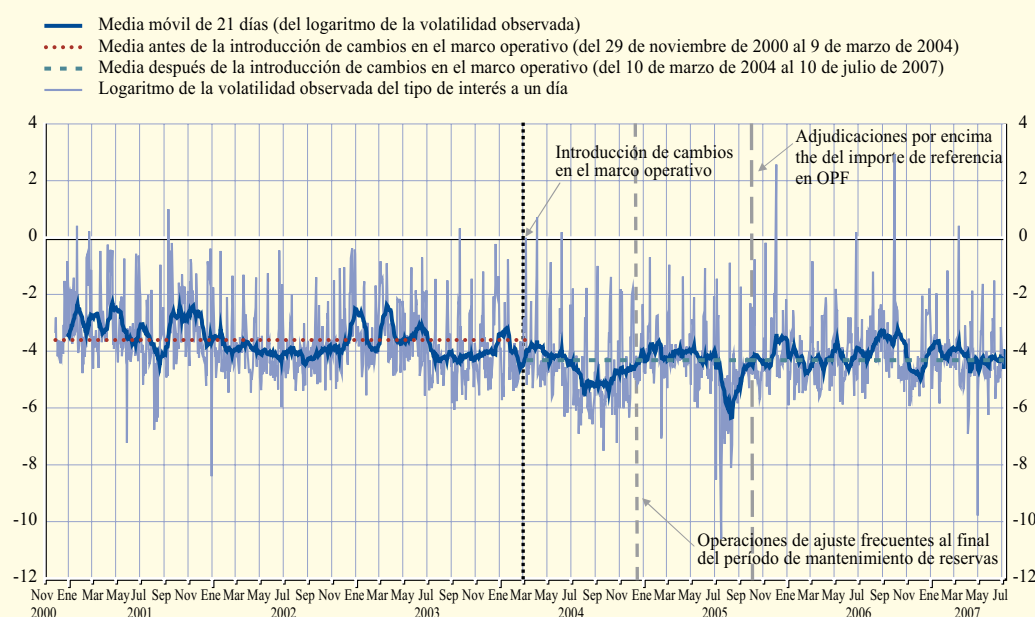
Los nuevos resultados confirman los anteriores y llevan a concluir que la evolución observada en la ejecución de la política monetaria por parte del BCE no ha modificado el correcto y eficiente funcionamiento del marco operativo.

Evolución histórica de la volatilidad observada

En el gráfico A se presenta una medida de la volatilidad observada calculada, para el tipo de interés a un día entre el 29 de noviembre de 2000 y el 10 de julio de 2007⁶. Esta medida se obtiene sumando

- 3 Para un análisis exhaustivo de los cambios en el marco operativo del Eurosistema, véase el artículo titulado «Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema», en el Boletín Mensual de febrero del 2005.
- 4 Sobre la frecuencia mayor de las operaciones de ajuste, véase el artículo titulado «La experiencia del Eurosistema con las operaciones de ajuste al final del período de mantenimiento de reservas», en el Boletín Mensual de noviembre del 2006.
- 5 Para más información sobre cómo se calcula la adjudicación de referencia, véase el anexo al artículo titulado «La gestión de la liquidez del BCE» en el Boletín Mensual de mayo del 2002, y el recuadro 1, titulado «Publicación de la adjudicación de referencia de las operaciones principales de financiación», en el Boletín Mensual de abril del 2004.
- 6 Se dispone de datos de alta frecuencia desde el 29 de noviembre de 2000. La última fecha de la muestra fue el 10 de julio de 2007, con el fin de cubrir un período de mantenimiento completo.

Gráfico A Volatilidad observada del tipo de interés a un día (logaritmos)

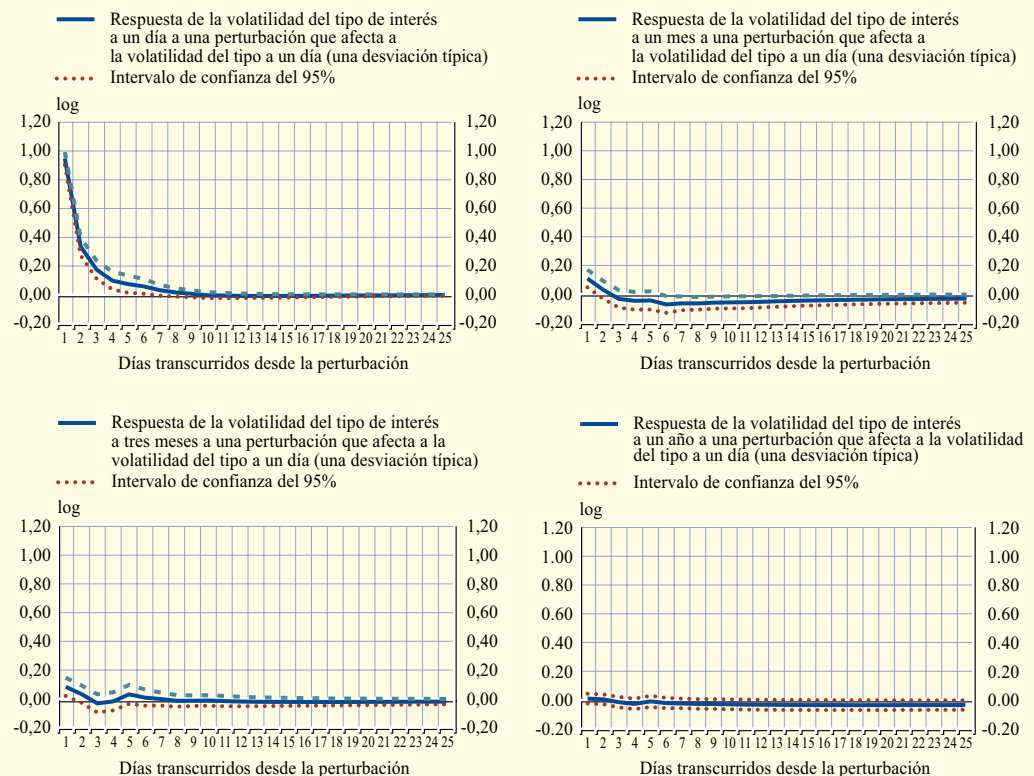


Fuente: BCE.

(el logaritmo de) las variaciones al cuadrado del tipo de interés a un día para cada intervalo de cinco minutos entre las 9.00 h. y las 18.00 h. de cada día hábil. Con el fin de tener una idea más clara de la evolución de esta serie, en el gráfico se muestra también la media móvil de 21 días de la medida diaria.

Como se muestra en el gráfico A, la volatilidad del tipo de interés a un día ha experimentado fluctuaciones considerables en el tiempo. Sin embargo, la evolución observada ha puesto de manifiesto algunos hechos generales. En primer lugar, dado que los cambios en el marco operativo del Eurosistema se introdujeron en marzo del 2004, el nivel (del logaritmo) de la volatilidad observada ha sido, en promedio, inferior al registrado en el período anterior a la introducción de los cambios. En segundo lugar, pese a haberse registrado ocasionalmente algunos valores máximos, desde marzo del 2004, (el logaritmo de) la volatilidad observada se ha mantenido, en general, por debajo del nivel medio observado antes de los cambios, con muy pocas excepciones. En tercer lugar, la volatilidad observada desde marzo del 2004 parece haber sido razonablemente estable, y las caídas ocasionales fueron poco persistentes. Por último, las dos medidas a las que se ha hecho referencia en la introducción de este recuadro no parecen estar asociadas a modificaciones en la evolución regular de la volatilidad observada, sino que ambas parecen haber estabilizado la volatilidad del tipo de interés a un día, al menos temporalmente.

Gráfico B Funciones de respuesta a impulsos de los tipos de interés a un día, a un mes, a tres meses y a un año con respecto al tipo de interés a un día durante 25 días



Fuente: BCE.

Valoración de la transmisión de la volatilidad

El análisis de la evolución histórica del segmento de tipos de interés a un día del mercado monetario es solo uno de los aspectos que son relevantes al valorar el funcionamiento del marco operativo desde la perspectiva de la política monetaria. Otro aspecto importante es verificar si los datos presentan alguna evidencia de transmisión de la volatilidad del tipo de interés a un día a los tipos a más largo plazo.

Desde una perspectiva de política monetaria resulta conveniente que la volatilidad del tipo de interés a un día –el más sensible a la situación de liquidez– responda únicamente a factores de carácter operativo (es decir, factores técnicos relacionados, por un lado, con el diseño de los mecanismos de financiación y las reservas obligatorias y, por otro, con el funcionamiento cotidiano de las entidades de crédito), y no cause un impacto sobre los tipos de interés a más largo plazo, que sólo deberían reaccionar a las variables macroeconómicas fundamentales.

Con el fin de verificar esto, se llevó a cabo una actualización del ejercicio realizado en el recuadro 3 del Boletín Mensual de agosto del 2005. Más concretamente, se calcularon medidas de la volatilidad observada, no sólo para el tipo de interés a un día, sino también para los tipos a un mes, a tres meses y a doce meses. Mediante la aplicación de estas medidas a un modelo de vectores autorregresivos (VAR) con cinco retardos, se analizaron las relaciones dinámicas entre las volatilidades de los tipos de interés a distintos plazos de una manera simple⁷.

La transmisión de la volatilidad a la curva de rendimientos se valora a partir de funciones de respuesta a impulsos obtenidas del modelo VAR estimado, en consonancia con los resultados presentados en el recuadro de agosto del 2005. Estas funciones ilustran los efectos dinámicos de una variación imprevista (o de una «perturbación») en una variable en un momento determinado sobre esa y sobre las demás variables del modelo en periodos posteriores. Con el fin de centrar la atención en el aspecto que interesa, en el gráfico B sólo se muestra la respuesta de la volatilidad de los tipos de interés, a plazos que van desde un día a un año, ante perturbaciones que afectan a la volatilidad del tipo de interés a un día. Para cada plazo, las funciones de respuesta a impulsos se calculan para un periodo de 25 días, algo más que un mes hábil, y se muestran conjuntamente con un intervalo de confianza del 95%.

En el gráfico B se presentan los resultados obtenidos utilizando la muestra ampliada. La respuesta a una perturbación con una desviación típica que afecte a la volatilidad del tipo de interés a un día es significativa, a efectos estadísticos, en lo que respecta al tipo a un día, pero se limita a un período relativamente corto (unos cinco días) después de producirse la perturbación. El impacto sobre la volatilidad de los tipos de interés a más largo plazo es extremadamente reducido y, en cualquier caso, de una relevancia estadística cuestionable si se compara con la respuesta de la volatilidad del tipo de interés a un día a sus propias perturbaciones.

Por consiguiente, se puede afirmar que los episodios de mayor volatilidad del tipo de interés a un día no han causado un impacto reseñable sobre los tipos de interés a más largo plazo. Por otra parte, dado que este resultado confirma las conclusiones previas de que la volatilidad no se ha transmitido a la curva de rendimientos del mercado monetario, se puede llegar a la conclusión de que la evolución reciente de la ejecución de la política monetaria del BCE no ha alterado el eficiente funcionamiento del marco operativo del Eurosistema.

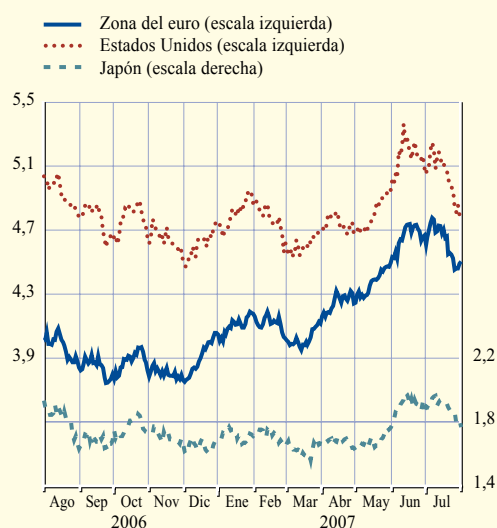
7 En el recuadro 3 Boletín Mensual de agosto del 2005 figuran más detalles sobre la especificación de los modelos VAR.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En julio y a comienzos de agosto, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó en la zona del euro y en Estados Unidos. Esta evolución se debió probablemente, en gran parte, a la preocupación de los inversores por las repercusiones de la crisis de las hipotecas de alto riesgo del mercado estadounidense. En la zona del euro, el recorte de los tipos de interés a largo plazo fue resultado, principalmente, del descenso del rendimiento real de la deuda pública a largo plazo. En consecuencia, las expectativas de inflación y las correspondientes primas de riesgo, reflejadas por las tasas de inflación implícitas, experimentaron escasos cambios en la zona del euro entre finales de junio y comienzos de agosto. Dado que, con toda probabilidad, las variaciones del rendimiento de la deuda en el periodo analizado se deben, en gran medida, a los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, el actual nivel del rendimiento de la deuda pública podría reflejar todavía la perspectiva de que se mantenga el vigoroso crecimiento de la economía en la zona del euro.

Gráfico 10 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.

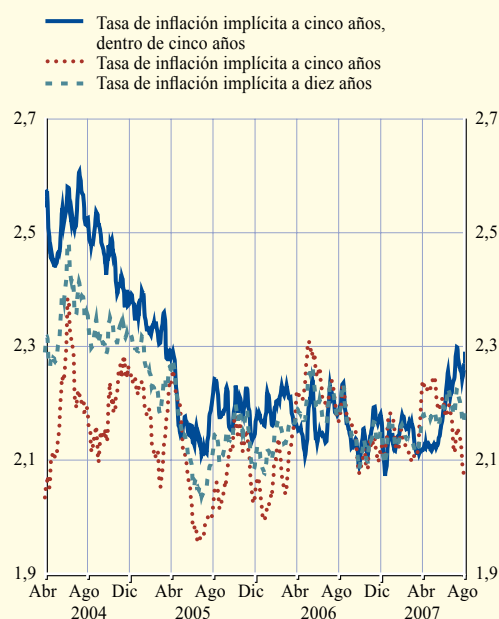
El rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó en la zona del euro y en Estados Unidos en julio y a comienzos de agosto, interrumpiendo la tendencia al alza observada desde finales de marzo (véase gráfico 10). Este descenso puede atribuirse, en parte, a las consecuencias de la crisis hipotecaria estadounidense, a la consiguiente revalorización de los riesgos y a la pérdida de valor de algunos bonos de titulación hipotecaria. Ante la creciente inquietud del mercado respecto a la extensión de las repercusiones de esta crisis a otras clases de activos y ante la posibilidad de consecuencias macroeconómicas negativas, los inversores se refugiaron en la deuda pública de la zona del euro y de Estados Unidos. Sin embargo, en general, el actual nivel del rendimiento de la deuda pública en la zona del euro y en Estados Unidos podría reflejar todavía las expectativas de fuerte crecimiento de ambas economías. Entre finales de junio y el 1 de agosto, el rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó en torno a 15 puntos básicos, hasta el 4,5%, en la zona del euro, y alrededor de 25 puntos básicos, hasta el 4,8%, en Estados Unidos. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro volvió a estrecharse, hasta situarse, el 1 de agosto, en unos 35 puntos básicos, nivel próximo a las cotas más bajas alcanzadas en los últimos dos años y medio. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se redujo unos 10 puntos básicos, situándose en el 1,8% al final del periodo considerado.

En el período examinado, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija creció de forma acusada en la zona del euro y en Estados Unidos, aproximándose a los máximos observados en los dos últimos años, señal de la mayor incertidumbre de los inversores respecto a si y en qué medida los precios de los bonos se verían afectados a corto plazo por una reevaluación de los riesgos de otras clases de activos. No obstante, incluso después de los recientes aumentos, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija no es particularmente alta, situándose en niveles cercanos a las medias históricas registradas en ambas áreas económicas.

En Estados Unidos, a principios de julio el rendimiento de los bonos a diez años experimentó un moderado aumento. Sin embargo, este incremento fue ampliamente compensado por los descensos regis-

Gráfico 11 Tasas de inflación implícitas de cupón cero

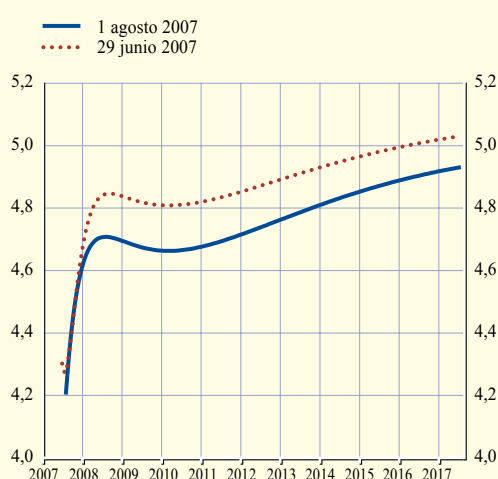
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 12 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Estimaciones del BCE y Reuters.

Nota: La curva de tipos *forward* que se obtiene a partir de la estructura temporal de los tipos de interés de mercado refleja las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las curvas de tipo *forward* se explica en el recuadro 4 del Boletín Mensual de enero de 1999. Los datos utilizados en la estimación son los tipos *swap* de cupón cero.

trados en las semanas siguientes, a menudo impulsados por la evolución de la crisis hipotecaria estadounidense, que provocó el descenso generalizado observado en el período de referencia. La caída del rendimiento de los bonos estadounidenses se debió, en gran medida, a la disminución del rendimiento de los bonos indicados con la inflación, y también a la ligera reducción de las tasas de inflación implícitas. El 1 de agosto, el rendimiento de los bonos indicados con la inflación y la tasa de inflación implícita de los bonos con vencimiento en el 2015 se situaron en torno al 2,5% y al 2,3%, respectivamente.

En la zona del euro, el recorte de los tipos de interés nominales a largo plazo fue determinado, casi totalmente, por el descenso del rendimiento real de la deuda pública a largo plazo. El rendimiento de los bonos indicados con la inflación con vencimiento en el 2015 disminuyó unos 15 puntos básicos, hasta situarse en torno al 2,3% el 1 de agosto. Más que reflejar una revisión a la baja de las expectativas de los inversores respecto a la actividad económica, este descenso es probablemente consecuencia de la reducción de la correspondiente prima de riesgo relacionada con los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros.

Por el contrario, en general las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro apenas experimentaron cambios, en comparación con finales de junio. La tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, que mide las expectativas de inflación a largo plazo y las correspondientes primas de riesgo, se situó en un nivel cercano al 2,3% el 1 de agosto (véase gráfico 11). Por otro lado, las tasas de inflación implícitas a cinco años y a diez años se situaron en niveles similares a comienzos de agosto, señal de que las expectativas de inflación y las primas de riesgo de inflación no registraron diferencias significativas en estos distintos horizontes temporales.

En el período considerado, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro experimentó un desplazamiento a la baja en todos los plazos, salvo en los muy cortos (véase gráfico 12). La decisión de no modificar los tipos de interés oficiales del BCE, adoptada por el Consejo de Gobierno el 5 de julio, fue anticipada por los mercados, por lo que la curva de rendimientos no se vio básicamente afectada en los plazos más cortos. El desplazamiento a la baja casi paralelo de la curva de tipos *forward* implícitos a un día en todos los plazos, salvo los muy cortos, tiende a respaldar la opinión de que la evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo en el mes de julio estuvo determinada, en gran parte, por la mencionada reducción de las primas de riesgo en los mercados de renta fija.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

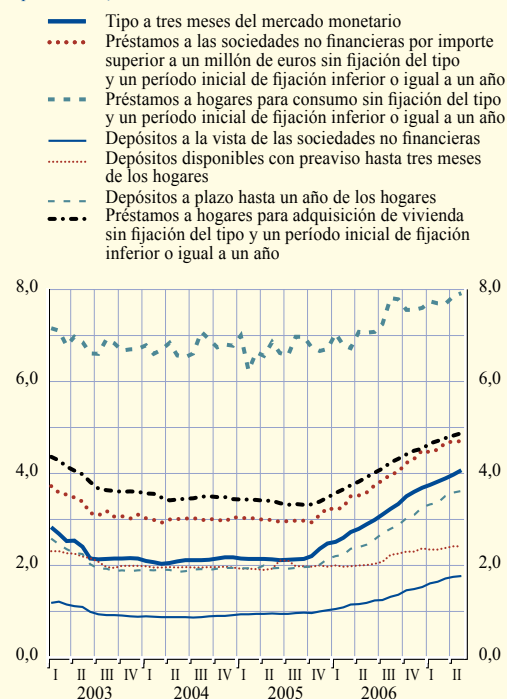
En mayo del 2007, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM continuaron con la tendencia al alza. Los tipos aplicados a los depósitos a largo plazo de los hogares y de las sociedades no financieras no se modificaron o se incrementaron muy ligeramente, según los plazos de vencimiento.

En mayo del 2007, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos no se modificaron o se incrementaron muy ligeramente, en función del plazo de vencimiento, mientras que los tipos de mercado de la deuda pública a dos años y a cinco años se elevaron unos 15 puntos básicos (véanse cuadro 4 y gráfico 13). Entre abril y mayo del 2007, los tipos aplicados a los préstamos a corto plazo a hogares para consumo se elevaron 7 puntos básicos, mientras que los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda concedidos a este sector aumentaron 5 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año se elevaron 6 puntos básicos para los préstamos hasta un millón de euros y registraron un leve descenso para aquellos por importe superior a un millón de euros. Además, los tipos aplicados por las entidades de crédito a los depósitos hasta un año de los hogares aumentaron 3 puntos básicos, y los aplicados a los depósitos de las sociedades no financieras no se modificaron.

Si se considera un período más prolongado, la transmisión de las subidas graduales de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito, que había registrado un retraso tras el comienzo del ciclo alcista de los tipos de interés a finales del 2005, se ha recuperado en los últimos meses. Entre septiembre del 2005

Gráfico 13 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

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



Fuente: BCE.

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

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta mayo 2007 ²⁾		
	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 Abr	2007 May	2006 Oct	2007 Ene	2007 Abr
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	2,56	2,87	3,27	3,51	3,59	3,62	59	29	3
A plazo a más de dos años	2,57	2,68	2,84	2,71	2,84	2,83	-1	-8	-1
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,03	2,26	2,37	2,38	2,42	2,42	13	7	0
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,52	2,68	2,86	3,14	3,20	3,25	51	28	5
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
Depósitos de las sociedades no financieras	1,23	1,36	1,53	1,72	1,75	1,76	31	16	1
A plazo hasta un año	2,70	2,98	3,47	3,67	3,74	3,74	55	25	0
A plazo a más de dos años	3,23	3,70	4,04	3,61	3,88	3,95	-24	-13	7
Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	7,08	7,79	7,60	7,69	7,84	7,91	35	17	7
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,02	4,31	4,54	4,77	4,82	4,87	45	22	5
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,51	4,63	4,55	4,69	4,72	4,78	19	20	6
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros	5,46	5,69	5,80	6,06	6,12	6,11	35	21	-1
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	4,47	4,74	5,08	5,29	5,37	5,43	52	27	6
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,40	4,59	4,67	4,83	4,86	4,87	27	22	1
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	3,74	4,03	4,50	4,67	4,70	4,69	46	23	-1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,26	4,48	4,63	4,86	4,89	5,07	60	35	18
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,99	3,34	3,68	3,89	3,98	4,07	57	32	9
Rendimiento de la deuda pública a dos años	3,47	3,62	3,79	3,94	4,11	4,26	57	32	15
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,78	3,70	3,83	3,95	4,15	4,31	54	29	16

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.

y mayo del 2007, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se incrementó 193 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos hasta un año de los hogares se elevaron 166 puntos básicos. Además, los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos sin fijación del tipo y un período inicial de fijación del tipo inferior o igual a un año aumentaron unos 162 puntos básicos en lo que respecta a los préstamos a las sociedades no financieras y 155 puntos básicos en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda. En cambio, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo a los hogares para consumo sólo registraron un alza de 95 puntos básicos.

En mayo del 2007, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares prácticamente no se modificaron, y los aplicados a las sociedades no financieras se incrementaron 7 puntos básicos (véanse cuadro 4 y gráfico 14), por debajo del aumento de 15 puntos básicos del rendimiento de la deuda pública a dos años registrado ese mes. Al mismo tiempo, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se elevaron 6 puntos básicos, mientras que los tipos a largo plazo de los préstamos a las sociedades no financieras prácticamente no registraron variaciones para los préstamos hasta un millón de euros, registrando un aumento más acusado para los préstamos por importe superior a un millón de euros (véase gráfico 14).

En el caso de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM, la transmisión de las subidas de los tipos de mercado desde septiembre del 2005 todavía presenta un retardo. El rendimiento de la deuda pública a dos años y a cinco años de la zona del euro se elevó 204 y 171 puntos básicos, respectivamente, entre septiembre del 2005 y mayo del 2007. En ese mismo período, los tipos a largo plazo de los depósitos de los hogares se incrementaron sólo 80 puntos básicos. En cuanto a los tipos de interés de los préstamos y créditos, los aplicados por las IFM 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 se elevaron sólo 78 puntos básicos. En el caso de los préstamos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación de más de cinco años, los tipos aplicados por las IFM se incrementaron de 81 a 119 puntos básicos, en función del importe del préstamo. Es probable que entre los factores determinantes de los todavía reducidos diferenciales bancarios se incluyan la mayor competencia entre las entidades de crédito, así como entre éstas y entidades no bancarias, y la relajación de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos y líneas de crédito en el segundo trimestre del 2007 (véase el recuadro 1, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2007»). No obstante, en líneas generales, la transmisión más bien lenta a los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos y créditos es acorde con la experiencia histórica.

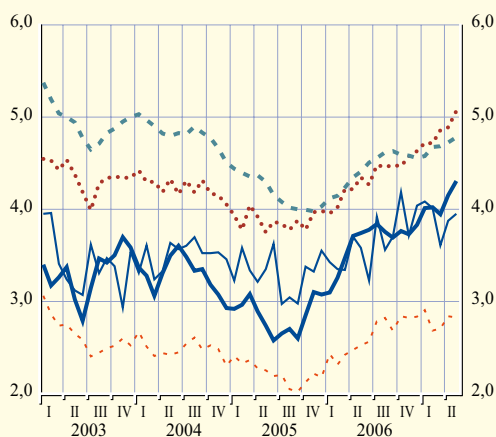
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En la zona del euro y en Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles bajaron de forma significativa entre finales de junio y comienzos de agosto. La crisis de las hipotecas de alto riesgo del mercado estadounidense afectó a los mercados de renta variable de ambas áreas económicas. Los principales índices bursátiles mos-

Gráfico 14 Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a largo plazo

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

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

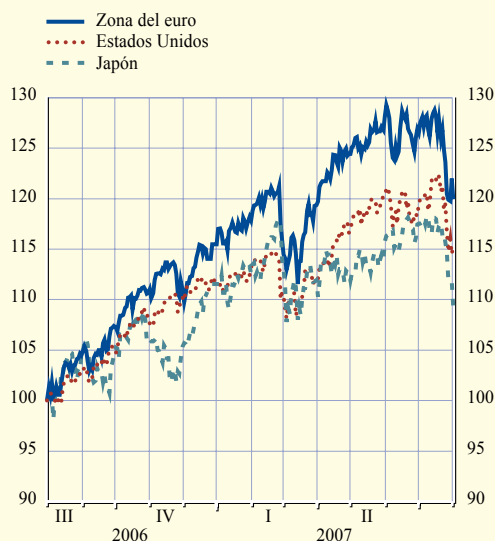


Fuente: BCE.

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

Gráfico 15 Índices bursátiles

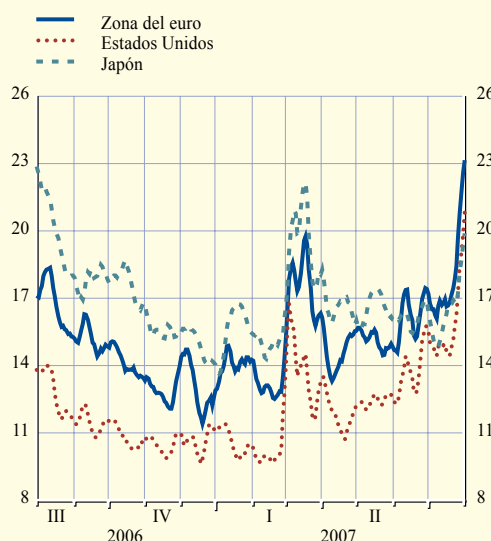
(índice: 1 agosto 2006 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 16 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

(en porcentaje; media móvil de cinco días de los datos diarios)



Fuente: Bloomberg.
Notas: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un periodo 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.

traron cierta capacidad de resistencia a las esperadas repercusiones de esta crisis hipotecaria hasta mediados de julio pero, a partir de ese momento y hasta principios de agosto, los mercados de renta variable sufrieron importantes pérdidas. Sin embargo, la rentabilidad esperada de las empresas de la zona del euro continuó siendo bastante alta, lo que parece estar en consonancia con las favorables perspectivas de actividad económica. La incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, creció notablemente en los principales mercados.

Tras subir entre finales de junio y mediados de julio, los índices bursátiles amplios de los principales mercados bajaron sensiblemente, lo que provocó un fuerte descenso generalizado de los precios de las acciones en la zona del euro, Estados Unidos y Japón en el periodo analizado (véase gráfico 15). Las cotizaciones de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, perdieron en torno a un 5%, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, bajaron alrededor de un 2% entre finales de junio y el 1 de agosto de 2007. Esta evolución se debió, en gran medida, a la reciente crisis hipotecaria estadounidense y a la consiguiente pérdida de valor de algunos bonos de titulización hipotecaria, que impulsaron una reevaluación más general del riesgo de crédito también en otros mercados. En particular, los inversores institucionales mostraron una mayor reticencia a mantener instrumentos de transferencia del riesgo de crédito, como deuda garantizada o seguros de riesgo de crédito. Las entidades de crédito y las sociedades financieras sujetas a importantes riesgos derivados de estos activos se vieron afectadas por el descenso de los precios de estos instrumentos. Por otra parte, las expectativas de beneficios se redujeron probablemente también ante la perspectiva de menores ingresos por comisiones sobre la emisión y colocación de instrumentos de transferencia del riesgo de crédito. Como probable reflejo de esta inquietud, las acciones del sector financiero han ido

cayendo de forma desproporcionada desde mediados de julio en ambas áreas económicas. La incertidumbre de los mercados de renta variable a corto plazo, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, creció en el período considerado, a lo largo del cual registró varios picos, como resultado de las noticias sobre las repercusiones de la crisis hipotecaria estadounidense (véase gráfico 16).

En la primera mitad de julio, las cotizaciones bursátiles estadounidenses mostraron una considerable resistencia ante la crisis de las hipotecas de alto riesgo. Tras la publicación de datos macroeconómicos favorables, las cotizaciones subieron más de un 3%, en comparación con finales de junio, y el índice Standard & Poor's 500 registró máximos históricos. En Estados Unidos, pese a que los indicadores adelantados podrían apuntar a una moderada desaceleración a corto plazo del crecimiento de los beneficios empresariales, según datos del I/B/E/S, los precios de las acciones seguían beneficiándose de la esperada elevada rentabilidad empresarial. Sin embargo, desde mediados de julio estas perspectivas favorables han quedado ensombrecidas por la creciente inquietud de los inversores respecto a la posible mayor amplitud de las repercusiones de la crisis hipotecaria, que provocó un fuerte descenso, de casi un 6%, de los precios de las acciones entre mediados de julio y los primeros días de agosto.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, mostraron una evolución similar. Sin embargo, la subida que registraron entre finales de junio y mediados de julio no superó el 1%, y fue seguida de un acusado descenso, de casi el 7%, a consecuencia del cual el índice bajó cerca de un 5%. Desde finales de junio, el segmento del índice que corresponde a los servicios financieros ha experimentado una caída desproporcionada, de más del 9%. Pese a las repercusiones de la crisis hipotecaria estadounidense, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro siguieron beneficiándose de las sólidas expectativas de beneficios empresariales. Sin embargo, aunque en fechas recientes el crecimiento de los beneficios por acción esperado por los analistas mostraba un ligero aumento, estas expectativas apuntan al mismo tiempo a una desaceleración del crecimiento de los beneficios, hacia niveles todavía altos, pero menos pujantes que los observados actualmente. Por ejemplo, según datos del I/B/E/S, en julio los analistas esperaban que el crecimiento en los próximos doce meses de los beneficios por acción de las sociedades incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX aumentara ligeramente, hasta un 10%. El crecimiento efectivo de los beneficios por acción se mantenía todavía en un 15% en el mismo mes, habiendo registrado una desaceleración gradual desde el 20% alcanzado a finales del 2006. Otro factor que contribuyó a las elevadas subidas acumuladas de los precios de las acciones de la zona del euro registradas en meses anteriores fue la intensa actividad del mercado de fusiones y adquisiciones de la zona (véase recuadro 3). Sin embargo, queda por ver en qué medida las repercusiones de la reciente crisis sobre las condiciones del crédito podrían reducir la actividad de ese mercado, y si afectarían, en última instancia, a los precios de las acciones de una forma más sostenida, considerando las regularidades observadas en el pasado.

La volatilidad de los mercados de renta variable de la zona del euro creció notablemente. Al mismo tiempo, los diferenciales de renta fija privada, especialmente en los plazos más cortos, aumentaron de forma significativa en la zona del euro en el período analizado. En consecuencia, no puede descartarse que las repercusiones de la crisis hipotecaria estadounidense hayan incrementado también la aversión al riesgo por parte de los inversores.

Recuadro 3

ACTIVIDAD DE FUSIONES Y ADQUISICIONES CORPORATIVAS Y EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES EN LA ZONA DEL EURO

Las fuertes subidas registradas en los últimos años en los precios de las acciones de la zona del euro se han producido en un contexto de intenso dinamismo de la actividad de fusiones y adquisiciones corporativas. En este recuadro se analizan la naturaleza y los posibles factores determinantes de esta relación.

El gráfico A sugiere que, en general, la evolución cíclica del volumen de las operaciones de fusión y adquisición en las que participan empresas de la zona del euro (como compradoras y/o adquiridas) y la de los precios de las acciones tienden a presentar una correlación bastante acusada. Concretamente, la actual oleada de fusiones y adquisiciones que se ha venido observando en la zona del euro, cuyo volumen anualizado se aproximaba a los 700 mm de euros a comienzos del 2007, ha coincidido con una sostenida tendencia al alza de los precios de las acciones. Este volumen de operaciones corporativas representaba el nivel más alto alcanzado desde el *boom* observado a finales de los noventa y en los primeros años del nuevo milenio, que se produjo también en un entorno de pujanza bursátil¹. Una diferencia notable entre estas dos oleadas de fusiones y adquisiciones es que, en los años 1999-2000, gran parte de estas operaciones se llevaron a cabo mediante el intercambio de acciones entre los propietarios de la empresa compradora y los de la adquirida (véase gráfico A). En la última oleada de fusiones de los años 2005-2007, las acciones desempeñaron un papel mucho menos importante como medio de pago, debido probablemente a unas condiciones de financiación mediante deuda particularmente favorables y a las cuantiosas tenencias de efectivo de las empresas². Estas diferencias sugieren que los factores determinantes de la relación entre los precios de las acciones y las operaciones corporativas podrían haber ido cambiando a lo largo del tiempo, y que los precios de las acciones desempeñaron un papel más importante en la actividad de adquisiciones corporativas en el período anterior.

La literatura académica señala varios factores (potencialmente relacionados) que podrían explicar la conexión positiva observada entre los precios de las acciones y la actividad de adquisiciones corporativas. En primer lugar, las fusiones tienden a coincidir en torno a perturbaciones económicas y tecnológicas importantes que favorecen la consecución de sinergias para empresas que se integran y, por tanto, los anuncios de fusión originan inmediatamente efectos positivos sobre los precios de las acciones³. En segundo lugar, otra explicación relacionada, en cierta medida, con la anterior consiste en que la correlación positiva entre la actividad de fusiones y adquisiciones y los precios de las acciones podría reflejar un exceso de optimismo de los inversores, estimulado por el auge de las operaciones corporativas. En este contexto, a corto plazo, los precios de las acciones reaccionarían de forma positiva a los anuncios de fusiones. Sin embargo, el aumento de los precios de las acciones de las empresas compradoras podría invertirse en el largo plazo, una vez que los inversores se dieran claramente cuenta de su exceso de optimismo respecto a las supuestas sinergias⁴. En tercer lugar, el hecho de que la actividad de fusiones y adquisiciones tiende a ser intensa cuando los precios de las acciones son altos en términos históricos podría indicar que los gestores se inclinan más por realizar estas operaciones corporativas cuando perciben que sus acciones están sobrevaloradas⁵.

1 El hecho de que las operaciones de fusión y adquisición parecen mostrar cierto retraso con respecto a la evolución de los precios de las acciones puede ser reflejo del tiempo necesario para completar las operaciones después de su anuncio.

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

3 Véase, por ejemplo, Jovanovic B. y P. L. Rousseau (2001), «Mergers and technological change: 1885-1998», Working Paper n.º 0116, Vanderbilt University.

4 Véase Rosen R. J. (2006), «Merger momentum and investor sentiment: The stock market reaction to merger announcements», *Journal of Business* 79 (n.º 2), pp. 987-1017.

5 Véanse, por ejemplo, Rhodes-Kropf M., D. T. Robinson y S. Vishanathan (2005), «Valuation waves and merger activity: The empirical evidence», *Journal of Financial Economics* 77, pp. 561-603; y Shleifer A. y R. W. Vishny (2003), «Stock market driven acquisitions», *Journal of Financial Economics* 70, pp. 295-311.

Gráfico A Volumen de las operaciones de fusión y adquisición y precios de las acciones en la zona del euro

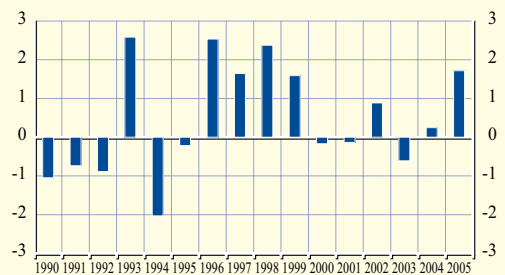
(datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y Bureau van Dijk (Zephyr).
Nota: Las fusiones y adquisiciones se refieren a operaciones completadas, en las que empresas de la zona del euro actúan como compradoras y/o adquiridas.

Gráfico B Excesos de rendimiento asociados a anuncios de fusiones y adquisiciones en la zona del euro

(en porcentaje)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Los excesos de rendimiento se definen como la diferencia entre las tasas de variación de los precios de las acciones de las empresas compradoras de la zona del euro, en un intervalo de tres días en torno al anuncio de las operaciones de fusión y adquisición, y las tasas de variación que normalmente cabría esperar dados los cambios de precios observados en el mercado (véase nota 6 de este recuadro). Estos excesos de rendimiento se calculan como promedio para todos los anuncios de fusiones y adquisiciones realizados cada año. Sólo se han incluido las operaciones cuyo volumen era superior al 10% del valor de mercado de la empresa compradora.

A fin de comprender mejor los factores determinantes de la relación entre los precios de las acciones y las operaciones de fusión y adquisición en la zona del euro en el pasado reciente, se realizó un estudio de las reacciones de los mercados de renta variable ante los anuncios de fusiones. Con este objetivo, se calcularon los excesos de rendimiento de las acciones de las empresas compradoras en respuesta a un anuncio de fusión, considerando una ventana de tres días comprendidos entre un día antes y dos días después del anuncio⁶. El gráfico B muestra que el exceso de rendimiento promedio anual de las empresas compradoras ha variado a lo largo del tiempo, siendo particularmente alto en el período previo al *boom* bursátil de finales de los noventa, así como en el 2005⁷. En general, estos patrones medios de respuesta sugieren efectivamente que las empresas que realizan adquisiciones durante una oleada de fusiones tienden a experimentar una reacción positiva inicial en el precio de sus acciones ante el anuncio de la operación. A su vez, esto corrobora, en cierta medida, los mencionados factores determinantes: concretamente, la anticipación de sinergias futuras y el exceso de optimismo por parte de los inversores.

En conjunto, estos resultados pueden indicar que las fusiones y adquisiciones son impulsadas, al menos en parte, por el optimismo de los inversores durante épocas de bonanza bursátil. En este contexto, la observación de que, en los siete primeros meses del 2007, las operaciones anunciadas de fusión y adquisición entre empresas de la zona del euro, como compradoras y/o adquiridas, se cifraron en unos 180 mm de euros (además de las operaciones por un importe aproximado de 265 mm de euros completadas entre finales del 2006 y julio del 2007) sugiere que la actividad de adquisiciones corporativas ha seguido a buen ritmo en la zona del euro y que ha ejercido presiones al alza sobre los precios de las acciones.

6 Para obtener una relación entre los precios de las acciones de cada empresa y los de la cartera del mercado, se realiza una regresión de los rendimientos diarios de la acción de cada empresa sobre los rendimientos del índice sectorial correspondiente del Dow Jones EURO STOXX, utilizando como período de estimación el año inmediatamente anterior a la ventana considerada en torno al anuncio de la fusión. Los excesos de rendimiento en la ventana del anuncio se calculan entonces, restando a los rendimientos observados de las acciones, los rendimientos normales derivados a partir de la estimación del modelo de mercado.

7 Los resultados de los años 2006 y 2007 no están actualmente disponibles.

3 PRECIOS Y COSTES

Se estima que la inflación medida por el IAPC ha descendido al 1,8% en julio del 2007, desde el 1,9% registrado el mes anterior. Sólo se dispone de información más detallada sobre el IAPC hasta junio, pero estos datos apuntan a movimientos compensatorios de los principales componentes del índice en el segundo trimestre del 2007, con un ligero aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los servicios, prácticamente compensado por la moderación de la tasa de variación interanual de los precios de la energía. La información disponible sobre los precios industriales y los datos de las encuestas siguen señalando presiones sobre los precios procedentes de los costes de los bienes intermedios y de la mayor capacidad de fijación de precios de las empresas en las manufacturas y, especialmente, en los servicios. Aparte de las circunstancias transitorias que han afectado a los datos de costes laborales en los últimos meses, la información disponible sugiere que los salarios se han mantenido en una senda moderada en el primer semestre del 2007, hasta mayo. De cara al futuro, persisten los riesgos alcistas, relacionados, fundamentalmente, con factores internos. En particular, la aparición de restricciones de la capacidad productiva, dado el intenso aprovechamiento de los recursos y el fuerte crecimiento del empleo, podría originar una evolución más dinámica de lo previsto de los salarios y los costes. Además la capacidad de fijación de precios en segmentos del mercado con un bajo nivel de competencia podría elevar los márgenes en este contexto. También existen riesgos relacionados con nuevas subidas de los precios del petróleo. Finalmente, otros motivos de preocupación son unos eventuales incrementos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta el momento, y una posible orientación procíclica de la política fiscal en algunos países.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE JULIO DEL 2007

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 1,8% en julio del 2007, desde el 1,9% registrado en junio (véase cuadro 5). Aunque no se dispone todavía del detalle del IAPC de julio (que se publicará el 16 de agosto), los datos nacionales disponibles sugieren que el componente energético y, en particular, un efecto de base derivado de los fuertes aumentos observados un año antes, contribuyó de forma significativa al descenso estimado de la inflación en julio.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA JUNIO DEL 2007

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,9% en junio del 2007, por cuarto mes consecutivo. A excepción de los precios de la energía, la tasa de variación interanual de todos

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2005	2006	2007 Feb	2007 Mar	2007 Abr	2007 May	2007 Jun	2007 Jul
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	2,2	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8
Energía	10,1	7,7	0,8	1,8	0,4	0,3	0,9	.
Alimentos no elaborados	0,8	2,8	2,8	2,9	3,9	3,1	3,0	.
Alimentos elaborados	2,0	2,1	2,1	1,9	1,9	1,9	2,0	.
Bienes industriales no energéticos	0,3	0,6	1,1	1,2	1,1	1,0	1,0	.
Servicios	2,3	2,0	2,4	2,4	2,5	2,6	2,6	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	4,1	5,1	2,9	2,8	2,4	2,4	.	.
Precios del petróleo (euros/barril)	44,6	52,9	44,9	47,3	50,2	50,3	52,6	55,2
Precios de las materias primas no energéticas	9,4	24,8	13,9	17,6	15,3	11,9	14,2	7,8

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

1) La inflación medida por el IAPC de julio del 2007 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

los componentes permaneció, en general, estable en junio (véase gráfico 17). En consecuencia, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se mantuvo en el 1,9%, el mismo nivel que viene registrando desde febrero del 2007.

Por lo que se refiere a los componentes más volátiles del IAPC, la tasa de variación interanual de los precios de la energía aumentó en junio, como resultado, principalmente, de las nuevas subidas de los precios del petróleo registradas durante el mismo período. Por su parte, en los últimos meses la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC ha sido relativamente moderada, en términos históricos, debido, en cierta medida, a los efectos de base favorables que han influido en este componente en el primer semestre del 2007. A diferencia de los precios de la energía, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados ha descendido ligeramente en junio, como reflejo, entre otros factores, de un efecto de base favorable. Como promedio, en el primer semestre del 2007, la tasa de variación intermensual anualizada de los precios desestacionalizados de los alimentos no elaborados se situó en el 1,7%.

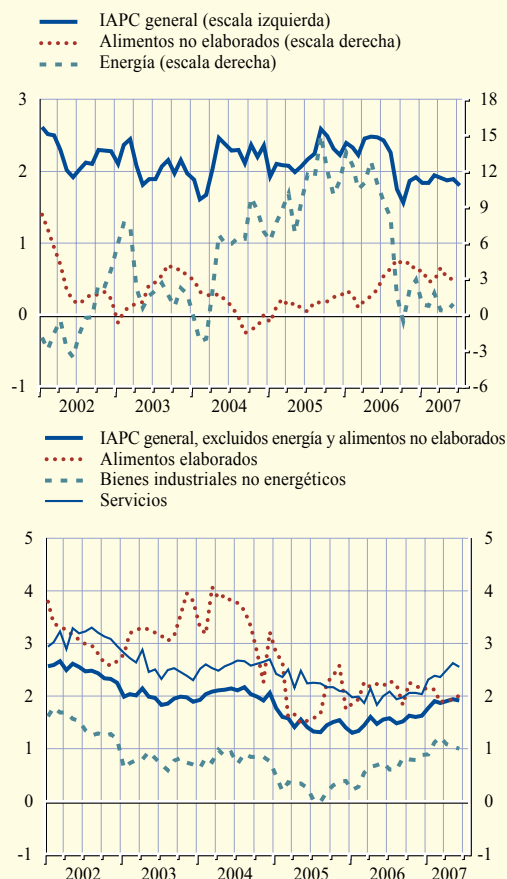
Las tasas de variación interanual de los componentes menos volátiles del IAPC no experimentaron cambios significativos en junio. A más largo plazo, mientras que las tasas de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos se han venido manteniendo prácticamente estables desde comienzos del 2007, los precios de los servicios se han ido elevando gradualmente desde finales del 2006. Uno de los factores determinantes de este aumento es la mayor capacidad de las empresas, especialmente en el sector servicios, de trasladar el incremento de los costes de los bienes intermedios a sus clientes, tal y como sugieren también los datos de las encuestas. La reducida aceleración de los precios de los servicios observada en junio se produjo de forma generalizada en todos los componentes. Sin embargo, no puede concluirse en estos momentos que la evolución reciente representa una estabilización de esta tendencia al alza subyacente. En efecto, aunque no es probable que el impacto de la elevación del IVA alemán siga afectando de forma significativa a la evolución de este componente, pueden crecer las presiones sobre los precios en el contexto de una vigorosa actividad económica.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En mayo, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, se mantuvo en el 2,4%, sin cambios con respecto al mes anterior, mientras que la inflación en los

Gráfico 17 Desagregación del IAPC por principales componentes

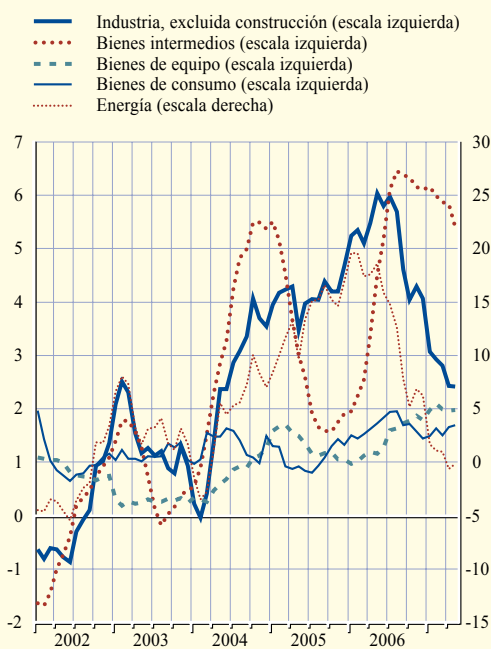
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 18 Desagregación de los precios industriales

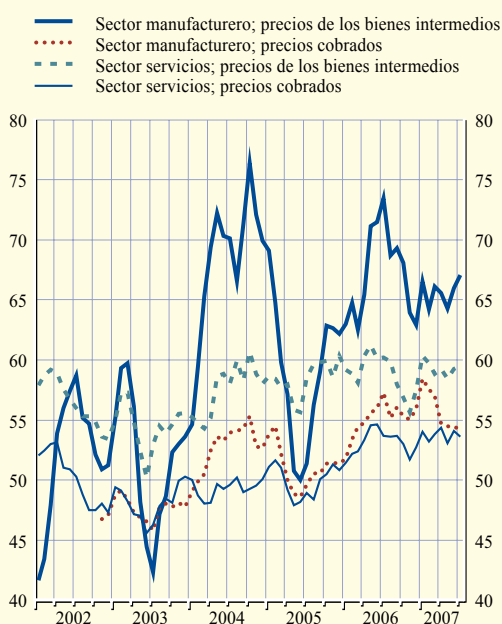
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 19 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.

precios industriales, excluidas la energía y la construcción, disminuyó hasta el 3,2%, desde el 3,4% del mes precedente (véase gráfico 18). Para el mes de junio, los datos nacionales disponibles sugieren que la tasa de variación interanual de los precios industriales de la zona del euro, excluida la construcción, tanto del índice general como del índice excluida la energía, descendió ligeramente. Pese a la leve reducción de la tasa de variación interanual de los precios industriales observada en los últimos meses, la evolución de los principales componentes de estos precios sugiere que siguen estando sometidos a elevadas presiones latentes.

Los últimos datos sobre fijación de precios procedentes de las encuestas apuntan a la persistencia de presiones al alza sobre los precios industriales (véase gráfico 19). En opinión de los participantes en la encuesta de NTC Economics a los directores de compras, la escasez de oferta, combinada con las subidas de los precios del petróleo, contribuyó a que la tasa de inflación en los precios de los bienes intermedios del sector manufacturero alcanzara en julio del 2007 el nivel más alto registrado en nueve meses. Aunque el indicador de precios de producción del sector manufacturero ha bajado con respecto a los máximos observados a principios de año, se mantiene también en un nivel relativamente elevado. La información disponible sobre el sector servicios sugiere que las crecientes presiones salariales y el alza de los precios de los combustibles han elevado los costes de los bienes intermedios, mientras que la mayor capacidad de fijación de precios ha ejercido también una presión sostenida sobre los precios cobrados en este sector.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2005	2006	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I
Salarios negociados	2,1	2,3	2,2	2,4	2,1	2,5	2,0
Costes laborales totales por hora	2,4	2,4	2,4	2,6	2,4	2,2	2,2
Remuneración por asalariado	1,8	2,2	2,2	2,5	2,3	1,8	2,5
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,8	1,4	1,3	1,4	1,2	1,8	1,7
Costes laborales unitarios	1,0	0,8	0,9	1,1	1,1	0,0	0,8

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los últimos datos relativos a los indicadores de costes laborales se han visto afectados por varios factores de carácter transitorio. Tras descontar estos efectos temporales observados en algunos países, la información que proporcionan estos indicadores sigue apuntando a que las presiones salariales se mantienen, en promedio, en niveles moderados en la zona del euro.

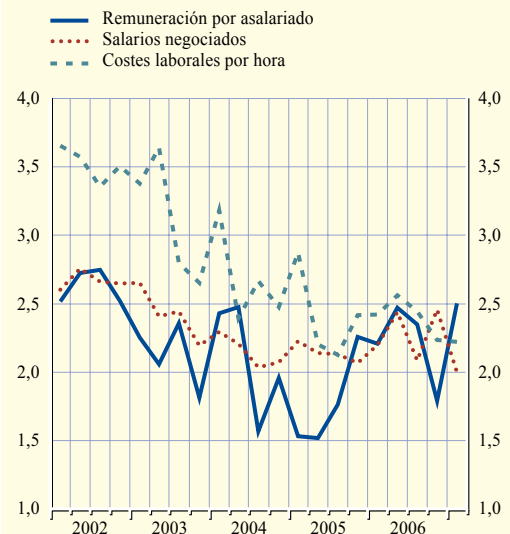
Los datos de salarios negociados y de costes laborales por hora de la zona del euro señalan un moderado crecimiento interanual de los costes laborales en el primer trimestre del 2007, en comparación con el crecimiento medio registrado en el 2006 (véase cuadro 6). La información disponible sugiere que la tasa de crecimiento de los salarios negociados se ha elevado al principio del segundo trimestre, como resultado de unos pagos extraordinarios realizados en Alemania.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro aumentó un 2,5% en el primer trimestre del 2007, desde el 1,8% observado en el trimestre precedente (véase gráfico 20). Se trató de un repunte anticipado, ya que se debió a la normalización del crecimiento de las remuneraciones del sector público italiano, tras el descenso registrado en el trimestre anterior. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se situó en el 0,8% en el primer trimestre del 2007, tras mantenerse estable en el último trimestre del 2006, debido a las circunstancias transitorias observadas en el sector público italiano. El crecimiento más acusado de los costes laborales unitarios fue resultado de la estabilidad del crecimiento de la productividad del trabajo y del mayor crecimiento de la remuneración por asalariado. Aparte de la volatilidad observada recientemente, estos datos no muestran un aumento significativo de los costes laborales a principios del 2007.

Por sectores, los datos de remuneración por asalariado apuntan a una ligera aceleración en los principales sectores en el primer trimestre del 2007 (véase gráfico 21). Sin embargo, además de la evolución de los

Gráfico 20 Indicadores de costes laborales

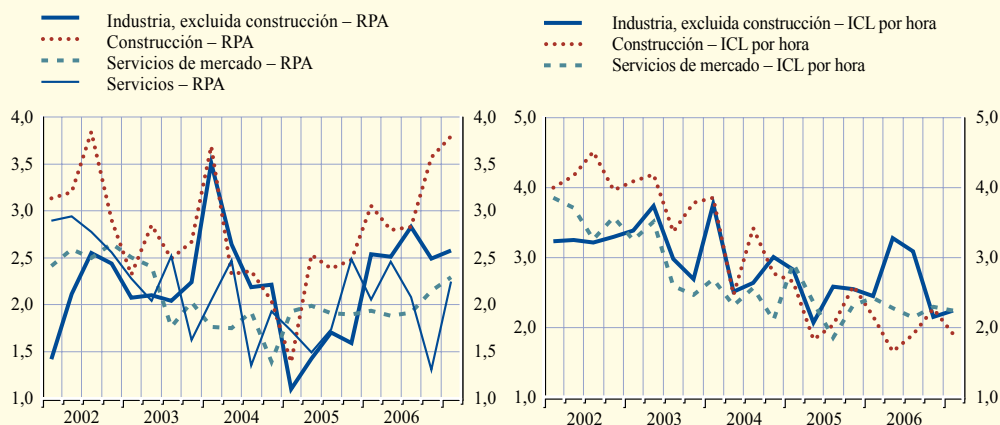
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 21 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.

servicios no de mercado (que se vieron notablemente afectados por los mencionados factores transitorios observados en Italia), la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado registró unos aumentos relativamente más elevados en la construcción y los servicios de mercado, en los que el crecimiento de la productividad del trabajo se intensificó también en el primer trimestre del 2007. Por el contrario, por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora apenas experimentó cambios en la industria y los servicios de mercado, mientras que se moderó ligeramente en la construcción.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, a corto plazo las tasas de inflación interanual seguirán estando determinadas, en gran medida, por la evolución de los precios de la energía, teniendo en cuenta los importantes efectos de base derivados de la volatilidad mostrada por los precios energéticos el año pasado. De acuerdo con los precios actuales del petróleo y con los futuros sobre los precios de esta materia prima, las tasas de inflación interanual deberían mantenerse en torno a los niveles actuales en los próximos meses, antes de elevarse de forma significativa hacia finales de año, debido, en gran parte, a estos efectos de base.

A más largo plazo, siguen existiendo riesgos alcistas, relacionados fundamentalmente, con factores internos. En particular, la aparición de restricciones de la capacidad productiva, dado el intenso aprovechamiento de los recursos y el fuerte crecimiento del empleo, podría originar una evolución más dinámica de lo previsto de los salarios y los costes. Además la capacidad de fijación de precios en segmentos del mercado con un bajo nivel de competencia podría elevar los márgenes en este contexto. Por último, cabe señalar los riesgos relacionados con eventuales aumentos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta el momento, y una posible orientación procíclica de la política fiscal en algunos países. En el entorno exterior, los riesgos se derivan, básicamente, de la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo. Los resultados de la última encuesta a los expertos en previsión económica, realizada por el BCE en julio del 2007, proporcionan datos similares sobre las expectativas de inflación y la valoración de los riesgos correspondientes (véase recuadro 4).

Recuadro 4

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL TERCER TRIMESTRE DEL 2007

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al tercer trimestre del 2007 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 16 y el 18 de julio de 2007. 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 2007, 2008 y 2009

Los participantes en la EPE elevaron, en promedio, sus expectativas de inflación para el 2007 y 2008, hasta el 2%, desde el 1,9% de la EPE anterior (véase cuadro)¹. Estas revisiones al alza para el horizonte temporal de las predicciones reflejan, en gran medida, la previsión de nuevas subidas de los precios del petróleo y la perspectiva de un crecimiento económico más vigoroso, que llevarían a una mayor utilización de la capacidad productiva. Algunos encuestados señalan también un aumento de los precios administrados mayor de lo previsto y nuevas presiones inflacionistas generadas por los precios de los bienes de consumo no energéticos. Las expectativas de inflación de la EPE para el 2007 y 2008 están en línea con las proyecciones macroeconómicas de junio del 2007 de los expertos del Eurosistema y con las previsiones de julio del 2007 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro. Para el 2009, los participantes en la EPE mantienen las expectativas de inflación

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

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

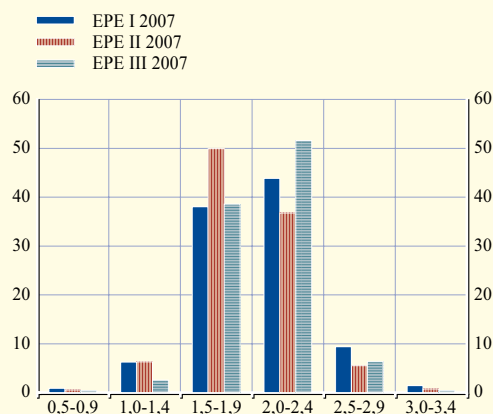
Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta					
	2007	Junio 2008	2008	Junio 2009	2009	A largo plazo ²⁾
EPE III 2007	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
EPE anterior (II 2007)	1,9	-	1,9	-	-	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	1,8-2,2	-	1,4-2,6	-	-	-
Consensus Economics (julio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

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas a largo plazo se refieren al 2012 en la EPE, al 2011 en el Barómetro de la Zona del Euro y al período 2013-2017 en Consensus Economics. Las previsiones de Consensus Economics para el período 2013-2017 y para el año 2009 se publicaron en la edición de abril del 2007 de esa encuesta.

Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media en el 2007 en las tres últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)

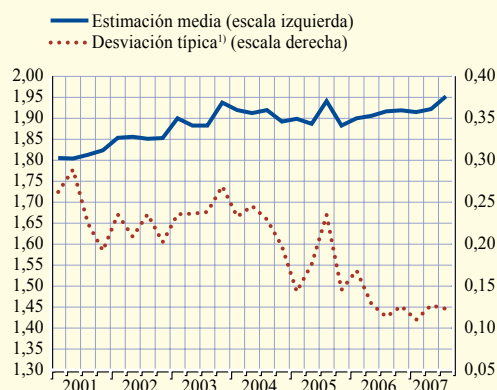


Fuente: BCE.

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

Gráfico B Expectativas de inflación a largo plazo

(tasas medias de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

en el 2%, en línea con las predicciones de julio del 2007 del Barómetro de la Zona del Euro y con las previsiones de abril del 2007 de Consensus Economics.

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. En línea con la revisión al alza de la estimación para el 2007, la distribución de probabilidad relativa a la inflación esperada este año se ha desplazado hacia cifras más altas, en comparación con la EPE del segundo trimestre del 2007 (véase gráfico A). También se han producido algunos cambios en la correspondiente distribución de probabilidad prevista para el 2008, año para el que la mayoría de las respuestas han pasado del intervalo 1,5%-1,9% al intervalo 2%-2,4%.

Los encuestados consideran que estas expectativas de inflación están sujetas a riesgos alcistas, especialmente en relación con un futuro repunte inesperado de los precios del petróleo, el fuerte crecimiento económico y las presiones salariales generadas por la situación más favorable de los mercados de trabajo. Al mismo tiempo, varios encuestados indican que la apreciación del euro y el actual crecimiento de la productividad podrían contener, en alguna medida, las presiones inflacionistas.

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

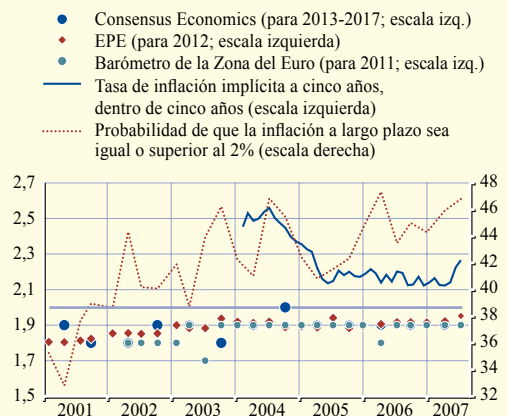
En la última encuesta EPE, las expectativas de inflación a más largo plazo (a cinco años vista) se han revisado al alza, desde el 1,9% al 2%, si se redondea a un decimal. Sin embargo, esta revisión es muy reducida si se redondea a dos decimales (desde el 1,92% al 1,95%). Estas expectativas se sitúan ligeramente por encima de las previsiones más recientes del Barómetro de la Zona del Euro para el 2011 y de las estimaciones publicadas en abril del 2007 por Consensus Economics para un período de seis a diez años vista, que se situaban en el 1,9%. La disminución de la desviación típica en la EPE indi-

ca una mayor convergencia de las expectativas de los encuestados respecto a la tasa de inflación a más largo plazo (véase gráfico B).

La distribución de probabilidad media para las expectativas de inflación a más largo plazo se desplazó hacia tasas de inflación ligeramente más altas, en comparación con la encuesta anterior. En particular, la probabilidad de que la inflación se sitúe en un nivel igual o superior al 2% se elevó al 47%, frente al 46% de la encuesta precedente. Estos resultados pueden compararse también con la tasa de inflación implícita, que es un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado calculado como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación². El aumento de la probabilidad de que la inflación a más largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% está en línea con la evolución de la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, que se elevó desde el 2,1% de mayo del 2007 al 2,3% de julio (véase gráfico C). No obstante, las tasas de inflación implícitas no deberían interpretarse como medidas directas de las expectativas de inflación, ya que pueden incorporar también varias primas de riesgo (como la prima por incertidumbre respecto a la inflación y la prima de liquidez).

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

(tasas medias de variación interanual; probabilidad en porcentaje)



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

Expectativas de crecimiento del PIB real

En relación con la encuesta precedente, para el 2007 los participantes en la EPE han revisado al alza, en 0,2 puntos porcentuales, sus expectativas de crecimiento del PIB real, que sitúan ahora en el 2,7%. Esta revisión al alza refleja, fundamentalmente, las mayores expectativas de crecimiento de la demanda interna (especialmente del consumo privado y, en alguna medida, de la inversión) ante la situación más favorable de los mercados de trabajo y el continuo crecimiento de la demanda exterior. Las expectativas de crecimiento del PIB para el 2008 se mantienen sin cambios en el 2,3%. Para ambos años, los encuestados consideran que existen riesgos ligeramente bajistas, relacionados sobre todo con la evolución de los precios del petróleo, la fortaleza del euro, los tipos de interés más altos y los desequilibrios mundiales. En general, las expectativas de crecimiento de la EPE para el 2007 y 2008 son similares a las proyecciones macroeconómicas de junio del 2007 de los expertos del Euro-sistema y se mantienen en línea con los últimos resultados del Barómetro de la Zona del Euro y de Consensus Economics. Para el 2009, la EPE sitúa el crecimiento del PIB real en el 2,2%, ligeramente por encima de las previsiones de julio del 2007 del Barómetro de la Zona del Euro y de las predicciones de abril del 2007 de Consensus Economics.

Las expectativas de crecimiento a más largo plazo (por ejemplo, para el 2012) se han revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales y se sitúan ahora en el 2,2%. En opinión de los participantes, las perspec-

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

tivas de crecimiento a más largo plazo dependen, principalmente, de las reformas estructurales de los mercados de trabajo y de los sistemas de seguridad social, de los flujos migratorios y del aumento de la productividad.

Expectativas de desempleo en la zona del euro

Las expectativas referidas a la tasa de desempleo para el 2007 y 2008 se han revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales, hasta el 7% y el 6,7%, respectivamente. Al igual que en la encuesta anterior, los participantes señalan el crecimiento económico y la mejora de la situación en los mercados de trabajo como principales factores determinantes de la reducción de la tasa de paro. Las expectativas de la EPE referidas a la tasa de desempleo para el 2007 y 2008 son inferiores a las últimas previsiones publicadas por Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro. Para el 2009, los encuestados esperan que la tasa de desempleo vuelva a descender, hasta el 6,6%, es decir, 0,1 puntos porcentuales menos que la previsión de julio del Barómetro de la Zona del Euro. Las expectativas a más largo plazo se han revisado también a la baja, en 0,3 puntos porcentuales, hasta el 6,4% para el 2012. Se considera que existen riesgos alcistas para estas previsiones en todos los horizontes temporales. 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 últimos datos publicados confirman que las perspectivas de la zona del euro son positivas. El vigoroso crecimiento de los beneficios, las favorables condiciones de financiación y la necesidad de aumentar la capacidad productiva para hacer frente a las mayores tasas de utilización están respaldando la inversión. El mercado de trabajo muestra una mejora sostenida y debería estimular el crecimiento del consumo privado. La situación del mercado exterior ofrece un entorno propicio para el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. Así pues, en general, se mantienen las condiciones para que continúe la expansión económica en la zona del euro. Los riesgos permanecen prácticamente equilibrados en el corto plazo y se inclinan a la baja en un horizonte de medio a largo plazo. Estos riesgos tienen su origen, principalmente, en factores externos, en particular en la posibilidad de que se produzcan cambios súbitos en el clima de los mercados financieros internacionales que den lugar a una revalorización de los riesgos, en nuevos incrementos de los precios del petróleo, en la preocupación por las posibles alteraciones derivadas de los desequilibrios mundiales y en el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

La segunda estimación elaborada por Eurostat indica que el PIB real de la zona del euro creció a una tasa del 0,7% en el primer trimestre del 2007, tras registrar un crecimiento del 0,9% en el trimestre anterior. En comparación con la primera estimación, el crecimiento del PIB real se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales, como consecuencia de una revisión al alza de la estimación del crecimiento del consumo privado (de -0,1% a 0%) y de una revisión al alza de la contribución de la demanda exterior neta que, no obstante, ha seguido siendo negativa (véase gráfico 22). La evolución del consumo privado en el primer trimestre del 2007 reflejó, principalmente, el impacto negativo de la subida del IVA en Alemania en enero de ese año. La revisión al alza de la contribución de la demanda exterior neta tiene básicamente su explicación en una revisión al alza de la tasa de crecimiento de las exportaciones (del 0,3% al 0,8%). Ello refleja otras revisiones de los datos sobre comercio exterior correspondientes al cuarto trimestre del 2006, debido a discrepancias estadísticas en los datos sobre las exportaciones de Alemania en el segundo semestre del 2006.

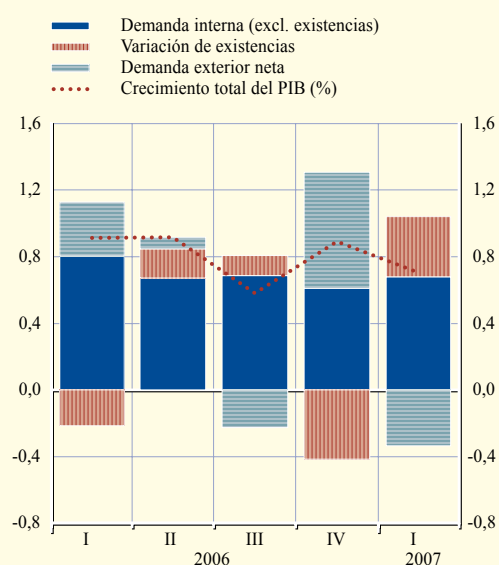
Las cuentas de los sectores institucionales de la zona del euro indican que el crecimiento interanual de la renta disponible en el primer trimestre del 2007 fue, por primera vez, mayor que el crecimiento del consumo. Ello se debe a una recuperación de la remuneración y a un menor crecimiento de los pagos de impuestos. Como resultado, la tasa de ahorro se elevó hasta el 14,1%, desde el 13,9% registrado en el trimestre anterior.

La desagregación de la formación bruta de capital fijo correspondiente al primer trimestre, que se hizo pública con la segunda estimación de Eurostat, indica que la mayoría de los componentes de la inversión crecieron a tasas muy superiores a las registradas en los dos trimestres anteriores. La inversión en la construcción (aproximadamente la mitad de la formación bruta de capital fijo agregada) creció a una tasa intertrimestral del 2,5%, observándose un vigoroso crecimiento en la inversión en vivienda, que aumentó por segundo trimestre consecutivo. La inversión excluida construcción se incrementó un 2,2%, como consecuencia de los notables aumentos observados en los componentes de maquinaria y equipo de transporte.

La dinámica de la inversión en la mayoría de las economías desarrolladas presenta, normalmente, un comportamiento procíclico, mostrando un crecimiento superior al de la actividad económica general al principio de una recuperación y una mayor caída en la fase de desaceleración. La evolución de la inversión en la zona del euro desde mediados del 2005 no parece desviarse significativamente de los comportamientos observados en la anterior recuperación, que se inició a mediados de 1998. Las perspectivas de inversión siguen siendo muy alentadoras, en vista de las favorables condiciones de financiación y de la necesidad de aumentar la capacidad productiva para hacer frente a las mayores tasas de utilización. La aceleración de la

Gráfico 22 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 23 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 centradas, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

actividad económica desde mediados del 2005 se ha traducido en un significativo incremento de la utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero de la zona del euro, que se sitúa actualmente en niveles similares al máximo alcanzado durante el anterior ciclo económico.

De conformidad con las cuentas de los sectores institucionales de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la renta empresarial bruta de las sociedades no financieras se redujo en el primer trimestre del 2007, como consecuencia de una desaceleración del excedente bruto de explotación. La contribución de las otras rentas de la propiedad (principalmente ingresos de dividendos y beneficios de la inversión directa extranjera) al crecimiento fue positiva. Estos incrementos se compensaron, en parte, con un aumento de los intereses netos a pagar, dado que subieron los tipos de interés y aumentó el endeudamiento de las empresas.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

La desagregación por ramas de actividad del crecimiento del valor añadido indica que la aceleración de la actividad económica que se inició a mediados del 2005 ha sido generalizada. Esta tendencia se mantuvo en el primer trimestre del 2007.

La producción industrial (excluida la construcción) ha mostrado un ritmo de crecimiento persistente desde mediados del 2005. Sin embargo, más recientemente, parece haberse ralentizado registrando tasas más moderadas. En términos de medias móviles de tres meses, la producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) creció un 0,5% en mayo, en comparación con un 0,8% en el primer trimestre del 2007 (véase gráfico 23). Esta moderación del ritmo de crecimiento es bastante generalizada entre las distintas ramas de actividad, salvo en el sector de la energía, en el que la producción se ha recuperado ligeramente. Las señales

Gráfico 24 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

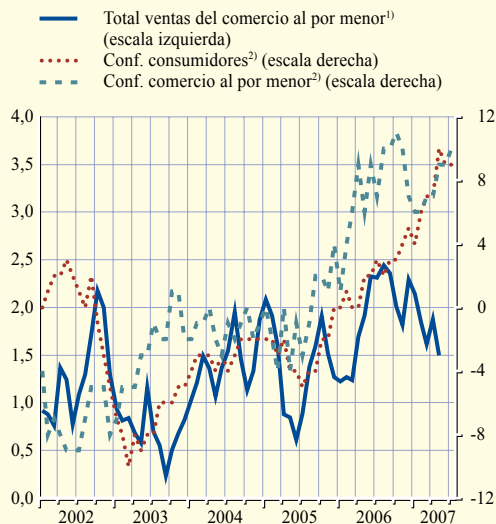
(datos mensuales desestacionalizados)



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

Gráfico 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; desviaciones respecto a la media histórica y datos desestacionalizados. Para la confianza de los consumidores, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores, debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa.

provenientes de los nuevos pedidos industriales siguen siendo positivas, ya que éstos aumentaron un 2%, en términos de medias móviles de tres meses, en mayo, manteniéndose muy por encima de la media del crecimiento histórico (calculado a partir de 1995). Los nuevos pedidos, excluido el componente «otro material de transporte», de gran volatilidad, continuaron la tendencia alcista observada desde comienzos del año.

DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVOS A LA INDUSTRIA Y LOS SERVICIOS

Los últimos datos de las encuestas de opinión, correspondientes a julio, siguen apuntando a una evolución positiva de la actividad económica en el tercer trimestre del 2007, tanto en la industria como en los servicios.

El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea se ha mantenido prácticamente estable desde comienzos del 2007 y, por lo tanto, se sitúa en julio en un nivel próximo a su máximo histórico (véase gráfico 24). El estancamiento de la confianza industrial en los últimos meses tiene relación, principalmente, con la evolución de los sectores de bienes intermedios y de consumo. El índice de directores de compras para las manufacturas se mantuvo muy por encima de su media histórica en julio y, por lo tanto, sigue confirmando la persistencia de un crecimiento positivo en este sector al comienzo del tercer trimestre, si bien a un ritmo descendente. Por lo que respecta a los servicios, tanto el indicador de confianza de la Comisión Europea como el índice de directores de compras se mantuvieron prácticamente estables en julio, en valores próximos a los máximos de los seis últimos años.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Pese a la recuperación del crecimiento del PIB de la zona del euro, que se inició a mediados del 2005, el gasto de los hogares ha seguido siendo relativamente moderado. El crecimiento del consumo en la zona

se ha situado por debajo de la media histórica desde el 2002 y, como proporción del PIB, se ha reducido hasta un nivel igualmente histórico. La moderación del gasto de los hogares en los últimos años puede explicarse, en parte, por la débil evolución de la renta disponible, como consecuencia del crecimiento contenido de los salarios. Además, a diferencia de ciclos anteriores, gran parte del crecimiento de la renta disponible ha sido impulsado por las rentas no salariales y podría existir una menor propensión a financiar el consumo con este tipo de renta que con las rentas del trabajo. Otro factor que hay que considerar es la posibilidad de que a los hogares les preocupen el futuro de las pensiones y la sostenibilidad de los sistemas de seguridad social, lo que les induciría a incrementar el ahorro por motivo de precaución.

Los indicadores mensuales recientes del gasto de los hogares fueron un tanto ambivalentes. Tras una caída del 3,6% en el primer trimestre del 2007, las matriculaciones de automóviles prácticamente no experimentaron variaciones en el segundo trimestre. El crecimiento de las ventas del comercio al por menor sigue siendo moderado, ya que, en términos de medias móviles de tres meses, apenas aumentó un 0,4% en mayo. En conjunto, se prevé que la contribución de las ventas al por menor y de las matriculaciones de automóviles al crecimiento del consumo privado de la zona del euro en el segundo trimestre sea baja. Al mismo tiempo, la confianza tanto de los consumidores como del comercio al por menor se mantienen en niveles próximos a sus respectivos máximos históricos (véase gráfico 25). En el recuadro 5 se examina con más detalle la evolución de los indicadores de confianza de los consumidores y el crecimiento del sector privado.

Recuadro 5

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES

En los dos últimos años, el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea ha subido de forma acusada, alcanzando en mayo del 2007 su nivel más alto desde el 2001, antes de descender ligeramente en junio y julio. Durante el mismo período, el gasto de los hogares fue más moderado (véase gráfico A). La prolongada brecha entre confianza y consumo es relativamente inusual, ya que, en el pasado, estas dos series han tendido a mostrar una evolución paralela. Sin embargo, el aumento del indicador general de confianza puede reflejar una valoración exagerada de su bienestar económico por parte de los hogares. Hasta hace poco, la elevación del indicador general de confianza de los consumidores se ha debido, en gran medida, a las mejores expectativas de los consumidores respecto a la evolución del mercado de trabajo y de la situación económica general¹. En el pasado, estas series han mostrado una menor correlación con el gasto real de los hogares que el componente de confianza, que recoge las expectativas de los hogares respecto a su situación financiera personal (véase gráfico B). En los dos últimos años, estas expectativas han mostrado un perfil menos optimista y más en línea con la relativa moderación del consumo observada en ese período. En este recuadro se analizan algunas explicaciones alternativas de la evolución reciente de la confianza de los consumidores y se consideran sus posibles implicaciones para el consumo privado.

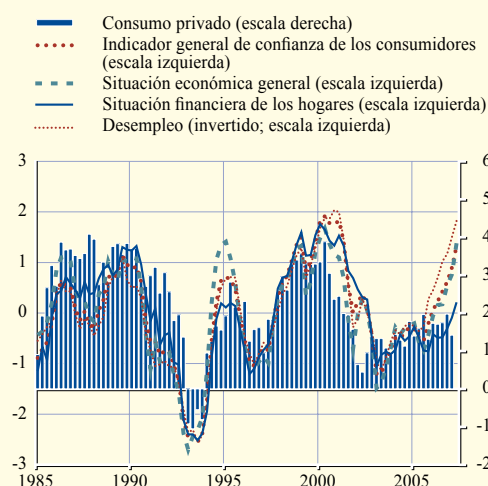
Interpretación de la evaluación de su situación financiera por parte de los consumidores

En principio, los hogares deberían basar sus decisiones de consumo en la renta que esperan recibir a lo largo de su vida, teniendo en cuenta la renta actual y la renta esperada. En la percepción de su si-

1 La encuesta de la Comisión Europea formula una serie de preguntas sobre la situación financiera de los hogares, las perspectivas económicas generales, etc. Cuatro de estas preguntas se agregan para formar un indicador general de confianza de los consumidores. Las cuatro preguntas son las siguientes: (1) ¿Cómo espera que evolucione la situación económica general en los próximos doce meses?; (2) ¿Cómo espera que evolucione la situación financiera de su hogar en los próximos doce meses?; (3) ¿Cómo espera que evolucione el número de parados en este país en los próximos doce meses?; y (4) ¿Qué probabilidad tiene de ahorrar dinero en los próximos doce meses? En el indicador general de confianza de los consumidores se agregan, por media simple, los saldos netos de las cuatro preguntas.

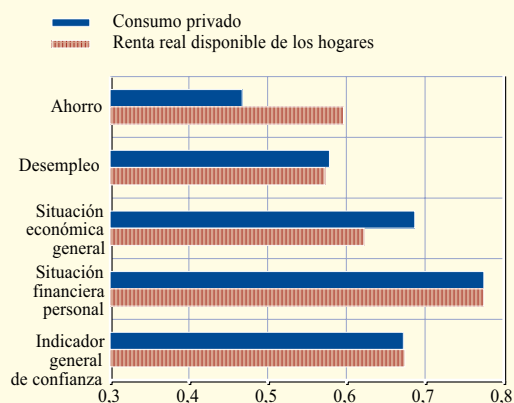
Gráfico A Componentes de confianza de los consumidores y consumo privado

(desviación típica respecto a la media de la serie; crecimiento interanual)



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

Gráfico B Correlaciones entre los componentes de confianza, consumo privado y renta real disponible de los hogares



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

Nota: Correlaciones entre saldos en porcentaje y tasas de variación interanual; I 1985 a I 2007.

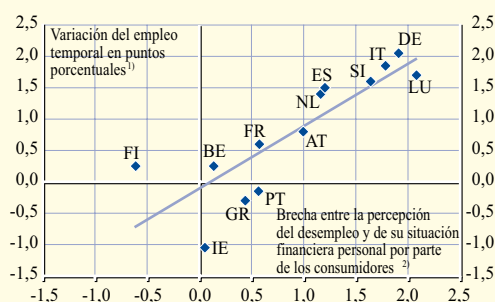
tuación financiera por parte de los hogares pueden influir determinantes económicos similares: existe una elevada correlación con el crecimiento de la renta real disponible de los hogares (véase gráfico B). Desde el 2004, pese al repunte de la actividad económica general y al aumento del empleo en la zona del euro, el crecimiento de la renta real disponible de los hogares ha sido relativamente reducido². Por otro lado, con un moderado crecimiento de los salarios, a diferencia de los ciclos anteriores, gran parte del crecimiento de la renta disponible ha sido impulsado por las rentas no salariales. Normalmente, los hogares parecen responder de forma más inmediata a la evolución de las rentas del trabajo: el nivel de confianza se mueve con los cambios en las rentas del trabajo y los hogares suelen ser más propensos a consumir en función de esta clase de rentas. En consecuencia, los consumidores han reconocido que la situación económica general es más favorable y que han mejorado, en particular, las perspectivas de empleo. Sin embargo, se han mostrado menos optimistas respecto a la evolución de su propia situación financiera, y el gasto de los hogares ha sido más moderado que en anteriores períodos de recuperación.

Mientras que la evolución de la confianza parece explicarse, en gran medida, por el crecimiento de la renta, otros factores pueden haber influido también en la confianza de los hogares. Una posibilidad es que la confianza de los consumidores respecto a su situación financiera personal es relativamente baja, debido a que el reciente aumento del empleo se ha traducido en mayor medida que en el pasado en trabajos temporales. Entre el 2003 y el 2006, la participación del empleo temporal en el empleo total ha crecido en torno a dos puntos porcentuales. En última instancia, una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo beneficia a los hogares, dado que incrementará las oportunidades de empleo y reducirá la tasa de desempleo y la duración del paro. Sin embargo, a corto plazo, mientras los hogares se van adaptando al nuevo entorno, pueden sentirse más inseguros respecto a sus perspectivas

² Para más detalles sobre la evolución reciente de la renta de los hogares, véase el recuadro 9, titulado «Evolución reciente de los hogares y las sociedades no financieras: Información procedente de las nuevas cuentas trimestrales de los sectores de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2007.

Gráfico C Empleo temporal y confianza de los consumidores

(puntos porcentuales; saldos normalizados de confianza)



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

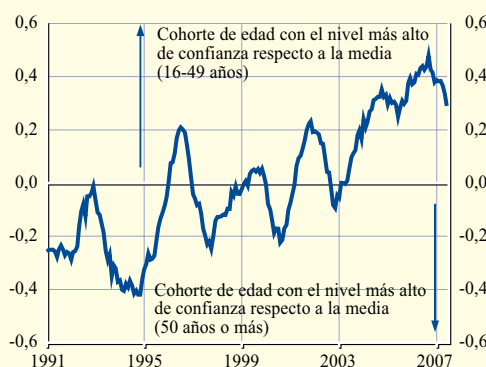
Nota: Saldos normalizados de confianza calculados como la diferencia respecto a la media de la serie ajustada por la desviación típica.

1) Variación de la participación del empleo temporal en el empleo total entre la media del 2003 y 2004 y la media del 2005 y 2006 (en puntos porcentuales).

2) Brecha media entre los saldos de desempleo y de confianza de los consumidores en su situación financiera personal (en desviación típica respecto a la media de la serie) en el primer semestre del 2007.

Gráfico D Brecha generacional

(media móvil de doce meses de los saldos normalizados de confianza en la situación financiera personal: comparación entre las cohortes de edad de 16-49 años y de 50 años o más)



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

Nota: Saldos normalizados de confianza, calculados como la diferencia respecto a la media de la serie ajustada por la desviación típica.

de ingresos. Así pues, para un determinado nivel de renta, pueden haber mostrado un menor optimismo al evaluar su situación financiera personal, prefiriendo ahorrar más por precaución y gastar menos que en anteriores períodos de bonanza. En efecto, el gráfico C sugiere que, en la actualidad, aquellos países que han experimentado el mayor aumento del empleo temporal en los últimos años son también los que registran la mayor brecha de confianza entre la evolución de los mercados de trabajo y la percepción de su situación financiera personal por parte de los hogares.

Otra posible explicación es que los hogares albergan una preocupación creciente respecto a los cambios demográficos, la mayor longevidad y la suficiencia de las pensiones. Hasta muy recientemente, la desagregación de la confianza por grupos de edad revela una brecha creciente entre jóvenes y mayores en relación con el pasado. Los jóvenes se muestran progresivamente más confiados que los mayores, lo que confirma quizás que, en las circunstancias actuales, este último colectivo muestra una preocupación creciente por los sistemas de seguridad social (véase gráfico D)³. Dado que las personas de más edad son más propensas al gasto, esto puede explicar, en parte, el perfil de consumo relativamente moderado observado durante la reciente recuperación económica.

En general, varios factores parecen haber contribuido a esta discrepancia entre la confianza de los consumidores y el consumo. De cara al futuro, al mejorar la situación de los mercados de trabajo, se espera que crezca la renta de los hogares, en particular las rentas del trabajo. Prueba de ello es que en el 2006 una proporción más alta del aumento del empleo se tradujo en trabajos indefinidos. Ello debería reforzar la confianza y el consumo de los hogares. En efecto, la evaluación de su situación financiera personal por parte de los consumidores ha mejorado en los últimos meses, aunque se mantiene en un nivel más bajo que el de otros componentes de la confianza de los consumidores (véase gráfico A).

3 La encuesta de la Comisión Europea separa las respuestas en cuatro grupos de edad: 16-29, 30-49, 50-64 y 65 años o más. Sólo un subconjunto de países proporciona el detalle por grupos de edad.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

El mercado de trabajo de la zona del euro ha dado señales claras y persistentes de mejora en los últimos años. Tras el incremento registrado entre el 2001 y el 2004, la tasa de paro comenzó a descender en el 2005 y, actualmente, se aproxima a niveles no observados desde principios de la década de los ochenta. La tasa de actividad se ha elevado en los últimos años en consonancia, hasta cierto punto, con la tendencia observada de comportamiento procíclico. La evolución del empleo en el 2006 confirmó la mejora gradual y sostenida observada desde el 2004.

DESEMPLEO

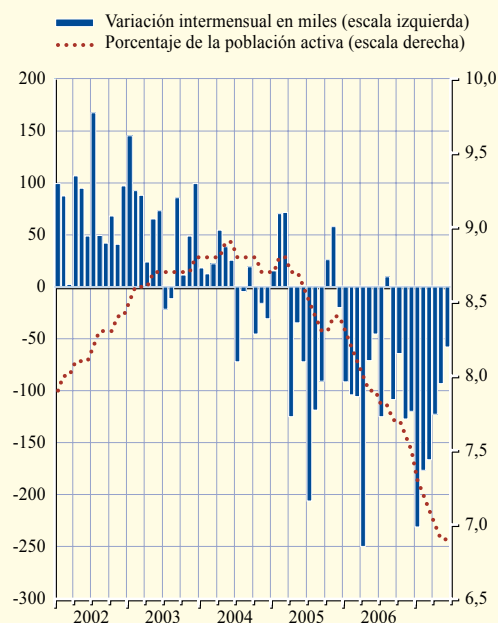
Los datos más recientes sobre desempleo sugieren que las mejoras tendenciales del mercado de trabajo de la zona del euro, que se iniciaron a comienzos del 2005, continuaron en el segundo trimestre del 2007, en el que la tasa de paro se situó en el 7%, frente al 7,2% registrado en el primer trimestre. El número de parados se redujo en el segundo trimestre en una media mensual de 91.000 personas, cifra que se sitúa muy por debajo de la media mensual de 191.000 registrada en el primer trimestre, pero que se mantiene bastante en consonancia con la media mensual del 2006.

EMPLEO

En comparación con la evolución del mercado de trabajo en años anteriores, el empleo ha registrado recientemente, un crecimiento más intenso y más generalizado que en el pasado, tanto en lo que se refiere a los tramos de edad como al género y al de cualificación. Esta evolución positiva del empleo ha venido determinada por una notable expansión del empleo indefinido y a tiempo completo, de lo que se

Gráfico 26 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

deduce que las empresas tienen más confianza respecto a sus perspectivas a medio plazo. Los últimos datos disponibles sobre empleo corroboran estas favorables perspectivas. La segunda estimación de Eurostat confirmó que el empleo en la zona del euro creció un 0,4% en el primer trimestre del 2007, en comparación con un 0,3% en el trimestre anterior. El detalle por sectores del empleo total, que está disponible junto con la segunda estimación de las cuentas nacionales, confirma que el empleo ha registrado un sólido crecimiento en los servicios y la construcción.

El crecimiento interanual de la productividad del trabajo en la zona del euro ha aumentado gradualmente desde el 2005, como consecuencia, en gran medida, de una recuperación cíclica en la industria (excluida la construcción). Sin embargo, en los servicios, el crecimiento de la productividad del trabajo no se ha mantenido al mismo ritmo y no ha alcanzado la media histórica (calculada desde 1980) hasta finales del 2006. La tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo fue del 1,7% en el primer trimestre del 2007, cifra ligeramente inferior a la registrada en el trimestre anterior (1,8%). Este moderado descenso es coherente con el comportamiento de la actividad global y sustenta, en cierta medida, la opinión de que el reciente repunte de la productividad del trabajo se debe, en parte, a factores cíclicos. El indicador de productividad sintético del índice de directores de compras se recuperó ligeramente en junio, tras varias caídas consecutivas en los seis meses anteriores, y se mantiene por encima del nivel de 50, lo que apunta a un crecimiento positivo de la productividad del trabajo en el segundo trimestre.

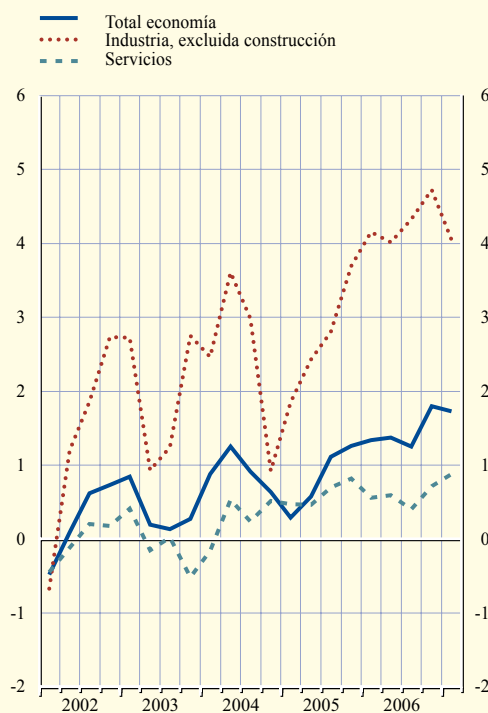
Según las encuestas de la Comisión Europea y el índice de directores de compras, las expectativas de empleo, que han mantenido una tendencia ascendente desde mediados del 2005, siguieron siendo favorables tanto en las manufacturas como en los servicios en julio.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los indicadores más recientes sobre la evolución de la actividad en la zona del euro sugieren que la expansión observada en los últimos trimestres está firmemente asentada en las condiciones de la demanda, tanto interna como externa. Aunque los datos disponibles sobre producción industrial correspondientes al segundo trimestre indican que se ha producido una ligera desaceleración del crecimiento con respecto a las elevadas tasas observadas con anterioridad, el clima en la industria continúa siendo optimista, como lo demuestran las encuestas de opinión. También en el sector servicios, los datos de las encuestas siguen apuntando a una evolución positiva. Por lo que respecta al mercado de trabajo, el crecimiento del empleo en la zona del euro ha sido sólido y sostenido, especialmente en el sector de servi-

Gráfico 27 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

cios financieros y empresariales, y las expectativas de que se produzcan nuevos aumentos siguen siendo altas. Se estima que los riesgos que rodean a estas perspectivas básicamente favorables están, en general, equilibrados en el corto plazo, pero se inclinan a la baja en un horizonte de medio a largo plazo. Estos riesgos tienen su origen, principalmente, en factores externos, en particular en la posibilidad de que se produzcan cambios súbitos en el clima de los mercados financieros internacionales que den lugar a una revalorización de los riesgos, en nuevos incrementos de los precios del petróleo, en la preocupación por las posibles alteraciones derivadas de los desequilibrios mundiales y en el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En términos efectivos, el euro se ha depreciado en torno a medio punto porcentual en los tres últimos meses. Esta depreciación tiene, en parte, su origen en movimientos compensatorios de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a varias monedas.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 1 de agosto de 2007, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 24 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba en torno a medio punto porcentual por debajo del nivel registrado a finales de abril y un 3,5% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 28). La ligera depreciación del tipo de cambio efectivo nominal tuvo, en parte, su origen en movimientos compensatorios de los tipos de cambio bilaterales, ya que el euro se apreció principalmente frente a la corona sueca y las monedas de algunos de los nuevos Estados miembros de la UE y se depreció frente a la libra esterlina y la corona noruega y, en mayor medida, frente al dólar canadiense y al dólar australiano.

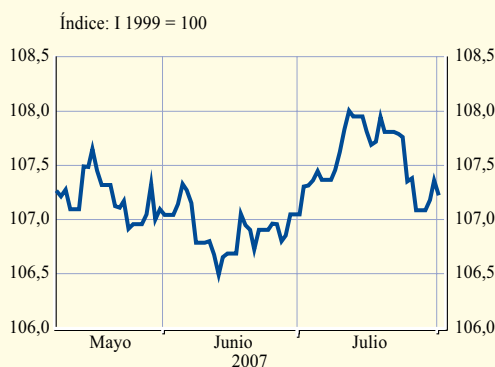
DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras experimentar considerables fluctuaciones, el 1 de agosto de 2007, el tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense se situaba en un nivel próximo al registrado a finales de abril. Desde comienzos de mayo, en los movimientos del tipo de cambio había influido, principalmente, el cambio de percepción de los mercados respecto a las perspectivas cíclicas relativas de las dos áreas económicas y a la evolución del mercado de crédito estadounidense.

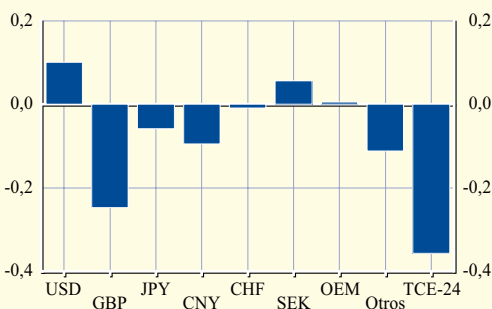
Si bien el euro se debilitó en el transcurso de mayo y en la primera quincena de junio, a medida que los datos económicos indujeron a los participantes en los mercados a revisar al alza su evaluación de las perspectivas de crecimiento económico de Estados Unidos, la publicación de datos heterogéneos sobre la inflación y el crecimiento en este país en la segunda mitad de junio dio lugar a un nuevo cambio en la actitud de los participantes en los mercados que favoreció al euro. El fortalecimiento de la moneda única cobró impulso en julio, en un clima de tensiones en el segmento del mercado hipotecario estadounidense de peor calificación crediticia, que se transmitieron al mercado de renta fija privada e intensificaron la percepción de riesgo en todos los valores de renta variable. Al igual que en meses anteriores, los cambios en las percepciones respecto a las diferencias cíclicas entre las dos áreas económicas se

Gráfico 28 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 30 de abril al 1 de agosto de 2007
(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-24 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-24 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando las correspondientes ponderaciones por el comercio.

han reflejado en movimientos de los diferenciales de tipos de interés entre Estados Unidos y la zona del euro. No obstante, la evolución de los diferenciales reflejó también un fenómeno de «huída hacia la calidad», que afectó a la deuda pública tras las turbulencias experimentadas en el mercado de crédito estadounidense.

Pese a los cambios frecuentes en la actitud de los mercados durante el período considerado, la evolución de los precios de los derivados de divisas revelaba las expectativas de que la volatilidad implícita se mantuviera estable a corto plazo. En lo referente al tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense, la volatilidad implícita siguió reduciéndose hasta situarse por debajo del 5% a mediados de junio y estabilizándose, a partir de entonces, en torno al 5,5%. Durante el período considerado, los precios de los derivados de divisas fueron coherentes con las expectativas de los mercados respecto a una ligera apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar en el corto plazo. El 1 de agosto, el euro cotizaba a 1,37 dólares, es decir, algo menos de medio punto porcentual por encima del nivel de finales de abril y alrededor de un 9% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 29).

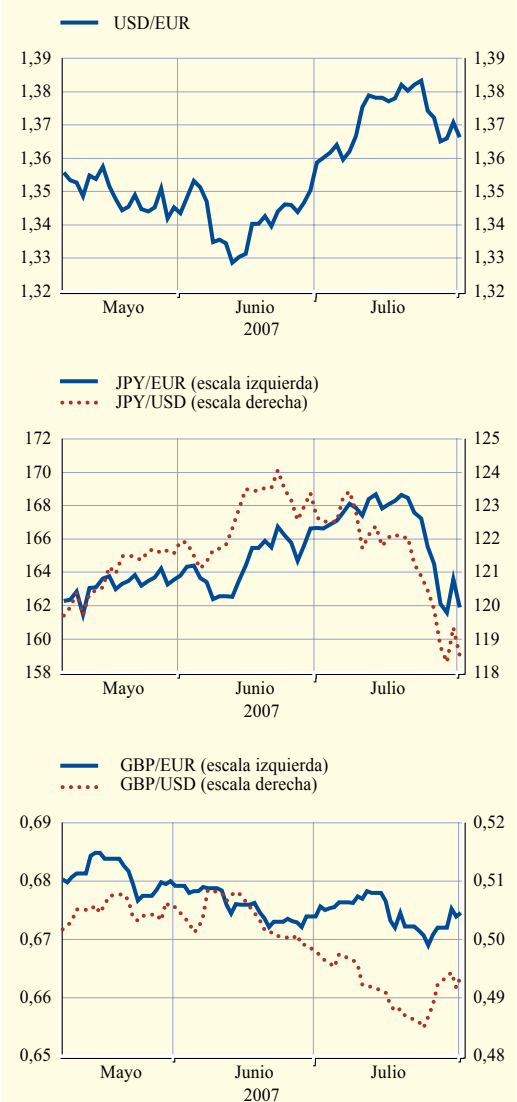
YEN JAPONÉS /EURO

A principios de agosto del 2007, el tipo de cambio del euro frente al yen japonés se situó en torno a medio punto porcentual por debajo del nivel registrado a finales de abril. Sin embargo, la moneda única se había apreciado durante una gran parte del período considerado, registrando un máximo histórico de 168,68 yenes por euro el 13 de julio para retornar, posteriormente, a niveles ligeramente inferiores a los observados hacia finales de abril.

Los participantes en el mercado atribuyeron el fortalecimiento del euro frente al yen principalmente a la favorable actitud de los mercados respecto al riesgo, lo cual, unido a un clima en el que la percepción del riesgo es sumamente baja en términos históricos, ha contribuido al desarrollo de una considerable actividad de carry trade, en la que con frecuencia se utiliza el yen japonés como instrumento de financiación. La apreciación que registró el yen hacia finales de junio tanto frente al euro como frente al dólar estadounidense podría ser consecuencia de un cambio en la actitud de los participantes en los mercados respecto al riesgo, en un contexto de tensiones en los mercados de crédito mundiales, que tuvieron su origen en el segmento del mercado hipotecario estadounidense de peor calificación crediticia.

Gráfico 29 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Tras un moderado incremento en junio y en la primera quincena de julio, la volatilidad implícita del yen japonés frente al euro se redujo de nuevo en la segunda mitad de ese mes, manteniéndose en general muy por debajo del máximo observado en marzo. Desde comienzos del 2007, la evolución de los precios de las opciones de divisas viene señalando, de forma continua, la expectativa de un cierto fortalecimiento de la moneda japonesa frente al euro en el corto plazo, expectativa que ha tendido a aumentar a lo largo de julio. El 1 de agosto, el euro cotizaba a 161,9 yenes, es decir, aproximadamente medio punto porcentual por debajo del nivel de finales de abril y alrededor de un 11% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 29).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Desde finales de abril del 2007, las monedas que participan en el MTC II —con la excepción de la corona eslovaca y el lats letón— se han mantenido estables y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a sus respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 30). Tras depreciarse en mayo y en la primera quincena de junio, la corona eslovaca repuntó en julio, alcanzando casi los máximos observados en marzo. No obstante, hacia finales del mes, la moneda eslovaca comenzó a perder impulso, cotizando, el 1 de agosto, un 5,5% por encima de la paridad central. Durante el mismo período, el lats letón se mantuvo en general estable y, el 1 de agosto, cotizaba casi un 1% por encima de su paridad central en el MTC II.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, entre finales de abril y el 1 de agosto de 2007, el euro se depreció un 1,2% frente a la libra esterlina y un 4,7% frente al leu rumano, y se apreció un 1,2% frente a la corona sueca.

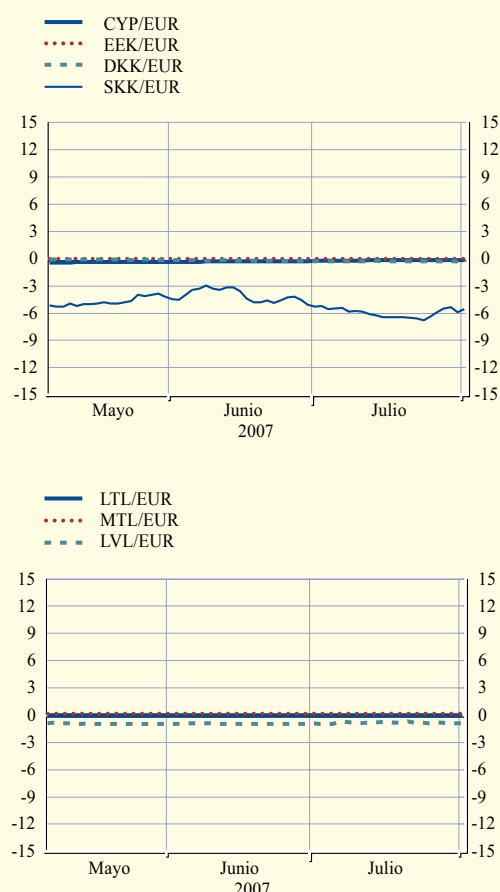
El 10 de julio, el Consejo de la UE adoptó una decisión por la que se autoriza a Chipre y a Malta a incorporarse a la zona del euro y a adoptar el euro como moneda a partir del 1 de enero de 2008. Al mismo tiempo, el Consejo de la UE decidió mantener las paridades centrales de la libra chipriota y de la lira maltesa frente al euro (0,585274 libras chipriotas y 0,429300 liras maltesas) como tipos de cambio de conversión (véase recuadro 6).

OTRAS MONEDAS

En los tres últimos meses el euro se ha mantenido estable frente al franco suizo. Sin embargo, se ha depreciado alrededor de un 4% frente al dólar canadiense, un 2,3% frente al dólar australiano y un 1,6% frente a la corona noruega.

Gráfico 30 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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



Fuente: BCE.

Notas: Una desviación positiva (negativa) de la paridad central frente al euro implica que la moneda se sitúa en la parte baja (alta) 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 $\pm 15\%$.

INTRODUCCIÓN DEL EURO EN CHIPRE Y MALTA EL 1 DE ENERO DE 2008

A solicitud de las autoridades nacionales de Chipre y Malta para que se examinaran los progresos alcanzados respecto al cumplimiento de las disposiciones del Tratado de Maastricht (apartado 2) del artículo 122) para la adopción del euro, tanto el BCE como la Comisión Europea elaboraron los Informes de Convergencia preceptivos. Dichos informes, en los que se analiza la consecución de un alto grado de convergencia sostenible, se publicaron el 16 de mayo de 2007. Basándose en los resultados del examen, se consideró que tanto Chipre como Malta han cumplido las condiciones necesarias para la adopción de la moneda única. Por lo tanto, el 10 de julio de 2007, el Consejo de la UE adoptó una decisión por la que se autoriza a estos dos países a adoptar el euro como moneda a partir del 1 de enero de 2008.

El Consejo de la UE adoptó también un reglamento, en virtud del cual se fijan los tipos de conversión irrevocables de la libra chipriota y la lira maltesa frente al euro (0,585274 CYP y 0,429300 MTL por euro). Ambos tipos de conversión corresponden a las respectivas paridades centrales acordadas el 2 de mayo de 2005, fecha en que las monedas de Chipre y Malta se incorporaron al Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTC II). Desde entonces, ninguno de estos dos países ha modificado la paridad central de sus monedas frente al euro, y, por consiguiente, los respectivos tipos de cambio se han mantenido en valores iguales o próximos a la paridad central. El BCE respaldó la elección de las paridades centrales vigentes como tipo de conversión tras la adopción del euro. Una vez fijados los tipos de conversión, el BCE, junto con los bancos centrales nacionales de Chipre y Malta, realizará un seguimiento de la evolución de estas dos monedas frente al euro en los mercados de divisas en el contexto del acuerdo correspondiente al MTC II hasta finales del 2007.

Tras la introducción del euro por parte de Chipre y Malta el 1 de enero de 2008, la zona del euro quedará integrada por 15 Estados miembros. Chipre y Malta podrán compartir las ventajas de la moneda única, que elimina la incertidumbre cambiaria dentro de la Unión Económica y Monetaria y ofrece un marco de política monetaria creíble para mantener la estabilidad de precios en un entorno de tipos de interés a largo plazo reducidos, plena transparencia de precios y costes, menores costes de transacción e información y mayor capacidad de resistencia frente a las perturbaciones económicas y financieras. Para garantizar el pleno aprovechamiento de las ventajas que conlleva la adopción del euro, el Consejo de la UE ha alentado a Chipre y a Malta a que perseveren en la aplicación de políticas económicas apropiadas, especialmente en materia de rigor presupuestario y reforma estructural y a que mantengan la competitividad de sus respectivas economías.

Concretamente, en el caso de Chipre será importante mantener una trayectoria de saneamiento de las finanzas públicas sostenible y creíble, basada en medidas estructurales, y mejorar los resultados presupuestarios reduciendo sensiblemente la elevada ratio de deuda. También será importante, en particular en el sector público, mantener una evolución moderada de los salarios, teniendo en cuenta el aumento de la productividad del trabajo, las condiciones del mercado laboral y la situación en los países competidores. Además, será esencial continuar con las reformas estructurales de los mercados de productos y de trabajo. Por ejemplo, deberán transformarse completamente los mecanismos de indexación de los salarios y algunas prestaciones sociales (las prestaciones en concepto de coste de la vida), a fin de reducir los riesgos asociados a la inercia de la inflación. Estas reformas estructurales no sólo aumentarán la capacidad de resistencia de la economía frente a las perturbaciones, sino que, además, crearán las condiciones óptimas para una expansión económica sostenible y un crecimiento

del empleo. Por último, cabe señalar que una eventual reunificación de Chipre traería consigo algunos problemas estructurales y presupuestarios que dependerían de los acuerdos económicos y fiscales concretos que se adoptasen en su caso.

Por lo que respecta a Malta, será importante mantener una trayectoria de saneamiento de las finanzas públicas sostenible y creíble y mejorar los resultados presupuestarios reduciendo de forma tangible la elevada ratio de deuda. También será importante, tanto en el sector público como en el sector privado, mantener una evolución moderada de los salarios, teniendo en cuenta el aumento de la productividad del trabajo, las condiciones del mercado laboral y la situación en los países competidores. Asimismo, habrá que centrar la atención en superar las limitaciones estructurales que afectan al crecimiento económico y a la creación de empleo, especialmente estimulando la tasa de actividad. El aumento de la competencia en los mercados de productos y la mejora del funcionamiento del mercado de trabajo son elementos esenciales a este respecto. Estas medidas contribuirán también a flexibilizar dichos mercados, facilitando, por ende, el ajuste ante eventuales perturbaciones que puedan afectar al país o a ramas de actividad concretas. Dado el grado de especialización relativamente elevado de la economía, la capacidad para absorber esas perturbaciones reviste particular importancia. Con estas medidas se contribuirá a crear un entorno propicio para la estabilidad de precios y, al mismo tiempo, se estimularán la competitividad y el crecimiento del empleo.

5.2 BALANZA DE PAGOS

En el periodo de tres meses transcurrido hasta mayo de 2007, se redujeron las tasas de crecimiento tanto de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro, como de las importaciones procedentes de esos países. No obstante, el superávit de la balanza de pagos acumulado de doce meses siguió aumentando, lo que contribuyó a equilibrar, prácticamente, la balanza por cuenta corriente en mayo del 2007, a diferencia del déficit registrado un año antes. La caída del déficit acumulado de la balanza de rentas durante el mismo periodo también contribuyó a esta evolución. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por importe de 177,3 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta mayo del 2007, frente a las salidas netas de 3,7 mm de euros contabilizadas el año anterior. Este cambio de dirección de los flujos de capital se debió, principalmente, a un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera.

COMERCIO EXTERIOR Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En los tres meses transcurridos hasta mayo del 2007, las tasas de crecimiento tanto de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro como de las importaciones procedentes de esos países experimentaron una caída. Las exportaciones nominales de bienes y servicios aumentaron en este periodo un 0,4%, frente a la expansión del 1,7% registrada en los tres meses transcurridos hasta febrero. Al mismo tiempo, las importaciones nominales de bienes y servicios sufrieron durante ese periodo una contracción del 0,7%, tras haber crecido a una tasa del 2,2% (véase cuadro 8). La desaceleración del crecimiento de las exportaciones fue visible tanto en la balanza de bienes como en la de servicios, mientras que la contracción de las importaciones totales se debió a una caída de las importaciones de bienes (-1.5%). Las importaciones de servicios crecieron a una tasa del 2,2%, frente al 0,7% registrado en los tres meses transcurridos hasta febrero del periodo anterior.

La desagregación del comercio de bienes con los países no pertenecientes a la zona del euro por volúmenes y precios, también disponible hasta mayo del 2007, indica que la desaceleración del crecimiento

de las exportaciones de bienes en términos nominales es atribuible a una reducción del crecimiento de las exportaciones en términos reales. Tras un breve período de sólido crecimiento a finales del 2006, las exportaciones reales experimentaron un acusado debilitamiento a principios de este año y registraron un crecimiento nulo en el período de tres meses transcurrido hasta mayo del 2007. Si bien la desaceleración de las exportaciones reales de bienes podría tener, en parte, su origen en efectos estadísticos (el cambio de signo experimentado tras el crecimiento excepcionalmente sólido de las exportaciones en los meses anteriores), es posible que también haya contribuido a ello el ligero debilitamiento de la demanda exterior, que sigue siendo vigorosa. Al mismo tiempo, los precios de las exportaciones de bienes continuaron aumentando en torno a un 0,8% en los tres meses transcurridos hasta mayo del 2007 con respecto al anterior período de tres meses.

Por lo que se refiere a las importaciones, la desagregación por volúmenes y precios parece indicar que la contracción de las importaciones nominales es, principalmente, resultado de una caída de las importaciones reales, que se redujeron un 1,7% en los tres meses transcurridos hasta mayo del 2007. Al mismo tiempo, se observaron aumentos moderados de los precios de las importaciones de bienes (0,2% durante el mismo período), a pesar del repunte de los precios mundiales del petróleo, de lo que se deduce que la apreciación del euro podría, hasta ahora, haber compensado, en gran medida, este efecto.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2007		Media móvil de tres meses período que finalizó en				Acumulado de 12 meses período que finalizó en	
	Abr	May	2006 Ago	2006 Nov	2007 Feb	2007 May	2006 May	2007 May
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-1,6	-8,6	-1,1	1,1	1,6	-1,4	-28,1	0,8
Bienes	4,7	3,5	0,6	5,4	3,8	5,5	21,8	45,9
Exportaciones	122,6	121,1	114,7	120,9	122,3	122,3	1.292,4	1.440,4
Importaciones	117,9	117,7	114,0	115,5	118,5	116,8	1.270,6	1.394,4
Servicios	3,2	2,2	2,9	2,3	3,3	3,3	37,4	35,6
Exportaciones	37,7	37,7	35,8	36,0	37,3	38,0	418,0	441,0
Importaciones	34,5	35,6	32,9	33,7	33,9	34,7	380,6	405,4
Rentas	-0,8	-9,6	1,1	0,5	-0,2	-3,4	-16,2	-5,8
Transferencias corrientes	-8,8	-4,6	-5,7	-7,1	-5,3	-6,8	-71,1	-74,9
Cuenta financiera¹⁾	17,7	0,7	4,4	11,1	-2,6	-8,6	110,5	13,0
Total inversiones directas y de cartera netas	-8,9	-4,0	6,2	26,4	10,8	15,6	-3,7	177,3
Inversiones directas netas	-24,5	-11,3	-10,7	-16,9	-18,3	-13,9	-194,3	-179,2
Inversiones de cartera netas	15,6	7,3	16,9	43,3	29,1	29,5	190,6	356,4
Acciones y participaciones	-10,8	10,3	25,0	15,5	24,0	13,0	181,4	232,6
Valores distintos de acciones	26,4	-3,0	-8,1	27,8	5,1	16,5	9,3	123,8
Bonos y obligaciones	13,3	-9,7	1,9	24,4	17,4	16,1	9,6	179,4
Instrumentos del mercado monetario	13,1	6,7	-10,0	3,3	-12,3	0,4	-0,4	-55,6
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-0,7	-0,9	1,6	4,3	1,7	0,4	11,9	10,0
Importaciones	2,5	0,5	2,2	1,6	2,2	-0,7	16,3	9,0
Bienes								
Exportaciones	-0,4	-1,2	1,8	5,4	1,2	-0,0	12,2	11,5
Importaciones	2,7	-0,2	2,3	1,3	2,6	-1,5	18,0	9,7
Servicios								
Exportaciones	-1,8	0,0	1,2	0,7	3,5	1,9	11,1	5,5
Importaciones	2,0	3,0	2,0	2,5	0,7	2,2	11,0	6,5

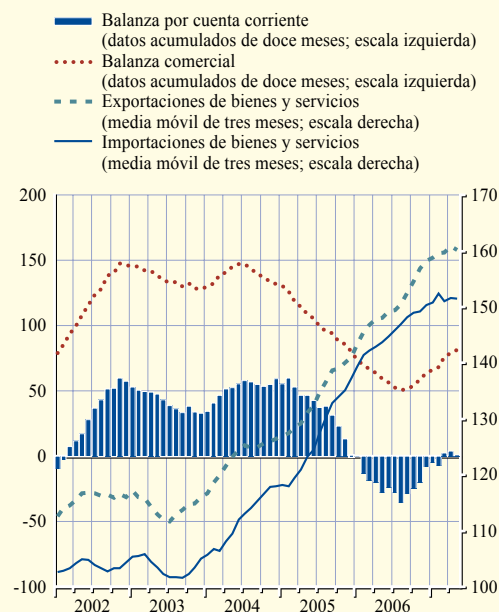
Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

Gráfico 31 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

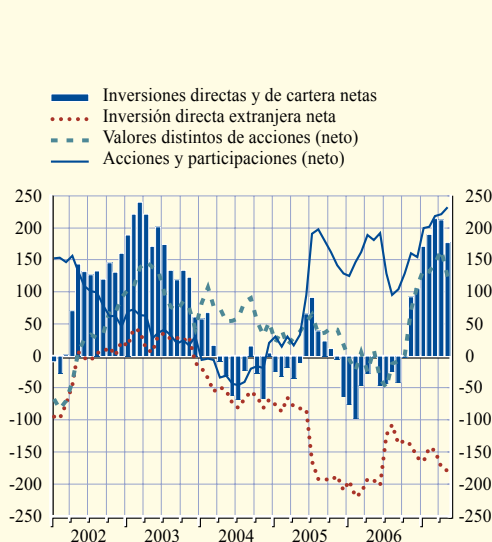
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 32 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta mayo de 2007 registró un superávit de 0,8 mm de euros, frente al déficit de 28,1 mm de euros contabilizado un año antes (véase gráfico 31). El cambio de signo, desde un déficit a una situación próxima al equilibrio, se debió fundamentalmente a un incremento del superávit de la balanza de bienes (de 24,1 mm de euros) y, en menor medida, a una reducción (de 10,4 mm de euros) del déficit de la balanza de rentas. El incremento del superávit de la balanza de bienes refleja, en parte, la contención del déficit acumulado del comercio de petróleo (disponible hasta abril del 2007).

En lo que respecta a la reducción general del déficit de la balanza de rentas, hay que destacar que se produjo a pesar del hecho de que, en mayo del 2007, la zona del euro registró, en la balanza de rentas, el déficit mensual más abultado de su historia, debido a una distribución de dividendos, excepcionalmente alta, realizada por las empresas de la zona en ese mes.

CUENTA FINANCIERA

En la cuenta financiera de la zona del euro, el agregado de inversiones directas y de cartera registró fuertes entradas netas acumuladas por importe de 177,3 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta mayo del 2007, en comparación con las salidas netas de 3,7 mm de euros contabilizadas un año antes. Este cambio de signo se debió, principalmente, a un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera, sobre todo, de valores de renta fija a largo plazo y, en menor medida, de acciones y participaciones (véase gráfico 32).

El incremento de las entradas netas de bonos y obligaciones correspondió, casi en su totalidad, al aumento de las compras netas de este tipo de valores de la zona del euro realizadas por no residentes, que ascendieron a unos 507 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta mayo del 2007, frente a 286 mm de

euros un año antes. Este cambio podría indicar una posible reestructuración de las carteras mundiales con un desplazamiento hacia los instrumentos de renta fija en un contexto de subida de los tipos de interés a escala mundial.

La zona del euro siguió registrando fuertes entradas netas de valores de renta variable, en consonancia con la evolución de los diferenciales de rendimiento de este tipo de renta entre la zona del euro y Estados Unidos. El continuo incremento de las entradas netas de valores de renta variable, acumuladas de doce meses —que se inició a principios del 2006— estuvo determinado, principalmente, por el descenso de las compras netas de acciones y participaciones extranjeras por parte de los residentes en la zona del euro.

En cuanto al aumento de las salidas netas de inversión directa extranjera (IDE), la evolución reciente refleja, en gran medida, un incremento de la IDE de las empresas de la zona del euro en el exterior, principalmente en forma de acciones y otras participaciones y beneficios reinvertidos. Ello podría indicar que se está produciendo una mayor expansión de las actividades de las empresas de la zona en otros países, respaldada por la constante mejora del clima de inversión observada en los últimos años.

ARTÍCULOS

AJUSTE DE LOS DESEQUILIBRIOS MUNDIALES EN UN CONTEXTO DE INTEGRACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL



La economía mundial continúa caracterizándose por elevados déficit y superávit de la balanza por cuenta corriente en varias economías importantes, como pone de manifiesto la dirección de los flujos internacionales de capital. Estos desequilibrios mundiales han suscitado un intenso y controvertido debate acerca de sus causas subyacentes y de la forma de corregirlos. Se trata de una cuestión de relevancia, ya que una corrección desordenada podría entrañar riesgos para la economía mundial y la estabilidad del sistema financiero internacional. En este artículo se presenta una definición de desequilibrios mundiales y diversas variables proxy para medir su complejidad, con el fin contribuir a comprender su trascendencia y su evolución. Al analizar las causas de este fenómeno, el artículo distingue entre factores estructurales, que corresponden a tendencias a largo plazo y reflejan características estructurales subyacentes de la economía mundial, y factores cíclicos, que son aquellos que pueden corregirse con relativa rapidez. Entre los factores estructurales se encuentran la influencia de la globalización incompleta de los mercados financieros, las imperfecciones financieras, la creciente integración comercial de los países asiáticos emergentes, en los que las tasas de ahorro tienden a ser estructuralmente elevadas, y el efecto de la suavización de los ciclos económicos. Entre los factores cíclicos se incluyen la dinámica del ahorro de los hogares, el papel de los precios de los activos financieros y de la vivienda, el impacto de los diferenciales de crecimiento entre países, y el efecto del ahorro público y de los precios del petróleo. Aunque cualquier clasificación de este tipo está sujeta a reservas, ya que todos los factores económicos pueden tener una dimensión tanto cíclica como estructural, y la primera puede estar muy influenciada por la combinación de políticas económicas, esta distinción resulta útil para comprender la evolución probable de los desequilibrios mundiales en el tiempo. Para mantener la atención centrada en las cuestiones mencionadas, algunos aspectos de los desequilibrios mundiales, como sus consecuencias sobre la creación de liquidez a escala internacional y sobre los tipos de interés a largo plazo, no se consideran aquí directamente. El artículo finaliza con un análisis de las implicaciones de estos desequilibrios para la política económica. Es evidente que la evolución reciente no apunta a un deterioro de los desequilibrios mundiales, debido, en particular, al patrón actual de reajuste del crecimiento en los distintos países. Aunque el riesgo de un ajuste desordenado es relativamente moderado en la actualidad, no puede obviarse. Por consiguiente, una respuesta adecuada de política económica sigue siendo esencial para asegurar un ajuste sin problemas a medio plazo, como indican los comunicados de prensa del G-7 y la reciente consulta multilateral del FMI sobre este tema.

I INTRODUCCIÓN

La existencia de importantes desequilibrios en los saldos de la balanza por cuenta corriente de los países que también tienen consecuencias para la economía mundial no es un fenómeno nuevo, sino que se ha materializado periódicamente en los últimos siglos. Se detectaron, por ejemplo, a finales del siglo XIX, durante la época del patrón oro, entre el Reino Unido y sus colonias. Más recientemente, en la década de los ochenta, Estados Unidos registró un elevado déficit por cuenta corriente que desde entonces ha experimentado variaciones significativas, y en los últimos años se ha incrementado hasta alcanzar niveles sin precedentes. En los años ochenta y noventa, varios mercados emergentes tomaron prestadas grandes cantidades de fondos de las economías avanzadas, antes de verse afectados por graves crisis financie-

ras (Latinoamérica en la década de los ochenta y en 1994, Asia en 1997 y Rusia en 1998). Estas crisis también se caracterizaron por unos efectos de contagio notables entre países y, en ocasiones, entre regiones, lo que puso de manifiesto la importancia de los riesgos sistémicos en una economía globalizada.

El problema de los desequilibrios mundiales ha vuelto a surgir en la presente década. No obstante, más que un mero incremento de la magnitud de los saldos en cuenta corriente mundiales, en esta ocasión es especialmente reseñable la concentración del déficit en un solo país, Estados Unidos, que actualmente está absorbiendo aproximadamente el 75% del saldo neto por cuenta corriente consolidado de las regiones con superávit (véase gráfico 1). Otra peculiaridad de la actual distribución internacional de los flujos de financiación es

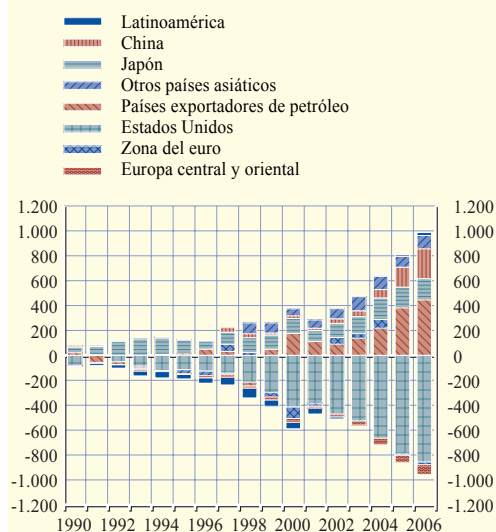
el hecho de que las contrapartidas del déficit estadounidense son, en su mayor parte, economías no industrializadas, principalmente de Asia Oriental, y los países exportadores de petróleo. En el año 2006, China registró un superávit por cuenta corriente equivalente al 9,1% del PIB, mientras que otras economías asiáticas emergentes alcanzaron un superávit agregado del 3,4%, y los países exportadores de petróleo de casi el 15%. Esto es algo paradójico desde la perspectiva de la teoría macroeconómica, ya que significa que los mercados emergentes han pasado a convertirse de manera creciente en prestamistas netos y las economías industrializadas avanzadas, en prestatarios netos. Sin embargo, en los últimos años, la cuenta corriente de la zona del euro ha sido equilibrada, en líneas generales.

Los desequilibrios mundiales que surgieron durante la pasada década constituyen un reto para la comunidad internacional, por dos motivos principales. Primero porque conllevan el riesgo de que se produzca un ajuste desordenado que podría afectar negativamente a la prosperidad de la economía mundial y a la estabilidad del sistema financiero internacional y, segundo, porque en cierta medida son consecuencia de distorsiones en la asignación del capital a escala mundial. Estas distorsiones han quedado reflejadas, en particular, en importantes intervenciones en los mercados de divisas (en Asia Oriental y en varios países exportadores de petróleo) y en un desarrollo incompleto de los mercados financieros en muchas economías emergentes, así como en una considerable regulación de los mercados de trabajo y de producto (en varias economías avanzadas). Incluso si el riesgo de un ajuste desordenado no se materializara, estas distorsiones representan una pérdida de bienestar para la economía mundial. Por consiguiente, este artículo tiene por objeto analizar los factores causantes de los actuales desequilibrios mundiales, describir posibles mecanismos de ajuste y considerar la respuesta adecuada de política económica.

En la sección 2 se presenta una definición de desequilibrios mundiales y algunos indicadores que miden la evolución de estos desequilibrios en el tiempo. En la sección 3 se analizan los principales

Gráfico I Saldos por cuenta corriente de algunos países y regiones

(mm de dólares estadounidenses)



Fuente: FMI, Perspectivas de la economía mundial.

factores cíclicos y estructurales que han dado lugar a estos desequilibrios, y en la sección 4 se analizan las medidas de política económica y los posibles mecanismos de ajuste, mientras que en la sección 5 se recogen las conclusiones.

2 DEFINICIÓN Y MEDICIÓN

DEFINICIÓN DE DESEQUILIBRIOS MUNDIALES

Aunque con frecuencia se hace alusión al concepto de desequilibrios mundiales, rara vez se define, por lo que puede ser de utilidad definirlo como «posiciones frente al exterior de economías importantes desde el punto de vista sistémico que reflejan distorsiones o entrañan riesgos para la economía mundial». Esta definición, que es más amplia que la que limita los desequilibrios mundiales a la magnitud del déficit de Estados Unidos, pone de manifiesto tres aspectos clave de estos desequilibrios.

En primer lugar, definir los desequilibrios mundiales como un conjunto de posiciones frente al exterior pone de manifiesto que no son únicamente

te un fenómeno real relacionado con los saldos por cuenta corriente en términos de flujos, sino que pueden tener también una dimensión financiera en términos de la estructura de las posiciones financieras. Los desequilibrios mundiales no se limitan a conceptos asociados a flujos como las cuentas corriente y financiera de la balanza de pagos, sino que también guardan relación con conceptos vinculados a saldos como la posición de inversión internacional. Por ejemplo, la composición de los activos y pasivos exteriores, en términos de detalle por monedas, liquidez y riesgo, ha demostrado ser especialmente relevante en anteriores ajustes de la cuenta corriente¹. Otro aspecto de esta definición es que no se sustenta en un umbral determinado por encima del cual se considera que los saldos por cuenta corriente constituyen un desequilibrio, lo que puede variar de un país a otro y en el tiempo².

En segundo lugar, centrar la atención en todas las economías importantes desde el punto de vista sistémico pone en evidencia la naturaleza global de esta cuestión, ya que si sólo se analiza Estados Unidos se pasaría por alto el papel de los países que registran superávit por cuenta corriente, dado que la acumulación de ahorro, en términos netos, en Asia y en los países exportadores de petróleo, por ejemplo, es uno de los factores clave de los citados desequilibrios. En la práctica resulta difícil definir qué países son sistémicamente relevantes: algunas de las crisis financieras del pasado fueron desencadenadas por economías relativamente pequeñas, subrayando con ello que la evolución de estas economías también puede tener repercusiones sistémicas.

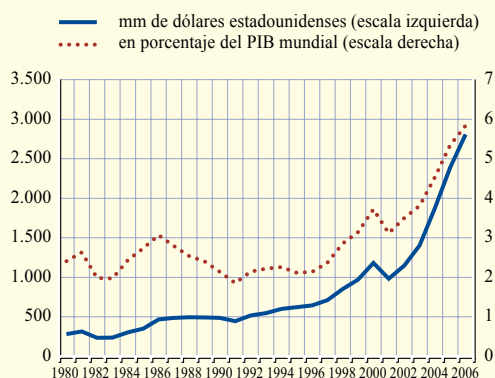
En tercer lugar, la definición sugiere una doble motivación para realizar un atento seguimiento de cuestiones relacionadas con los desequilibrios mundiales, concretamente, el hecho de que entrañan riesgos y reflejan distorsiones. Los principales riesgos son una evolución potencialmente adversa de los mercados financieros como consecuencia de una perturbación inesperada, pero también incluye otros, como el creciente proteccionismo, que podrían afectar negativamente a la economía mundial³. Sin embargo, los posibles riesgos asociados a importantes desequilibrios externos no constituyen

el único motivo para que la comunidad financiera internacional analice este problema. Otro aspecto clave que se ha de tomar en consideración al valorar la magnitud y la evolución de los desequilibrios mundiales es el número de distorsiones a las que están asociados. Ciertamente, la evidencia indica que los actuales flujos internacionales de capital no son únicamente el resultado de fuerzas de mercado, sino que diversas distorsiones influyen en la posiciones de financiación internacional. Estas distorsiones se caracterizan, en particular, por i) una flexibilidad insuficiente de los regímenes cambiarios, lo que conduce a intervenciones a gran escala en los mercados de divisas, ii) una liberalización incompleta de los mercados financieros en algunas economías emergentes, lo que obliga a que el ahorro abandone el país en busca de activos financieros líquidos y seguros⁴, y iii) una regulación excesiva de los mercados de producto y de trabajo, también en las economías avanzadas. Estas distorsiones afectan negativamente a la asignación de factores a escala internacional causando un impacto en los patrones de comercio y de producción y, por tanto, no son óptimos en términos de bienestar económico mundial. En consecuencia, la presencia de distorsiones que sostienen desequilibrios en la economía mundial es también un motivo de preocupación para los responsables de la política económica, incluso si los riesgos de corrección se mantuvieran contenidos.

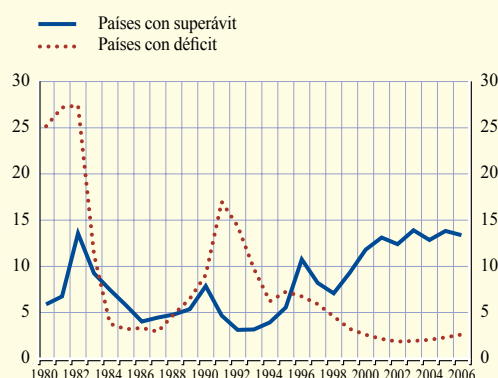
- 1 En el pasado, muchos mercados emergentes han experimentado crisis de balanza de pagos, pese a contabilizar déficit por cuenta corriente relativamente moderados. Estas crisis se produjeron por diversos motivos, como desajustes en la denominación por divisas de los activos exteriores (en moneda local) y los pasivos exteriores (en moneda extranjera), unos sectores financieros frágiles, unos tipos de cambio sobrevaluados y un endeudamiento público excesivo.
- 2 La teoría económica no requiere que todos los saldos por cuenta corriente estén equilibrados. Desde una perspectiva intertemporal, por ejemplo, es perfectamente racional que una economía con un crecimiento rápido tome prestados fondos temporalmente con cargo a la renta futura. No obstante, en la práctica resulta difícil calcular un umbral por encima del cual un déficit determinado se considera insostenible.
- 3 El coste económico de una reacción proteccionista ciertamente podría ser considerable, como se sugiere, por ejemplo, en Faruqee H., D. Laxton, D. Muir y P. Pesenti, (2006), «Would protectionism defuse global imbalances and spur economic activity? A scenario analysis», *Staff Reports, Federal Reserve Bank of New York*, n.º 268, diciembre.
- 4 En relación con esta cuestión, las entradas de inversiones de cartera en mercados emergentes también tienden a ser moderadas por restricciones en la cuenta de capital.

Gráfico 2 Indicadores de desequilibrios de la cuenta corriente

a) Suma de los valores absolutos de los saldos por cuenta corriente a escala mundial



b) Índice de dispersión



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de las Perspectivas de la economía mundial, FMI.
Nota: La dispersión en el gráfico 2b se mide como:

$$S^{superávit} = 1 / \sum_{\forall i, s.t. CA_i > 0} (\overline{CA}_i / \sum \overline{CA}_i)^2, \text{ y } S^{déficit} = 1 / \sum_{\forall i, s.t. CA_i < 0} (\overline{CA}_i / \sum \overline{CA}_i)^2.$$

donde CA_i es la cuenta corriente en términos nominales (USD) y \overline{CA}_i es su valor absoluto. Un incremento señala una dispersión mayor o una concentración menor.

MEDICIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS MUNDIALES

Existen varios indicadores estadísticos o variables *proxy* que pueden ser de utilidad para explicar la compleja naturaleza de los desequilibrios mundiales que guardan relación, en particular, con la magnitud y el grado de dispersión de los saldos por cuenta corriente, de las posiciones acreedoras netas frente al exterior, y con el nivel de las reservas internacionales. En primer lugar, la suma del valor absoluto de todos los saldos por cuenta corriente ha experimentado un incremento considerable en los últimos años (véase gráfico 2a). El hecho de que los países hayan estado registrando saldos más elevados en el tiempo (también en relación al PIB mundial) no necesariamente es un signo de un desequilibrio creciente, ya que simplemente podría significar que los países están aprovechando la globalización para comerciar más y aumentar la diversificación de sus carteras. No obstante, parece que esta evolución no afecta a todos los países por igual. En el gráfico 2b se presenta una medida estadística de la dispersión de los superávit y los déficit por cuenta corriente, donde un incremento implica un aumento de la dispersión. Estas medidas indican que, en los diez últimos años, se ha producido

una creciente concentración de los déficit mundiales, mientras que los superávit se han diversificado, de manera creciente, en distintos países. En lo que se refiere al déficit, el grado de concentración actual es muy similar al observado a mediados de la década de los ochenta. En cuanto al superávit, en 1985, tres países, Japón, Alemania y Países Bajos, acumulaban la mitad del superávit por cuenta corriente mundial. Veinte años después, entre las economías que registraban la mayor parte del superávit se encontraban Japón, China, Arabia Saudí y Rusia. Por tanto, mientras que todos los países con una situación de superávit hace veinte años eran industrializados, el número de países con superávit elevados se ha ampliado y actualmente incluye a una economía emergente de Asia Oriental y a dos países exportadores de petróleo. Esto significa también que la naturaleza de los desequilibrios mundiales es más compleja que hace veinte años, ya que éstos se observan ahora en países más heterogéneos⁵. Por último, un aspecto clave de la estructura actual de los saldos por cuenta corriente es su alto grado

5 En la consulta multilateral realizada por el FMI en el año 2006 participaron cinco países y regiones: China, zona del euro, Japón, Arabia Saudí y Estados Unidos.

de persistencia: los países que registran superávit tienden a mantenerlos en niveles elevados durante varios años, mientras que los que tienen déficit (Estados Unidos, en particular), suelen arrastrarlos durante períodos prolongados.

Además de los saldos por cuenta corriente existen otras variables que son de gran trascendencia. En particular, las posiciones internacionales de inversión, en contraposición a los saldos por cuenta corriente, apuntan a un alcance algo más reducido de los desequilibrios mundiales, principalmente por dos motivos. En primer lugar, la magnitud de las posiciones internacionales netas mundiales en términos absolutos ha disminuido ligeramente desde el 2002. En segundo lugar, la participación de Estados Unidos en los pasivos exteriores netos mundiales es mucho menor que su porcentaje del déficit por cuenta corriente: en la actualidad, Estados Unidos contabiliza el 75% del déficit por cuenta corriente mundial, pero sólo el 37% de los pasivos exteriores netos del mundo. La causa de esta diferencia tiene dos vertientes. Por un lado, las variaciones de los activos exteriores netos no son iguales a los saldos por cuenta corriente acumulados, debido a los diferenciales de rendimientos y a los efectos de valoración, y las diferencias en las tasas de rentabilidad han sido considerables para Estados Unidos en las últimas décadas⁶. Por otro, las condiciones de partida tienen importancia, ya que hace poco tiempo que los flujos de capital de algunos países se han convertido en salidas netas, aunque todavía registran pasivos exteriores netos. México, por ejemplo, sigue contabilizando considerables pasivos exteriores netos (el 45% del PIB en el 2005), debido a los déficits acumulados en esta cuenta en el pasado, aunque su saldo por cuenta corriente se situó próximo al equilibrio en el 2005.

Por último, otra variable fundamental es el nivel de las reservas internacionales, que se ha incrementado considerablemente en varias regiones del mundo, especialmente en Asia Oriental⁷. En China, las reservas internacionales ascendían a 1,2 billones de dólares estadounidenses a principios del 2007. Aunque la acumulación de activos internacionales de reserva no constituye una distorsión por sí misma (puede responder, en cierta medida,

a motivos de precaución, por ejemplo⁸), puede considerarse una medida indirecta de las distorsiones cuando se asocia, en su mayor parte, a intervenciones en los mercados de divisas.

En síntesis, los desequilibrios mundiales se han ampliado desde principios de la década de los noventa y se han acelerado desde comienzos de la presente década, aunque la magnitud de este incremento puede variar entre los distintos indicadores. Por otra parte, la evolución reciente no apunta a un deterioro de las posiciones de inversión internacional. Debido a que estos desequilibrios presentan múltiples dimensiones que van más allá de la mera dispersión de los saldos por cuenta corriente en el mundo, es necesario considerar conjuntamente los indicadores analizados en esta sección con el fin de valorar la trayectoria de los desequilibrios mundiales en el tiempo.

3 EL PAPEL DE LOS FACTORES CÍCLICOS Y ESTRUCTURALES

Con el fin de comprender las características de los desequilibrios mundiales y poder valorar su probable evolución y su grado de sostenibilidad en el tiempo, resulta de utilidad distinguir entre factores estructurales y factores cíclicos. Mientras que los factores estructurales corresponden a tendencias a largo plazo que muestran considerables inercias, los cíclicos están relacionados con factores a más corto plazo que pueden corregirse con bastante rapidez y, en particular, son aquellos que afectan a la asignación de la demanda mundial en el corto pla-

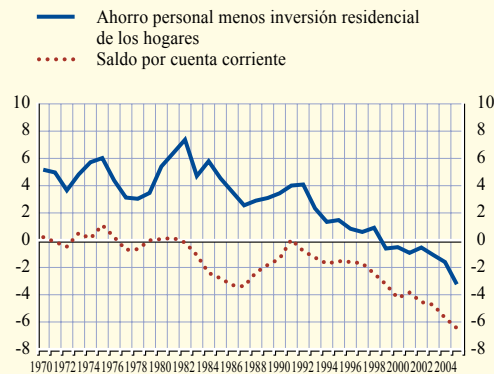
6 Véase Hausman y Sturzenegger, (2005) «US and global imbalances: can dark matter prevent a big bang?», Working Paper, Kennedy School of Government and Harvard University. Otra diferencia fundamental entre los saldos por cuenta corriente y los de los activos exteriores netos es que el error estadístico es (proporcionalmente) mucho mayor en el caso de los segundos.

7 Muchos países exportadores de petróleo no acumulan reservas exteriores pese a contabilizar elevados superávit por cuenta corriente. Esto se debe a que sus activos exteriores son gestionados por fondos patrimoniales y, por tanto, no figuran en los balances del banco central.

8 La acumulación de reservas corresponde, en parte, a un motivo de precaución, por ejemplo para cubrir un número suficiente de meses de importaciones, o deuda a corto plazo, para evitar una crisis de liquidez (véase Bussière M., y C. Mulder, «External vulnerability in emerging market economies: how high liquidity can offset weak fundamentals and the effects of contagion», Working Paper 1999/88 del FMI).

Gráfico 3 Ahorro neto de los hogares y saldo por cuenta corriente de Estados Unidos

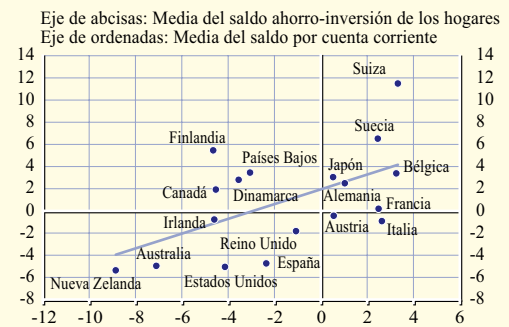
(en porcentaje del PIB)



Fuente: FMI, Perspectivas de la economía mundial.

Gráfico 4 Ahorro neto de los hogares y saldo por cuenta corriente en economías avanzadas

(media del período 2001-2005; en porcentaje del PIB)



Fuente: OCDE.

zo⁹. Ciertamente, esta distinción es especialmente útil a efectos analíticos, ya que, en ocasiones, estos dos tipos de factores están estrechamente relacionados en la práctica. Por ejemplo, un aumento determinado de los precios del petróleo a escala internacional puede ser atribuible tanto a factores a corto plazo (como las tensiones geopolíticas en algunos países productores de petróleo), como a factores a largo plazo de mayor alcance (por ejemplo, un incremento estructural de la demanda de economías emergentes)¹⁰. Aunque el impacto de cada uno de estos factores resulta difícil de evaluar con precisión, varios estudios han tratado de proporcionar estimaciones que pueden utilizarse para valorar su importancia relativa.

FACTORES CÍCLICOS

De la amplia variedad de factores cíclicos que pueden afectar a la cuenta corriente, cinco de ellos —los precios de los activos, los ciclos económicos y, en particular, las variaciones de la demanda interna, el ahorro público y los precios del petróleo— revisten gran importancia.

Dado que la cuenta corriente —partiendo de la identidad de las cuentas nacionales— es igual a la diferencia entre el ahorro interno y la inversión interna, las fluctuaciones de los precios de los activos pueden influir en el saldo por cuenta corrien-

te nacional a través de su efecto renta sobre el consumo y el ahorro neto de los hogares. En Estados Unidos, el aumento del déficit por cuenta corriente registrado desde principios de la década de los noventa ha estado asociado a una caída del ahorro interno neto del sector hogares (véase gráfico 3). Aunque los demás sectores (las empresas y las Administraciones Públicas) pueden haber contribuido al descenso general del ahorro neto nacional, un análisis de los motivos que han dado lugar a la caída del ahorro neto de los hogares sería un paso importante para comprender qué desencadenó el aumento del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. El vínculo entre el ahorro neto de los hogares y los saldos por cuenta corriente ciertamente no se limita a Estados Unidos, sino que también caracteriza a varios países de la OCDE (véase gráfico 4).

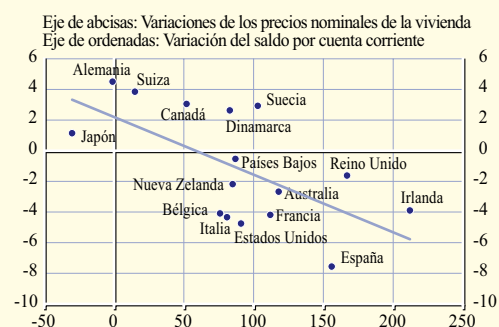
A su vez, las variaciones en el ahorro neto de los hogares pueden estar relacionadas con diversos factores, tanto cíclicos como estructurales. En ge-

9 Los factores estructurales y cíclicos también podrían entenderse de la siguiente manera: los factores estructurales afectan al nivel de equilibrio que garantizan las variables fundamentales de la economía, mientras que los factores cíclicos se refieren a fluctuaciones transitorias en torno al nivel de equilibrio.

10 Para más información sobre el papel de los precios del petróleo y de los países exportadores de crudo, véase el artículo titulado «Países exportadores de petróleo: principales características estructurales, evolución económica y reciclaje de los ingresos derivados del petróleo», en el Boletín Mensual de julio del 2007.

Gráfico 5 Precios de la vivienda y saldo por cuenta corriente en economías avanzadas

(tasas de variación 1997-2005)



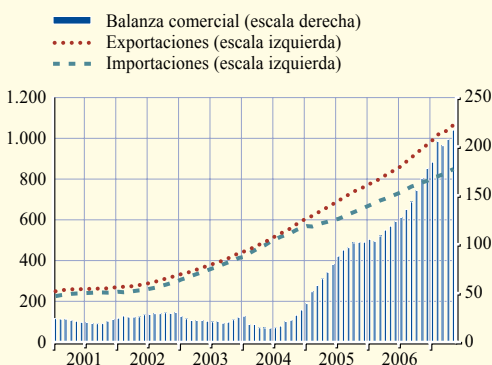
Fuentes: OCDE y The Economist.

neral, parece que las modificaciones de los precios de la vivienda, un factor principalmente cíclico, pueden causar un efecto considerable sobre los saldos por cuenta corriente de los distintos países. Ciertamente, estos cambios están negativamente asociados a variaciones de la cuenta corriente entre países, ya que los incrementos del precio de la vivienda pueden dar lugar a un aumento del consumo y a una reducción del ahorro (véase gráfico 5). En el caso concreto de Estados Unidos, una caída de los precios de la vivienda y de los de las acciones podría afectar de forma significativa al déficit por cuenta corriente de ese país, provocando un incremento del ahorro interno neto. En términos más generales, los precios de los activos parecen ser un importante determinante de los saldos por cuenta corriente¹¹.

En cuanto a China, el incremento registrado en la balanza comercial en los últimos tres años ha tenido su origen no sólo en la elevada tasa de crecimiento de las exportaciones, sino también en la perceptible desaceleración de las importaciones, que fue especialmente pronunciada en el año 2005 (véase gráfico 6). Esta desaceleración puede deberse, en parte, a factores estructurales a largo plazo relacionados con la sustitución de las importaciones y a la ralentización de la inversión interna. Dado que, en general, se considera que la inversión tiene un fuerte componente de importaciones,

Gráfico 6 Balanza comercial de China e importaciones y exportaciones de bienes

(mm de dólares estadounidenses; datos mensuales; valores acumulados de doce meses)



Fuente: Administración General de Aduanas de la República Popular China.

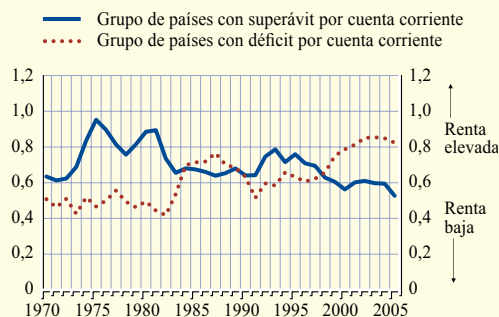
las variaciones en la inversión pueden causar un impacto significativo sobre las importaciones del resto del mundo. A su vez, los patrones de la inversión interna pueden estar asociados, en cierta medida, a fluctuaciones del ciclo económico.

Ciertamente, las fluctuaciones del ciclo económico inducidas por perturbaciones en la productividad también pueden ser un importante factor determinante de los saldos en cuenta corriente mundiales. Si las variaciones observadas en el crecimiento económico y en la demanda interna son de carácter transitorio, el enfoque intertemporal de la cuenta corriente sugiere que ésta debería ser procíclica: durante los períodos de crecimiento elevado, por ejemplo, cuando los agentes económicos obtienen mayores ingresos temporalmente, ahorrarán y se registrará superávit en la balanza comercial, con el fin de moderar el consumo en el tiempo. No obstante, en conjunto, la abundante evidencia disponible indica que la cuenta corriente es contracíclica. Tras una perturbación que afecte de forma suficientemente persistente a la productividad, cabe esperar que el saldo por cuen-

11 Se estima que, en el pasado, un aumento del 10% de los precios de los valores de renta variable o de la vivienda en Estados Unidos con respecto al resto del mundo dio lugar a un aumento de aproximadamente el 1% del déficit por cuenta corriente de este país (véase Fratzscher, M., L. Juvenal y L. Samo, (2007), «Asset prices, exchange rates and the current account», Working Paper n.º 790 del BCE.

Gráfico 7 Media ponderada de la renta de países con superávit y con déficit

(índices)



Fuente: Prasad E., et al.

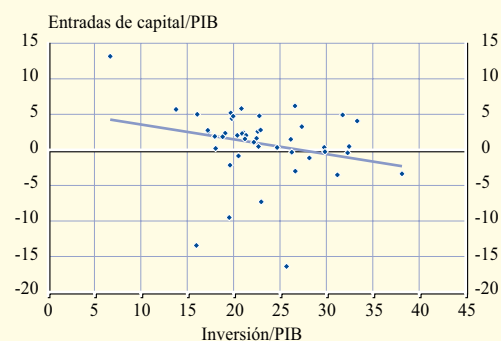
Notas: La muestra de referencia incluye 22 economías industrializadas y 61 no industrializadas, según se define en Bosworth y Collins, (2003), «The empirics of growth: an update», *Brookings Papers on Economic Activity*, n.º 2, pp. 117-179. Los índices señalan una media ponderada de la renta per cápita en los países que registran superávit por cuenta corriente. Esos índices se han ajustado por la renta per cápita del país más rico y se han ponderado por la magnitud de la balanza por cuenta corriente de cada país en porcentaje de la suma de todos los superávit y déficit.

ta corriente evolucione hacia un déficit a medida que aumenta la inversión¹².

El ahorro público también puede influir en las fluctuaciones de la cuenta corriente. En Estados Unidos, a mediados de los años ochenta y principios de la presente década, en ocasiones se hacía alusión a la coincidencia de déficit fiscal y déficit por cuenta corriente como los «déficit gemelos». Por último, la cuenta corriente de la mayor parte de los países se ha visto muy influenciada por las variaciones de los precios del petróleo en los últimos años. El efecto de las subidas de estos precios difiere entre países, afectando positivamente al saldo de los países exportadores de petróleo y negativamente a los importadores en términos netos. El motivo por el que los precios del crudo son tan importantes reside en el hecho de que la demanda de petróleo es muy inelástica en los países importadores, al menos en el corto plazo¹³. En Estados Unidos, el incremento de estos precios en los últimos años ha contribuido a que aumente el déficit comercial en su conjunto, como consecuencia del aumento de las importaciones de crudo. De igual modo, las capacidades de absorción de los países exportadores de petróleo son limitadas a corto plazo, de forma que la mayor parte de los beneficios

Gráfico 8 Media de las entradas de capital y de las tasas de inversión de economías emergentes

(en porcentaje del PIB; 1980-2006)



Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

obtenidos de los ingresos del petróleo se reinvierte en productos financieros en el extranjero.

FACTORES ESTRUCTURALES

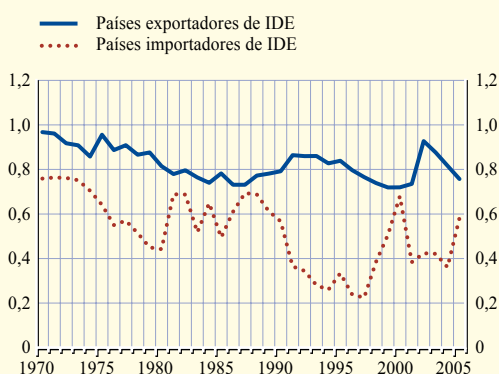
Aparte de los factores cíclicos, existen factores estructurales que pueden afectar a la cuenta corriente. La mejor forma de comprender estos factores es adoptar una perspectiva mundial, en lugar de centrarse en un país determinado. Desde una óptica global, el patrón observado en los saldos por cuenta corriente es algo paradójico porque consiste en un flujo de capital desde los mercados emergentes hacia los países desarrollados. Esto es evidente al comparar, para cada año, la media del PIB per cápita de los países que registran superávit por cuenta corriente con la de los países con déficit en su cuenta corriente. Desde finales de la década de los noventa, la renta per cápita media ha sido más alta en

12 Véase Backus D., P. Kehoe y F. Kydland, (1992) «International business cycles», *The Journal of Political Economy*, vol. 100, pp. 745-775, agosto, y Glick R., y K. Rogoff, (1995), «Global versus country-specific productivity shocks and the current account», *Journal of Monetary Economics*, vol. 35, pp. 159-192.

13 Para una comparación reciente de las elasticidades de los precios y de la renta entre países, véase *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, (2007), recuadro 1.3 «Oil consumption across major countries: is the United States different?», abril.

Gráfico 9 Media ponderada de la renta de países importadores de IDE y de países exportadores de IDE

(en relación con el PIB per cápita ponderado por la cuenta corriente)

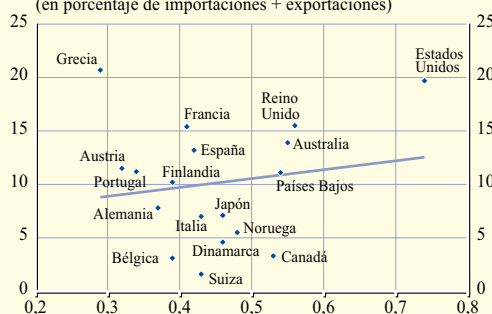


Fuente: Prasad E., et al.

Notas: La muestra de referencia incluye 22 economías industrializadas y 61 no industrializadas, según se define en Bosworth y Collins. Los índices se han construido utilizando el mismo método que en el gráfico 7.

Gráfico 10 Índice de desarrollo financiero e inversiones de cartera del exterior

Eje de abscisas: Índice de desarrollo financiero
Eje de ordenadas: Entradas de inversiones de cartera del exterior (en porcentaje de importaciones + exportaciones)



Fuente: FMI, Perspectivas de la economía mundial.
Nota: Medias para el periodo 2000-2004.

países con déficit que en aquellos con superávit (véase gráfico 7), lo que supone que los flujos de capital están moviéndose de países comparativamente más pobres a países relativamente más ricos. Incluso los países de la OCDE han contabilizado un déficit por cuenta corriente consolidado casi permanente durante la mayor parte de los veinte últimos años. Esta situación es paradójica porque contrasta con el modelo neoclásico tradicional según el cual el capital debería fluir de países ricos a países pobres, pudiéndose aludir a ella como la «paradoja de Lucas»¹⁴. Por consiguiente, comprender qué determina esta configuración particular de los saldos por cuenta corriente constituye un paso importante para explicar los desequilibrios mundiales y su evolución probable en el tiempo.

Se han propuesto varias explicaciones a la paradoja de Lucas. El propio Lucas proporcionó la primera interpretación posible, que subraya el hecho de que en muchos mercados emergentes, la rentabilidad del capital ajustada al riesgo es inferior a la rentabilidad observada en economías avanzadas. Esto explicaría por qué los inversores no invierten en mercados emergentes, en los que los rendimientos no son tan elevados como en las economías avanzadas. No obstante, esta explicación tiene algunos inconvenientes. Ciertamente, si la inversión y los flujos

de capital fueran resultado, en su mayor parte, de diferencias en la rentabilidad del capital ajustada al riesgo, los países que invierten más también deberían recibir más capital, lo que, no obstante, no es el caso: Los flujos de capital y la inversión (ambos expresados en porcentaje del PIB) no están positivamente correlacionados en las economías emergentes, sino que tienden a presentar una correlación negativa (véase gráfico 8)¹⁵.

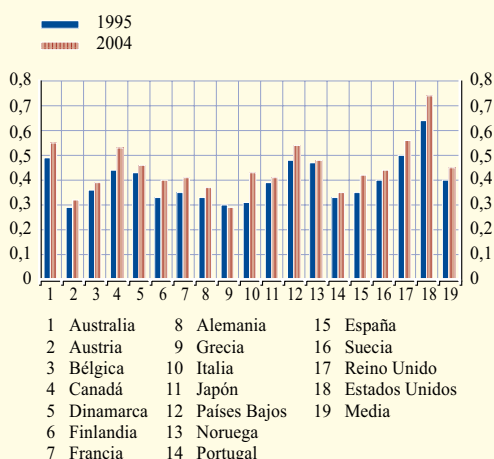
Con todo, se ha de observar que algunos flujos financieros transfronterizos sí parecen dirigirse de países industrializados a mercados emergentes. Este es particularmente el caso de la inversión directa extranjera (IDE): desde 1970, la media ponderada de la renta de los países exportadores de IDE ha sido siempre superior a la de los países importadores de IDE (véase gráfico 9)¹⁶. En otras palabras, en lo que se refiere a la IDE, los países que comparativamente son más ricos tienden a in-

14 Véase Lucas, R., (1990), «Why doesn't capital flow from rich to poor countries?», *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 80, n.º 2, pp. 92-6, mayo. En el artículo original, Lucas hacía referencia a la paradoja de que el capital estaba fluyendo entre economías desarrolladas. Por tanto, el patrón actual es aún más paradójico porque el capital va desde países más pobres a más ricos.

15 Véase Gourinchas P. O., y O. Jeanne, (2006) «Capital flows to developing countries: the allocation puzzle», mimeo, FMI.

16 Véase Prasad, E., R. Rajan y A. Subramanian, (2006), «Foreign capital and economic growth», mimeo, FMI.

Gráfico 11 Desarrollo financiero de economías avanzadas

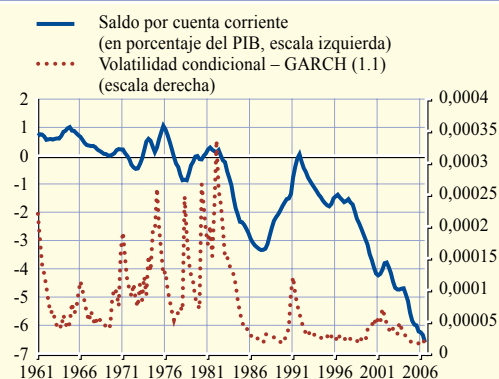


Fuente: FMI, Perspectivas de la economía mundial.

vertir en países relativamente más pobres, a diferencia del patrón observado en la inversión neta en su conjunto que figura en el gráfico 7.

El papel desempeñado por la liberalización incompleta de los mercados financieros ha recibido creciente atención como uno de los determinantes fundamentales de la capacidad mundial de financiación¹⁷. El relativamente bajo nivel de desarrollo financiero de los mercados emergentes parece ser una causa muy probable de las reducidas entradas de inversiones de cartera, ya que ambas variables parecen estar correlacionadas entre países (véase gráfico 10). Por consiguiente, el patrón, aparentemente paradójico, de los flujos internacionales de capital de economías emergentes a países desarrollados podría tener una explicación sencilla que pone de relieve el nivel comparativamente inferior de desarrollo financiero de los mercados emergentes. Sin embargo, otra pregunta a la que es necesario dar respuesta es el motivo por el que los flujos de capital de estos mercados se dirigen, en gran parte, a Estados Unidos, en lugar de a otros países industrializados que podrían ofrecer servicios similares. Aparte de las diferencias observadas entre los niveles de ahorro interno en el mundo industrializado que, en cierta medida, justifican esta situación, factores clave que pueden ayudar a responder a esta pregunta son el hecho de que Esta-

Gráfico 12 Volatilidad del ciclo económico y saldo por cuenta corriente de Estados Unidos



Fuente: Cálculos de expertos del BCE basados en Fogli, A., y F. Perri, (2006), «The great moderation and the US external imbalances», NBER Working Paper n.º 12708.

dos Unidos parece ser más abierto, desde el punto de vista financiero, que otros países industrializados, y de que ese país se caracteriza también por un nivel más elevado de desarrollo financiero que otras economías avanzadas (véase gráfico 11)¹⁸.

Es posible que otros factores estructurales, específicos de Estados Unidos, hayan desempeñado también un papel. Un factor potencialmente importante es la influencia de la moderación de los ciclos económicos y de la caída del ahorro por motivos de precaución. Según medidas estándar de la volatilidad del ciclo económico, la duración de dicho ciclo ha disminuido en Estados Unidos en el tiempo (véase gráfico 12). Este descenso supone un nivel de incertidumbre menor para los agentes económicos. Para una medida determinada de la aversión al riesgo, esto debería reducir la necesidad de ahorrar por motivos de precaución: los agentes que normalmente ahorran con el fin de moderar su consumo en caso de una caída pronunciada del producto real se muestran menos inclinados a hacerlo si este riesgo disminuye. Esta explicación, en particular, concuerda con las regularidades empíricas anteriormente mencionadas: la caída de la volatilidad

17 Véase Bini Smaghi, L., «Globalization and monetary policy», *Journal of Policy Modeling*, próxima publicación.

18 Además, el papel internacional del dólar ciertamente contribuye a que en Estados Unidos se contabilicen mayores inversiones de cartera.

del producto es acorde con la reducción del ahorro de los hogares, que es uno de los factores clave del aumento del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. Un posible inconveniente de este argumento es que la volatilidad del producto también ha disminuido en otros países desarrollados. Sin embargo, como se ha mencionado previamente, puede que estos otros países no tengan el mismo grado de apertura y liberalización financieras, y, por ello, han ofrecido menos oportunidades de endeudamiento.

Otra explicación complementaria es que la participación de Estados Unidos en el producto total de todas las economías avanzadas ha aumentado en la pasada década, debido a una combinación de factores como la mayor productividad y factores demográficos. Importantes estudios recientes han mostrado que el elevado déficit por cuenta corriente de ese país puede ser atribuible, en cierta medida, a las expectativas de un crecimiento constante más rápido y de un nuevo aumento de la cuota de producto de Estados Unidos en las próximas décadas¹⁹. A su vez, esto puede estar relacionado con las considerables diferencias en las distorsiones de los mercados de producto y de trabajo entre países, que se traducen en tasas de crecimiento del producto distintas. En conclusión, los actuales desequilibrios mundiales parecen tener su origen en una variedad de factores, algunos de carácter cíclico (que, por consiguiente, pueden desaparecer con el tiempo), y otros más estructurales. Sin embargo, no cabe confiar exclusivamente en los factores cíclicos para reducir, de manera significativa y permanente, los desequilibrios mundiales que se observan en la actualidad, en parte por la elevada incertidumbre a la que están sometidas sus posibles fluctuaciones futuras, como en el caso de los precios de los activos y del petróleo, y en parte por la importancia de los determinantes estructurales que, por su naturaleza, se mueven con lentitud²⁰, de forma que no cabe esperar una mejora inmediata.

4 MEDIDAS DE POLÍTICA ECONÓMICA Y POSIBLES MECANISMOS DE AJUSTE

Los desequilibrios mundiales constituyen un importante reto para los responsables de la política

económica, a escala tanto nacional como internacional. La proporción de estos desequilibrios que tiene su origen en factores cíclicos entraña un riesgo no desdeñable de que se produzca una corrección desordenada con elevados costes económicos para la economía mundial y para el sistema financiero internacional. Además, para la política económica, los factores estructurales representan un desafío tan serio como la eliminación de las distorsiones y barreras estructurales —como las relacionadas con el desarrollo de los mercados financieros y las políticas cambiarias en las economías emergentes, así como con las rigideces estructurales reales en las economías avanzadas—, y conllevan oportunidades para que las economías afectadas y la economía mundial en su conjunto obtengan cuantiosos beneficios económicos.

No todas las circunstancias recientes apuntan a un deterioro de los desequilibrios mundiales. Por ejemplo, hacia finales del 2006 pareció observarse cierta moderación de la tendencia hacia un aumento de los desequilibrios en la cuenta corriente registrados en la década anterior. Esta moderación fue particularmente evidente en Estados Unidos y en los países exportadores de petróleo, en los que los saldos por cuenta corriente (en porcentaje del PIB) permanecieron aproximadamente en el mismo nivel que en el año precedente. Aunque el hecho de que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos parezca estar estabilizándose en un nivel históricamente elevado (el 6,5% del PIB en el 2006) no puede calificarse de satisfactorio, ha de subrayarse que la tasa de crecimiento de las exportaciones reales estadounidenses en el 2006 fue considerablemente más alta que la media registrada los cuatro años anteriores. Por otra parte, el superávit por cuenta corriente de los países exportadores de petróleo también se moderó, aunque en un nivel elevado (el 15% del PIB), ese año. Además, la zona del euro participó en el ajuste mundial contabilizando un déficit por cuenta corriente sostenido en el

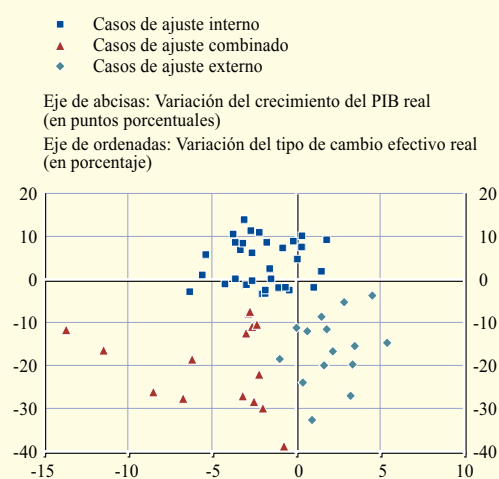
19 Véase Engel C., y J. Rogers, (2006) «The US current account deficit and the expected share of world output», *Journal of Monetary Economics* 53 (5), pp. 1063-1093.

20 Los factores estructurales se mueven con lentitud en circunstancias normales. No obstante, en periodos de ajuste desordenado, en ocasiones experimentan cambios muy rápidos, como se analiza en la sección 4.

2006. En el caso del Reino Unido, la variación fue aún mayor (del 2,9%, en comparación con el 2,4% del 2005). No obstante, los principales determinantes de esta ligera mejora parecen ser factores cíclicos como la caída de los precios del petróleo desde el verano del 2006 y el reajuste de la demanda interna en los distintos países, habiéndose observado una reducción de la demanda interna en Estados Unidos y una aceleración en la zona del euro y Japón. No obstante, no todas las regiones han registrado una mejora. En particular, los superávits por cuenta corriente han aumentado en Japón (desde el 3,6% del 2005 hasta el 3,9% un año después) y especialmente en China (desde el 7,2% del 2005 hasta el 9,1% del 2006).

Aunque la importancia de los factores estructurales sugiere que si se produce una corrección es muy probable que ésta sea gradual y moderada, una pregunta que queda por contestar es qué consecuencias puede tener un ajuste para la economía mundial y los mercados financieros internacionales. En algunos importantes estudios recientes se sostiene que los ajustes cambiarios podrían ser parte de una reestructuración de la cuenta corriente²¹. Sin embargo, otros estudios han cuestionado estas afirmaciones, alegando que puede que un ajuste no requiera cambios importantes en los valores externos de monedas con tipo de cambio flexible. Algunos de estos estudios apuntan al creciente tamaño de la economía estadounidense en comparación con la de otros países con monedas con tipo de cambio flexible, y muestran que una evolución vigorosa de la economía de ese país en el futuro traerá consigo un dólar estable y fuerte²². Por otra parte, una reestructuración de la demanda interna en los distintos países que vaya acompañada de un ajuste significativo a través de los canales de la oferta puede dar lugar a una reducción de los abultados desequilibrios de la cuenta corriente como los observados en Estados Unidos, sin que necesariamente exija grandes modificaciones del tipo de cambio²³. Por tanto, la aplicación de reformas estructurales en los mercados de producto y de trabajo en la zona del euro puede contribuir a acabar con los desequilibrios mundiales apoyando la demanda interna en los países de la zona, lo que a su vez podría estimular las exportaciones estadounidenses.

Gráfico 13 Evolución del crecimiento del PIB real y del tipo de cambio en períodos de ajuste de la cuenta corriente



Fuente: Algieri B., y T. Bracke.

Otro estudio empírico sugiere que, en los treinta últimos años, la evolución de los precios de los activos ha sido un factor determinante de la balanza comercial de Estados Unidos considerablemente más importante que el tipo de cambio. Así, las variaciones de los precios relativos de los activos, como los de los valores de renta variable y los de la vivienda, incluida la posibilidad de efectos de renta más intensos atribuibles a subidas relativamente más pronunciadas del precio de los activos fuera de Estados Unidos, podrían ser una fuente más importante de ajuste de los desequilibrios de la cuenta corriente en el futuro.

En términos más generales, en anteriores episodios de corrección de la cuenta corriente no se observa-

21 Véase, en particular, Obstfeld M., y K. Rogoff, (2005) «Global current account imbalances and exchange rate adjustments», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, y «The unsustainable US current account position revisited», en Clarida R., ed., (2006), «G7 current account imbalances: sustainability and adjustment», The University of Chicago Press.

22 Véase Engel C., y J. Rogers (2006).

23 Véase Engler P., M. Fidora y C. Thimann (2007), «External imbalances and the US current account: how supply-side changes affect an exchange rate adjustment», Working Paper n.º 761 del BCE. Si se toman en consideración las variaciones de la oferta por causas endógenas, este estudio muestra que la depreciación implícita del dólar estadounidense queda notablemente atenuada. Esto también pone de manifiesto la importancia de los cambios en la oferta en el ajuste de la cuenta corriente más allá del efecto de demanda a corto plazo.

ron grandes variaciones del tipo de cambio en las economías avanzadas. Más bien, un mecanismo mucho más relevante parece haber sido el ajuste interno mediante la reestructuración de la demanda interna²⁴. Para analizar esos episodios es necesario definir en qué consiste un ajuste de la cuenta corriente, partiendo de si: i) el saldo por cuenta corriente inicial registraba un déficit, ii) la mejora experimentada por la cuenta corriente superaba un umbral mínimo²⁵, iii) el ajuste se llevó a cabo en un plazo máximo de cuatro años, y iv) este ajuste persistió durante al menos cinco años. A continuación, esos episodios pueden clasificarse en distintas categorías utilizando técnicas de agrupación (para más detalles, véase Algieri B., y T. Bracke). El gráfico 13 muestra que de 60 casos de ajuste de la cuenta corriente registrados en el pasado, alrededor de la mitad entran en la categoría de «ajuste interno» (esto es, cuando el ajuste se lleva a cabo, fundamentalmente, a través de una reducción de la absorción y el crecimiento internos, sin una depreciación significativa del tipo de cambio), mientras que los casos restantes están divididos a partes casi iguales entre las categorías de «ajuste externo» y «ajuste mixto» (es decir, cuando el tipo de cambio provocó una parte significativa del ajuste). En las economías avanzadas, en particular, episodios anteriores no han ido asociados, con frecuencia, a fluctuaciones considerables del tipo de cambio, lo que sustenta el argumento de otros estudios de que un ajuste significativo del tipo de cambio de las monedas de países con déficit por cuenta corriente a menudo no es necesario para inducir una corrección de esos desequilibrios.

5 CONCLUSIONES

La magnitud actual de los desequilibrios mundiales tiene su origen en una combinación de factores estructurales y factores cíclicos, y actualmente representa uno de los retos clave que han de afrontar la economía mundial y los responsables políticos. Ciertamente, las posiciones frente al exterior de economías sistémicamente importantes son reflejo, en cierta medida, de considerables distorsiones, y también siguen entrañando riesgos para la economía mundial, ya que podrían dar lugar a una corrección desordenada o generar presiones pro-

teccionistas. Aunque un ajuste gradual continúa siendo el escenario más probable, es importante asegurar que se produce una disminución progresiva de los desequilibrios mundiales en el largo plazo mediante la aplicación de medidas adecuadas de política económica. Otros aspectos igualmente importantes, como la supresión de las distorsiones y las barreras de carácter estructural, a través de la liberalización y el desarrollo financieros, por ejemplo, y la introducción de reformas estructurales en los mercados de trabajo y de producto, ofrecen amplias oportunidades para mejorar el nivel de actividad económica y aumentar la prosperidad.

En varios comunicados de prensa del G-7 publicados desde septiembre del 2003 y, en particular, en febrero del 2004, así como en la consulta multilateral sobre desequilibrios mundiales del FMI realizada recientemente, se han descrito qué medidas de carácter cíclico y estructural deberían implantar los países y regiones más importantes. El compromiso para la adopción de estas medidas va a desempeñar un papel esencial en lo que respecta a asegurar que la reducción de los desequilibrios mundiales sigue una senda ordenada.

El reajuste de la demanda observado recientemente entre las economías avanzadas constituye un avance cíclico positivo que probablemente reducirá los desequilibrios en el corto plazo, pero es necesario adoptar más medidas de carácter estructural con el fin de abordar los retos a medio plazo relacionados con los desequilibrios mundiales. Concretamente, es muy importante alcanzar mayor flexibilidad del tipo de cambio en países que carecen de dicha flexibilidad, entre los que se incluye, en particular, China, que ha estado registrando superávit por cuenta corriente muy abultados y que siguen aumentando.

El desajuste de la moneda de ese país también queda reflejado en unas tasas muy elevadas de

24 Algieri B., y T. Bracke, (2007), Working Paper n.º 762 del BCE.

25 El umbral difiere entre los distintos países, y se establece en una desviación típica de la ratio del saldo de la balanza por cuenta corriente en relación con el PIB de un país. Esto permite fijar un umbral más elevado para los países con saldos por cuenta corriente históricamente volátiles.

acumulación de reservas exteriores, que entrañan retos para la gestión macroeconómica a nivel interno, a través, entre otras cosas, de un fuerte crecimiento de la liquidez y el crédito. Por otra parte, la introducción de reformas en el sector financiero, la desregulación y la liberalización en muchos mercados emergentes, incluida China, será esencial para reducir el exceso de ahorro y mejorar la efectividad de las políticas económicas y la asignación de recursos en su conjunto, fomentando con ello el bienestar económico de la población en general.

No obstante, no sólo los mercados emergentes necesitan adoptar medidas adecuadas de política económica. También es importante realizar progresos en la reforma estructural de los mercados

de trabajo y de producto en Europa y Japón, para que también estas economías contribuyan a poner fin a los desequilibrios mundiales. En el caso de Estados Unidos, que registra con creces el mayor déficit por cuenta corriente del mundo en términos absolutos, un ajuste de las políticas macroeconómicas, incluida la política fiscal, y la adopción de determinadas medidas para incrementar, en particular, el ahorro privado, serán esenciales para ayudar a reajustar los saldos por cuenta corriente y reequilibrar los flujos internacionales de capital. En general, dado que la responsabilidad de los desequilibrios mundiales la comparten las economías más importantes del mundo, la introducción conjunta de reformas estructurales en todos los países afectados reforzará considerablemente las posibilidades de un ajuste satisfactorio.

FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS EN LA ZONA DEL EURO

Debido al destacado papel que desempeñan en la economía, las pequeñas y medianas empresas (PYMES) han sido objeto de una atención especial por parte de los responsables de la política monetaria de Europa. En este artículo se ofrece un detallado análisis de las diferencias que presentan los patrones de financiación de las empresas de la zona del euro según su tamaño, y se examina la situación financiera de las PYMES utilizando datos agregados de estados financieros individuales. Asimismo, se estudia la evidencia disponible sobre la existencia de limitaciones de financiación, especialmente para las PYMES. La evidencia procedente de varias encuestas de opinión apunta a la percepción de restricciones a la financiación por parte de las PYMES, aunque no en todos los países. La evidencia ofrecida por los datos agregados de balance muestra que, tras corregir por el efecto sector y el efecto país, aparecen diferencias entre la situación financiera de las PYMES y la de las empresas de mayor tamaño, en lo que respecta al grado de dependencia de fuentes externas de financiación y a las tenencias de efectivo y de activos fijos financieros. También se observa que, cuanto menor sea el tamaño de una empresa, menor será su capacidad de devolución de la deuda. Además, el análisis de los datos individuales pone de relieve que la situación financiera de las PYMES de la zona del euro ha venido presentando una mayor dispersión en los últimos años. Asimismo, pueden observarse relaciones entre varios indicadores financieros, que apuntan a la frágil situación financiera de las empresas.

I INTRODUCCIÓN

La comprensión de las decisiones de financiación de las empresas es importante para la política monetaria en el contexto de la evaluación de la evolución financiera y económica, dado que la transmisión de los impulsos de esa política depende, en cierta medida, del comportamiento de las empresas ante la financiación y de la estructura de su balance. Se ha observado que varios factores —como el tamaño y la edad de la empresa, su principal sector de actividad, el país a partir del cual opera (en particular, las instituciones de ese país) y el nivel de desarrollo económico y financiero— influyen en la disponibilidad de financiación para las empresas¹.

Dado el interés especial que presenta el acceso de las PYMES² a la financiación, en este artículo se aborda concretamente uno de los factores mencionados anteriormente —el tamaño de la empresa— y se analizan las diferencias que presentan los patrones de financiación entre las empresas grandes, medianas y pequeñas.

El tamaño de una empresa puede afectar a la cantidad y calidad de la información disponible sobre sus proyectos y sus activos de garantía, así como a su relación con los mercados y las entidades de crédito. Con frecuencia se considera que las pequeñas empresas han de hacer frente a problemas de financiación más serios que las empresas de mayor tamaño³. A diferencia de las grandes em-

presas, los contratos que suscriben las empresas más pequeñas no suelen ser de dominio público (en general, los contratos suscritos con empleados, proveedores y clientes se mantienen en el ámbito privado). Además, las pequeñas empresas no emiten normalmente valores negociables, cuyo precio varía continuamente en los mercados. Entre las sociedades cotizadas, es menos probable que los analistas realicen un seguimiento de las pequeñas empresas de creación más reciente. En consecuencia, las empresas de menor tamaño pueden tener más dificultad en transmitir un mensaje de credibilidad y en construir una sólida reputación de alta calidad o bajo riesgo. La resultante asimetría de la información entre los dos lados del mercado puede incluso dar lugar a que las empresas se vean en la imposibilidad de obtener financiación externa. Por ejemplo, por el lado de la oferta (bancaria), los costes derivados de la evaluación y fijación de la prima de riesgo y de la correspondiente labor de seguimiento pueden dificultar el flujo de fondos hacia las empresas más pequeñas. A este respecto, se espera que el marco de Basilea II extienda las calificaciones crediticias a las PYMES. La relación posiblemente más estrecha entre las

- 1 Véase «Corporate finance in the euro area» (2007), BCE, mayo.
- 2 Existen varias definiciones de las PYMES. Según el Observatorio de las PYMES Europeas, son empresas con menos de 250 empleados.
- 3 Véase, entre otros, Gertler, M., «Financial structure and aggregate economic activity: an overview» (1988), *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 20 (3), pp. 559-588, agosto, y «The SME financing gap, volume 1, theory and evidence» (2006), OCDE.

ARTÍCULOS

Financiación
de las pequeñas
y medianas
empresas
en la zona del euro

calificaciones crediticias y el precio de la financiación externa podría reducir las asimetrías de la información y ampliar el acceso de las empresas a la financiación.

Las diferencias relacionadas con las garantías y el coste de la financiación pueden afectar también a los patrones de financiación de las PYMES. Con frecuencia, las pequeñas empresas disponen de menos activos de garantía que puedan proteger a los acreedores de los efectos de una selección adversa o del riesgo moral. Además, es posible que los costes de financiación contengan un importante componente de costes fijos que encarecerán los préstamos de menor cuantía en relación con los de mayor cuantía, principalmente otorgados a las grandes empresas.

Por estos motivos, es bastante lógico que los patrones de financiación de las PYMES difieran de los de las grandes empresas. Sin embargo, una manera de reducir las asimetrías de la información consiste en establecer una relación duradera con los proveedores de financiación⁴. De este modo, una empresa puede evidenciar su calidad crediticia atendiendo a sus obligaciones de pago, lo que permitiría a las empresas más pequeñas mantener relaciones bancarias más estables. Por otro lado, en lo que respecta a la financiación externa, las pequeñas empresas pueden no tener acceso a los mercados de capitales, dependiendo más de los mercados de crédito. Anticipando dificultades de financiación, estas empresas pueden constituir mayores reservas de efectivo, para evitar el riesgo de no poder llevar a cabo proyectos importantes.

En el presente artículo, se analiza, en primer lugar, la existencia de limitaciones de financiación para las PYMES y se evalúa la evidencia empírica disponible. A estos efectos, en la segunda sección se utiliza la información procedente de las encuestas de opinión. En la tercera se emplean los datos agregados de balance para evaluar la incidencia del efecto sector y del efecto país sobre la situación financiera de las empresas según su tamaño. En la cuarta se utilizan los datos individuales para examinar más a fondo la situación financiera de las PYMES. En la quinta sección se presentan las conclusiones.

2 PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS Y LIMITACIONES DE FINANCIACIÓN: RESULTADOS DE LAS ENCUESTAS

La importancia de las limitaciones de financiación es una cuestión empírica y no se ha alcanzado todavía un consenso sobre sus determinantes o incluso sobre su definición. Una línea de investigación consiste en preguntar directamente a las empresas si consideran que están sujetas a restricciones en su financiación⁵. Sin embargo, los resultados de las distintas encuestas realizadas por la Comisión Europea, la OCDE y las autoridades nacionales han de interpretarse con importantes salvedades⁶. Por ejemplo, la manera en que se formulan las preguntas puede excluir de la encuesta algunas de las empresas que están sujetas a restricciones en la financiación (por ejemplo, las encuestas pueden incluir a empresas que se consideran sometidas a estas limitaciones en ese momento, pero no a las que se hubieran endeudado más en condiciones más favorables). De forma alternativa, lo que las empresas reflejen en sus respuestas puede ser un deterioro general de las condiciones de crédito de la economía, por lo que pueden afirmar que están sometidas a limitaciones de financiación, cuando no lo están. Otra salvedad es que no es posible efectuar una comparación con las grandes empresas. En este artículo, el término «limitaciones de financiación» debe interpretarse como la incapacidad de una empresa de obtener

4 Existe una extensa literatura sobre este tema. Véase, por ejemplo, Petersen, M.A. y R. G. Rajan, «The benefits of lending relationships: evidence from small business data» (1994), *Journal of Finance*, vol. 49 (1), pp. 3-37, y, más recientemente, Berger, N.A., R. J. Rosen y G. F. Udell, «Does market size structure affect competition? The case of small business lending» (2007), *Journal of Banking and Finance*, vol. 31 (1), pp.11-33.

5 Otro enfoque se basa en la estimación econométrica de modelos en los que la existencia de limitaciones de financiación tiene implicaciones para el comportamiento de las empresas, que se pueden comprobar [véase la bibliografía incluida en «Corporate finance in the euro area» (2007), BCE]. La evidencia no es concluyente, debido a los resultados contradictorios obtenidos respecto a la correlación entre el tamaño de las empresas y las citadas limitaciones.

6 Desde 1993, la Comisión Europea viene encargando encuestas sobre las PYMES aproximadamente cada dos años. Los resultados relativos al acceso a la financiación de las PYMES se dieron a conocer en un Eurobarómetro Flash en el 2005 y también fueron publicados por el Observatorio de las PYMES Europeas en el 2003. A escala nacional, las encuestas son realizadas por los institutos nacionales de estadística (Portugal), los BCN (Francia, Italia, Bélgica y Finlandia) u otras instituciones (Países Bajos, España y Alemania).

suficiente financiación para hacer frente a sus inversiones a los tipos de interés vigentes o incluso a tipos más altos⁷.

RESULTADOS DE LAS ENCUESTAS SOBRE LAS LIMITACIONES AL DESARROLLO DE LAS EMPRESAS Y A SU ACCESO A LA FINANCIACIÓN BANCARIA

Aunque las encuestas presentan diferencias considerables en cuanto a su estructura y a las preguntas que formulan, en general tienden a indicar que la gran mayoría de empresas pueden obtener los fondos que necesitan. Sin embargo, existen diferencias significativas entre los distintos países. Según la encuesta realizada en el 2003 por la European Network for SME Research (ENSR), una red europea para la investigación de las PYMES⁸, como promedio en torno al 10% de las PYMES de 19 países europeos contestó que la mayor limitación que sufrieron en su negocio en los dos últimos años fue la que afectó al acceso a la financiación. Un mayor número de empresas señalaron otras limitaciones, como el menor poder adquisitivo de los consumidores, relacionado con el clima económico desfavorable imperante en aquel período (36%), y la escasez de mano de obra cualificada (13%). Las limitaciones de financiación fueron más importantes para las empresas del sector de transporte y comunicaciones y para las pequeñas empresas (de 10 a 49 empleados) que para las microempresas (menos de 10 empleados) y las empresas de tamaño mediano (de 50 a 249 empleados).

Desde una perspectiva ligeramente diferente, en la encuesta Eurobarómetro Flash⁹ realizada más recientemente, a la pregunta sobre qué factores favorecerían más su desarrollo las empresas mencionaron la «facilidad de acceso a los medios de financiación», después de las «regulaciones sociales y fiscales» y la «disponibilidad de trabajadores más cualificados en el mercado». También se preguntó a las empresas si su financiación actual era en general suficiente para llevar a cabo sus proyectos. En todos los países de la zona del euro, la mayoría de PYMES contestó afirmativamente, aunque se observaron algunas disparidades entre los distintos países. En Irlanda y Finlandia, más de nueve de cada diez PYMES contestaron que te-

nían financiación suficiente, frente a sólo dos tercios de las PYMES en Portugal e Italia.

Una encuesta reciente de la OCDE¹⁰ concluye, de forma provisional, que en los países de la OCDE las PYMES pueden obtener crédito suficiente de los bancos y otras entidades de crédito, por lo que no existe una importante brecha de financiación en las PYMES en esos países. La encuesta muestra también que la brecha es mayor para la financiación mediante acciones que para la financiación mediante deuda. Al mismo tiempo, en la mayor parte de los países existe la percepción de que sigue siendo más problemático obtener fondos para nuevas empresas y jóvenes empresas de alto riesgo con nuevos modelos de negocio¹¹. Cabe destacar que, a diferencia de las encuestas de la Comisión Europea, esta encuesta no se llevó a cabo entre empresas, sino entre expertos en políticas gubernamentales y expertos de bancos centrales.

Por lo que se refiere a las fuentes de financiación, las encuestas realizadas para la Comisión Europea indican que los préstamos bancarios son el principal instrumento de financiación externa y, según la última encuesta Eurobarómetro Flash, las entidades de crédito son, con mucho, la principal fuente de financiación externa para las PYMES, seguidas de las sociedades de arrendamiento financiero y de *renting* y de los inversores privados (dependiendo del país). El acceso a la financiación bancaria se considera muy importante en Francia, donde el 64% de las empresas afirma que no podría llevar a cabo sus proyectos sin un préstamo bancario. Al otro extremo se encuentra Finlandia,

7 Sin embargo, la definición no incluye las empresas que deciden no buscar financiación adicional, debido al «elevado» coste percibido, lo que implica que, a los efectos de este artículo, las limitaciones de financiación no son tanto una cuestión de coste como de recursos disponibles.

8 Véase Observatorio de las PYMES Europeas (2003), Comisión Europea.

9 Véase «SME access to finance», Eurobarómetro Flash 174 (2005), Comisión Europea.

10 Véase «The SME financing gap, volume 1, theory and evidence» (2006), OCDE.

11 Véase también el informe «IT innovations and financing patterns: implications for the financial System» (2002), BPI, en el que se analiza la relación entre la utilización de nuevas tecnologías y las necesidades de financiación de las empresas, y el papel de los mercados y intermediarios financieros en la financiación de actividades de innovación.

Cuadro 1 Acceso a la financiación: dificultades de las PYMES para obtener préstamos bancarios

(en porcentaje)

¿Le ha concedido su banco todos los préstamos que necesitaba en los tres últimos años?

	Número de empleados, 2001			Actividad principal			Total
	0-9	10-49	50-249	Industria	Comercio	Servicios	
No ha necesitado préstamos en los tres últimos años	38	28	23	34	36	39	37
Sí	49	55	53	54	52	46	50
En parte	2	2	1	2	2	2	2
No	6	6	5	6	6	6	6
No sabe/no contesta	5	9	18	4	4	6	5
Total	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: European Network for SME Research Survey, 2002.

donde el 78% de las empresas no comparte esta opinión. También difieren las respuestas sobre la facilidad de acceso a los préstamos bancarios. Por ejemplo, en Finlandia el 95% de las empresas opina que el acceso es fácil, frente a sólo el 14% en Alemania.

Las encuestas de la ENSR muestran también que los préstamos bancarios y los descubiertos son los métodos de financiación más utilizados por las PYMES, aunque también crece el recurso al *leasing* y al *factoring*. La encuesta del 2002 de la ENSR muestra que, en los tres años anteriores al año de la encuesta, sólo el 37% de las empresas no solicitó un préstamo bancario adicional. El 50% de los encuestados solicitó un préstamo y recibió la cantidad pedida, el 2% recibió parte del préstamo, y sólo al 6% se le denegó el préstamo (lo que corresponde al 10% de las empresas que solicitaron un préstamo bancario) (véase cuadro 1). En cuanto a la demanda de préstamos, la mejor atendida fue la de las empresas de tamaño mediano y las peores atendidas fueron las de las microempresas (de 0 a 9 empleados) y de las empresas del sector servicios. Según la encuesta, el principal motivo por el que se denegó un préstamo adicional fue la falta de activos de garantía suficientes, especialmente en el caso de las microempresas y las pequeñas empresas (de 10 a 49 empleados). A medida que crece el tamaño de la empresa, disminuye la importancia de los activos de garantía y aumenta la de los buenos resultados y del flujo de información.

RESULTADOS DE LAS ENCUESTAS NACIONALES

Además de las encuestas periódicas realizadas para la Comisión Europea, varios países de la zona del euro llevan a cabo encuestas nacionales sobre las empresas¹². Si bien estas consultas se centran en la evolución de la inversión y del empleo, en general incluyen también medidas alternativas de las restricciones y del acceso a la financiación, para las que se utilizan metodologías ad hoc (en cuanto a la formulación de las preguntas y a la definición de las clases de tamaño). Aunque las respuestas no son fácilmente comparables entre países, los resultados de las encuestas sugieren la existencia de algunas limitaciones de financiación para las pequeñas empresas. También indican que la relación entre el tamaño de la empresa y la percepción de las restricciones a la financiación no es necesariamente monótona o constante a lo largo del tiempo. Sin embargo, ello puede deberse a que no se tienen en cuenta otros factores relevantes, como la edad de la empresa.

En resumen, las encuestas proporcionan cierta evidencia de que algunas PYMES de la zona del euro han de hacer frente a limitaciones de financiación (es decir, que no tienen acceso a la financiación que necesitan), mientras que una gran mayoría de empresas gozan de un adecuado acceso a la financiación. Además, los resultados de la encuesta de la OCDE muestran que en los países miembros la bre-

12 Véase nota 6.

cha de financiación es más amplia en la financiación de PYMES innovadoras¹³. En general, la evidencia de una brecha de financiación para una minoría de PYMES no indica, de por sí, una asignación ineficiente del crédito.

3 DIFERENCIAS ENTRE LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES Y LA DE LAS GRANDES EMPRESAS

Las grandes empresas pueden obtener con más facilidad financiación de los mercados y de los bancos, debido a que están más diversificadas y disponen de más activos de garantía, además de que su tamaño les confiere mayor poder de negociación con las entidades de crédito. Por otro lado, tienen probablemente menos problemas de asimetrías de la información que las PYMES. En consecuencia, cabe esperar que las pequeñas empresas recurran a la financiación interna en mayor medida que las empresas de mayor tamaño, por lo que deberían mostrar menores niveles de endeudamiento. Sin embargo, si son menos rentables, su nivel de endeudamiento podría ser más elevado que el de las grandes empresas. Además, por lo que respecta a la financiación externa, las pequeñas empresas pueden no tener acceso a los mercados de capitales, lo que les obligará a depender más de los mercados de crédito. Así pues, en lo referente a la financiación externa, es de esperar que recurran más a la financiación bancaria que las grandes empresas.

Por el lado del activo, la literatura empírica y teórica ha puesto repetidamente de relieve la posible relación existente entre las tenencias de efectivo y las limitaciones de financiación¹⁴. Esta relación sugiere que las pequeñas empresas mantienen una mayor cantidad de efectivo cuando están más sometidas a restricciones a la financiación. Asimismo, se suele considerar que las grandes empresas tienen una estructura financiera más compleja y poseen carteras más diversificadas.

Sin embargo, la afirmación de que las PYMES sufren más limitaciones de financiación que las grandes empresas es posiblemente reflejo de su mayor presencia en sectores o economías con características específicas (por ejemplo, problemas de asimetrías de la información o factores institu-

cionales), que originan mayores dificultades de acceso a la financiación externa. Los datos del Observatorio de las PYMES Europeas muestran que las PYMES desempeñan un destacado papel en sectores como la construcción o el comercio al por mayor y al por menor. Por el contrario, predominan las grandes empresas en sectores como las industrias extractivas, el transporte y las comunicaciones. Las empresas tienden también a tener un mayor tamaño en sectores con mayores necesidades de financiación externa, debido a la relativa facilidad de acceso a dicha financiación.

Por otra parte, existen marcadas disparidades entre las PYMES de los distintos países. En comparación con la media de la zona del euro, la participación de las PYMES en el empleo es mucho más alta en Italia, España, Portugal y Grecia, y mucho más baja en Alemania, Países Bajos y Finlandia. En términos de valor añadido, la contribución de las PYMES es muy superior a la media de la zona del euro en Italia, Grecia y Luxemburgo, y muy inferior en Irlanda, Finlandia y Francia.

Una manera de evaluar el impacto del efecto sector y el efecto país sobre la situación financiera de las empresas según su tamaño es comparar los indicadores financieros directamente obtenidos de los datos agregados de balance («indicadores sin ajustar» de la base de datos BACH de la Comisión Europea¹⁵) con los mismos indicadores ajustados por estos efectos. El ajuste consiste en aplicar la

13 Ello supondría que las empresas que sufren limitaciones de financiación podrían clasificarse en dos categorías: a) empresas innovadoras, generalmente en sectores de riesgo, que recurren a la financiación bancaria en lugar de la financiación mediante acciones que sería la más apropiada en este caso; y b) empresas que no pueden crear valor y representan un elevado riesgo de crédito.

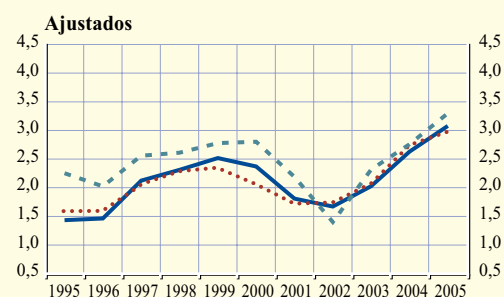
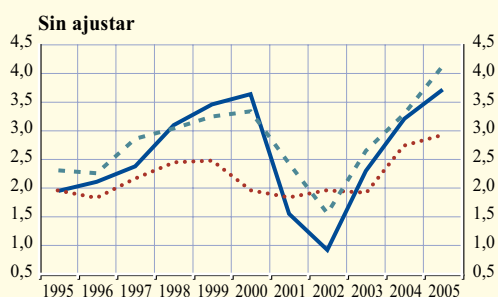
14 Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz y R. Williamson, «The determinants and implications of corporate cash holdings» (1999), *Journal of Financial Economics*, vol. 52, pp. 3-46.

15 La base de datos BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised) contiene las estadísticas de cuentas anuales armonizadas de las sociedades no financieras, remitidas por las centrales de balances nacionales. Esta base de datos, que se puede consultar en la dirección de la Comisión Europea en Internet, permite efectuar comparaciones entre países y proporciona los datos anuales agregados de nueve países de la zona del euro (Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia). Los datos están desagregados por subsectores de la NACE Rev. 1, para tres clases de tamaño de las empresas, según su cifra de negocios (empresas pequeñas: menos de 10 millones de euros; empresas medianas: entre 10 millones de euros y 50 millones de euros; empresas grandes: más de 50 millones de euros).

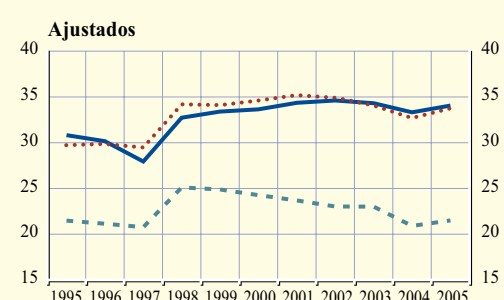
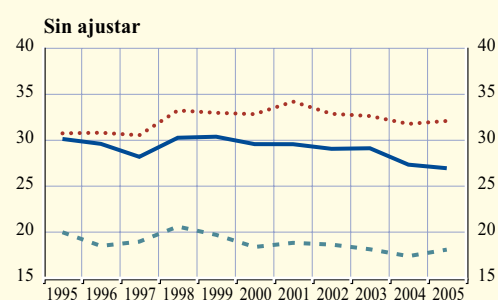
Gráfico | Indicadores de la situación financiera de las empresas según su tamaño

— Pequeñas
 Medianas
 - - - - - Grandes

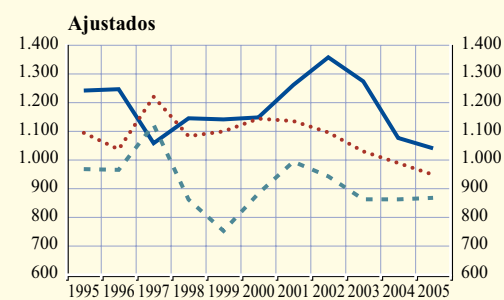
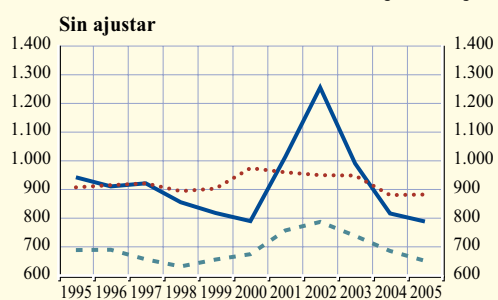
1a - Rentabilidad de los activos



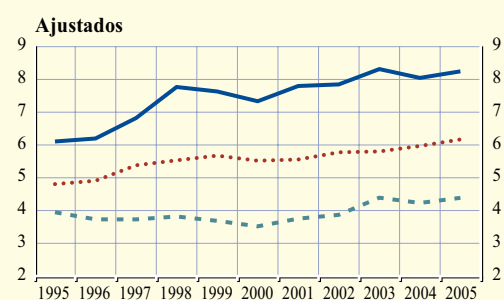
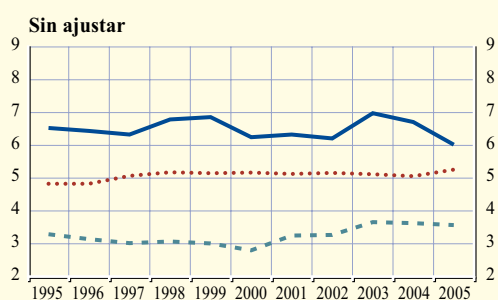
1b - Préstamos bancarios en relación con la deuda total



1c - Deuda en relación con el flujo de caja



1d - Efectivo en relación con los activos totales

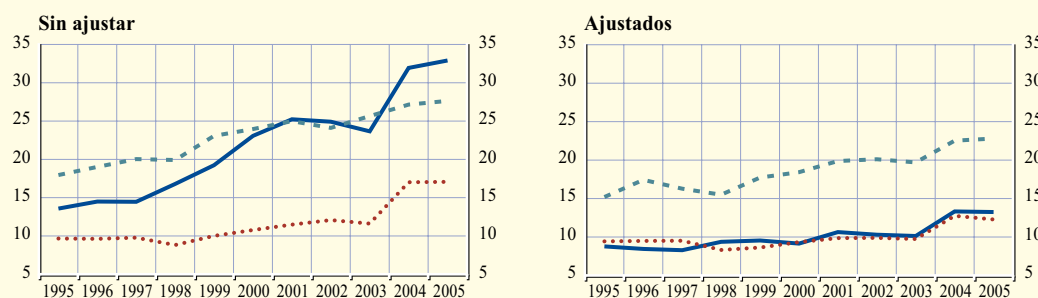
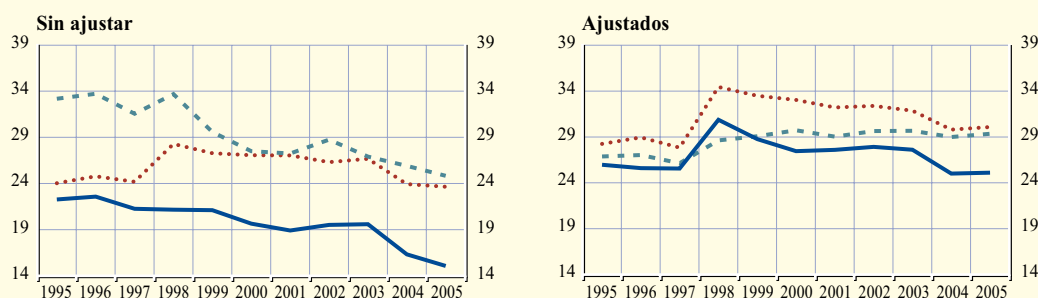
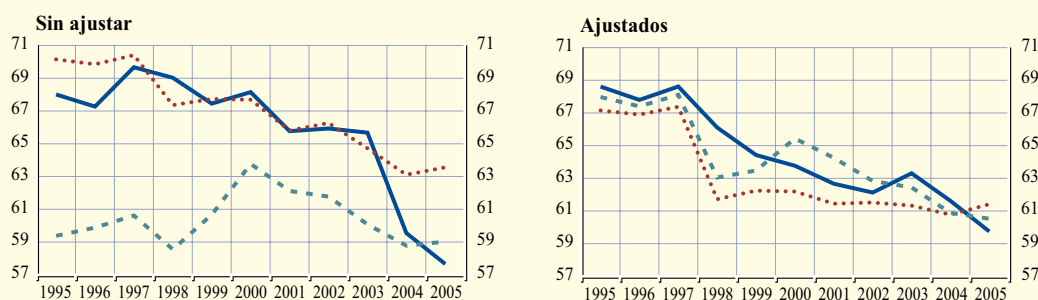


Fuentes: Base de datos BACH y cálculos del BCE.

Nota: Los valores ajustados se calculan asignando la misma ponderación al mismo sector de cada país, independientemente del tamaño de la empresa. Las ponderaciones utilizadas corresponden al valor añadido de las combinaciones de sectores/países en porcentaje del valor añadido total de la zona del euro.

Gráfico 1 | Indicadores de la situación financiera de las empresas según su tamaño (cont.)

— Pequeñas
- - - Medianas
- - - Grandes

1e - Activos fijos financieros en relación con los activos totales**1f - Activos fijos materiales en relación con los activos totales****1g - Deuda a corto plazo en relación con la deuda total**

Fuentes: Base de datos BACH y cálculos del BCE.

Nota: Los valores ajustados se calculan asignando la misma ponderación al mismo sector de cada país, independientemente del tamaño de la empresa. Las ponderaciones utilizadas corresponden al valor añadido de las combinaciones de sectores/países en porcentaje del valor añadido total de la zona del euro.

misma composición de sectores y países a todas las clases de tamaño. Las ponderaciones utilizadas para cada sector de cada país, y para todos los tamaños, corresponden al valor añadido de las combinaciones de sectores y países en porcentaje del valor añadido total de la zona del euro.

El gráfico 1a sugiere que las grandes empresas han obtenido, en promedio, la mayor rentabilidad

de los activos¹⁶. Sin embargo, este patrón viene determinado, en gran medida, por el efecto sector y el efecto país. Si se establece la misma compo-

¹⁶ Las grandes empresas registran también los valores más altos de rentabilidad de los recursos propios. Sin embargo, la relación positiva entre la rentabilidad y el tamaño no parece ser lineal, dado que las empresas de tamaño mediano registran generalmente una rentabilidad de los activos más baja que las pequeñas empresas a lo largo del tiempo, y una rentabilidad de los recursos propios más baja en algunos años.

ción de sectores y países para todas las clases de tamaño, en los últimos años de la muestra no se observan marcadas diferencias en la rentabilidad de los activos entre las distintas clases de tamaño. Con indicadores ajustados, en la segunda mitad de los años noventa la rentabilidad de los activos es más elevada para las grandes empresas.

En cuanto al análisis de la financiación externa, el tamaño parece influir de forma significativa en algunas de las fuentes de financiación. Las PYMES dependen más de los préstamos que las grandes empresas, y este patrón se mantiene después de ajustar por el efecto sector y el efecto país (véase gráfico 1b).

Según la ratio de deuda en relación con el flujo de efectivo, que mide la capacidad de devolución de la deuda de una empresa, las grandes empresas registran la situación financiera más saneada (véase gráfico 1c). Los datos ajustados muestran una relación generalmente monótona entre el tamaño y la devolución de la deuda (es decir, cuanto más pequeño sea el tamaño de la empresa, menor será su capacidad de reembolso), lo que no demuestran tan claramente los indicadores sin ajustar¹⁷.

Por lo que respecta a la estructura de los activos, las ratios de efectivo y de activos fijos financieros en relación con los activos totales difieren considerablemente entre clases de tamaño: las grandes empresas registran las ratios más altas entre los activos fijos financieros y los activos totales (con datos ajustados), y las ratios más bajas entre el efectivo y los activos totales (véanse gráficos 1d y 1e). Además, estas ratios presentan diferencias significativas entre países (probable señal de disparidades en la evolución de los mercados financieros nacionales) y, en menor medida, entre sectores. Las diferencias entre sectores son muy pronunciadas en la ratio de activos fijos materiales en relación con los activos totales, lo que concuerda con las acusadas disparidades sectoriales en la intensidad de uso del capital. Dado que las grandes empresas desempeñan un papel importante en sectores como los de electricidad, transporte, almacenamiento y comunicaciones, que son, junto con el de «otros servicios», los de mayor intensidad de uso del capital, son estas empresas las que registran la ratio más alta de activos fijos en relación con los activos to-

tales en todos los países (con datos sin ajustar). Cuando se corrige por los factores sector y país, la relación positiva monótona entre el tamaño y la ratio de activos fijos materiales en relación con los activos totales (con datos sin ajustar) se invierte y se torna incierta (véase gráfico 1f).

En cuanto a la estructura por vencimientos de los pasivos, con datos ajustados, la ratio entre la deuda a corto plazo y la deuda total parece ser básicamente la misma en todas las clases de tamaño (véase gráfico 1g), mientras que, con datos sin ajustar, es más baja para las grandes empresas. Esta diferencia se debe, en gran medida, al efecto sector: los sectores de construcción y de comercio al por mayor y al por menor, en los que predominan las pequeñas empresas, registran los vencimientos más cortos.

En síntesis, algunas de las disparidades observadas entre la situación financiera de las PYMES y la de las grandes empresas se deben a diferencias en su composición sectorial y en las concentraciones relativas de los distintos países. Éste parece ser el caso de la ratio entre los activos fijos materiales y los activos totales y de la ratio entre la deuda a corto plazo y la deuda total. En otros casos, persisten las diferencias incluso después de corregir por el efecto sector y el efecto país, como en la ratio de activos fijos financieros en relación con los activos totales, el grado de dependencia del efectivo y de los préstamos bancarios y la ratio entre la deuda y el flujo de caja. Se obtienen resultados similares utilizando una desagregación de la varianza (véase el recuadro).

Sin embargo, las conclusiones que pueden extraerse de este análisis presentan ciertas salvedades. Por ejemplo, no se han tenido en cuenta algunos determinantes, posiblemente importantes, del acceso a la financiación, como la edad o la forma de propiedad de la empresa (que pueden mostrar cierta correlación con su tamaño). Asimismo, existe un sesgo de selección de la base de datos BACH, por el que las pequeñas empresas incluidas tienden a ser las que registran una situación financiera más favorable.

17 Se observa el mismo patrón en la ratio de deuda en relación con los activos totales.

Recuadro I

PAPEL DEL TAMAÑO DE LAS EMPRESAS PARA EXPLICAR LAS DIFERENCIAS EN LOS PATRONES DE FINANCIACIÓN: UN ANÁLISIS DE LA VARIANZA

El método de desagregación de la varianza se utiliza para efectuar una comparación entre, por un lado, la varianza de un conjunto de ratios financieras que pueden explicarse por el tamaño de la empresa y, por otro, lo que este factor no puede explicar, pero que podría explicarse por otras fuentes de variabilidad existentes.

A estos efectos, la varianza total de una determinada ratio se desagrega en varianza entre y varianza dentro de clases de tamaño¹. En particular, la varianza dentro de una clase de tamaño refleja la heterogeneidad de esta clase de tamaño, calculada a partir de las observaciones realizadas en los distintos sectores y países. La varianza se desagrega de la misma manera para los factores sector y país. La varianza entre clases de tamaño obtenida de estas desagregaciones se puede comparar para evaluar en qué medida el tamaño puede explicar los patrones de financiación, con respecto al sector de actividad o al país de origen.

En el análisis siguiente se utiliza una observación, correspondiente a la media del período 1999-2005, para cada observación por tamaño/sector/país, por lo que el análisis se centra en las diferencias estructurales entre patrones de financiación.

Los resultados de la desagregación de la varianza se presentan en el cuadro, que recoge el porcentaje de la varianza que se explica por el factor tamaño, sector o país para cada ratio financiera analizada. La existencia o ausencia de diferencias entre clases de tamaño, para el conjunto de indicadores ajustados que se examinan en el texto del artículo, viene confirmada, en general, por la contribución del tamaño a la varianza total entre empresas.

1 Se desagrega la varianza (la suma de los cuadrados SS) de un conjunto de datos divididos por clases en varianzas entre y varianzas dentro de estas clases. Las clases se pueden establecer por factores, es decir, por tamaño (J = 1, ... 3), sector (S = 1, ... 6) y país (C = 1, ... 9). Por ejemplo, en el caso del tamaño, si d representa las clases de tamaño: $SS = SS \text{ entre } d + SS \text{ dentro de } d$

La varianza entre y la varianza dentro de las clases de tamaño para el indicador I pueden calcularse de la manera siguiente:

Varianza entre clases de tamaño en relación con la varianza total:

$$\frac{1}{3} \cdot \sum_{J=1}^3 \left(\sum_{C=1}^9 \sum_{S=1}^6 W_{CS} I_{CS} \right)^2 - \left(\frac{1}{3} \right) \cdot \left(\sum_{J=1}^3 \sum_{C=1}^9 \sum_{S=1}^6 W_{CS} I_{CS} \right)^2$$

Varianza dentro de clases de tamaño en relación con la varianza total:

Suma [varianza ponderada (I grandes), varianza ponderada (I medianas), varianza ponderada (I pequeñas)]
donde la varianza ponderada es (I_j)

$$\left(\frac{1}{3} \right) \cdot \left(\sum_{C=1}^9 \sum_{S=1}^6 W_{CS} I_{CS}^2 \right) - \left(\sum_{C=1}^9 \sum_{S=1}^6 W_{CS} I_{CS} \right)^2$$

Contribución de los factores tamaño, sector y país a la varianza

(indicadores ajustados; media 1999-2005; en porcentaje)

Rentabilidad y financiación externa

Indicador	Rentabilidad de los activos	Préstamos bancarios en relación con la deuda total
Tamaño	0,5	8,6
Sector	12	19
País	43	37

Estructura del balance

Indicador	Deuda en relación con el flujo de caja	Efectivo en relación con los activos totales	Deuda a corto plazo en relación con la deuda total	Activos fijos financieros en relación con los activos totales
Tamaño	4,8	31	0,1	19
Sector	22	13	66	10
País	22	40	20	33

Fuentes: Base de datos BACH y cálculos del BCE.

Rentabilidad y financiación externa

En el panel superior del cuadro, la primera columna indica que las diferencias en la rentabilidad de los activos no parecen estar especialmente relacionadas con el tamaño, que explica menos del 1% de la varianza, sino más bien con el peso relativo de las PYMES en los distintos sectores y países.

Para los préstamos, que figuran en la segunda columna, influye más el país de origen que el tamaño y el sector. Un análisis adicional señala que las diferencias entre países en la proporción de préstamos concedidos son importantes en el caso de las PYMES (en particular, las empresas más pequeñas) y reducidas para las grandes empresas. Así pues, esta acusada variabilidad de la proporción de préstamos a las PYMES refleja probablemente disparidades institucionales. Estos resultados concuerdan con la conclusión de que el mercado de renta fija privada de la zona del euro ha alcanzado un alto grado de integración, mientras que la banca al por menor sigue estando fragmentada².

Estructura del balance

El panel inferior del cuadro presenta cuatro indicadores relacionados con la estructura del balance. Para la ratio de deuda en relación con el flujo de caja, la desagregación de la varianza muestra que el país y el sector son ambos más importantes que el tamaño, ya que cada uno de estos factores representa casi el 25% de la variabilidad observada. Por lo que se refiere a la estructura de los activos, las ratios de efectivo y de activos fijos financieros en relación con los activos totales difieren ampliamente entre los distintos países, lo que podría apuntar a disparidades en la evolución de los mercados financieros nacionales y, en menor medida, a diferencias entre sectores. El tamaño no parece tener una influencia significativa en la estructura de vencimientos de los pasivos, en la que el factor dominante es el sector.

2 Véase «Financial integration in Europe» (2007), BCE, marzo.

4 SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS PYMES: ANÁLISIS CON DATOS INDIVIDUALES

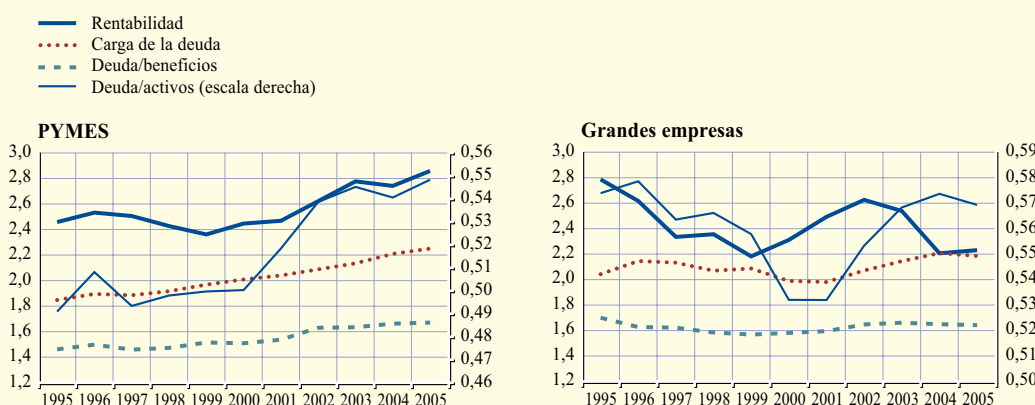
Existe una extensa evidencia empírica de que las decisiones reales de las empresas (por ejemplo, sobre la inversión y el empleo) están condicionadas por su situación financiera. Esto es especialmente cierto para las empresas que se encuentran en una situación financiera más frágil¹⁸, por lo que es aconsejable complementar la información agregada con un microanálisis, a fin de evaluar mejor la situación financiera de las PYMES de la zona del euro. A estos efectos, hay que empezar por medir la dispersión de los indicadores financieros entre las empresas. La evaluación de las variaciones de la dispersión requiere un análisis más detallado de los patrones de distribución. En esta sección se utilizan los datos individuales de empresas de la base de datos AMA-DEUS del Bureau van Dijk. El análisis abarca el período 1995-2005.

El gráfico 2 presenta el coeficiente de variación intercuartil, una medida de la dispersión que toma en consideración la diferencia entre los valores observados en la parte superior e inferior de la distribución de empresas. Esta medida se calcula para la rentabilidad, la carga de la deuda y el endeudamiento (en este último caso, en relación con los activos y los resultados) de las PYMES (panel a) y de las grandes empresas (panel b). La comparación indica que la situación financiera de las PYMES no muestra una mayor variabilidad que la de las grandes empresas¹⁹. Sin embargo, en los últimos años la medida de la dispersión ha aumentado en todas las ratios analizadas, habiéndose registrado

18 Véase Hernando I. y C. Martínez-Carrascal, «The impact of financial variables on firms' real decisions: evidence from Spanish firm-level data» (2003), Documento de Trabajo n.º 319, Banco de España.

19 Cabe destacar que la dispersión sería mayor para las PYMES si se midiera utilizando los deciles más alto y más bajo, en lugar de los cuartiles más alto y más bajo, es decir, tomando en consideración solamente los valores más extremos.

Gráfico 2 Coeficiente de variación intercuartil: PYMES y grandes empresas



Fuentes: Bureau Van Dijk (base de datos AMADEUS) y cálculos del BCE.

Notas: El coeficiente de variación intercuartil es la distancia entre el percentil 75 y el percentil 25, dividida por el valor del percentil 50. La rentabilidad se define como los beneficios en relación con el valor medio de los activos correspondientes al año de referencia. La carga de la deuda se define como los pagos de intereses en relación con los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. El endeudamiento se define como la deuda en relación con los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. La deuda incluye el crédito comercial, dado que esta variable no está disponible de forma separada para cada país en las bases de datos utilizadas en este análisis.

el mayor incremento en el indicador de rentabilidad, pero esto no se ha producido en el caso de las grandes empresas. Dado que el aumento de la dispersión puede reflejar un patrón divergente en los distintos percentiles de la distribución, conviene centrarse en la evolución de estos percentiles a lo largo del tiempo para cada uno de los indicadores financieros.

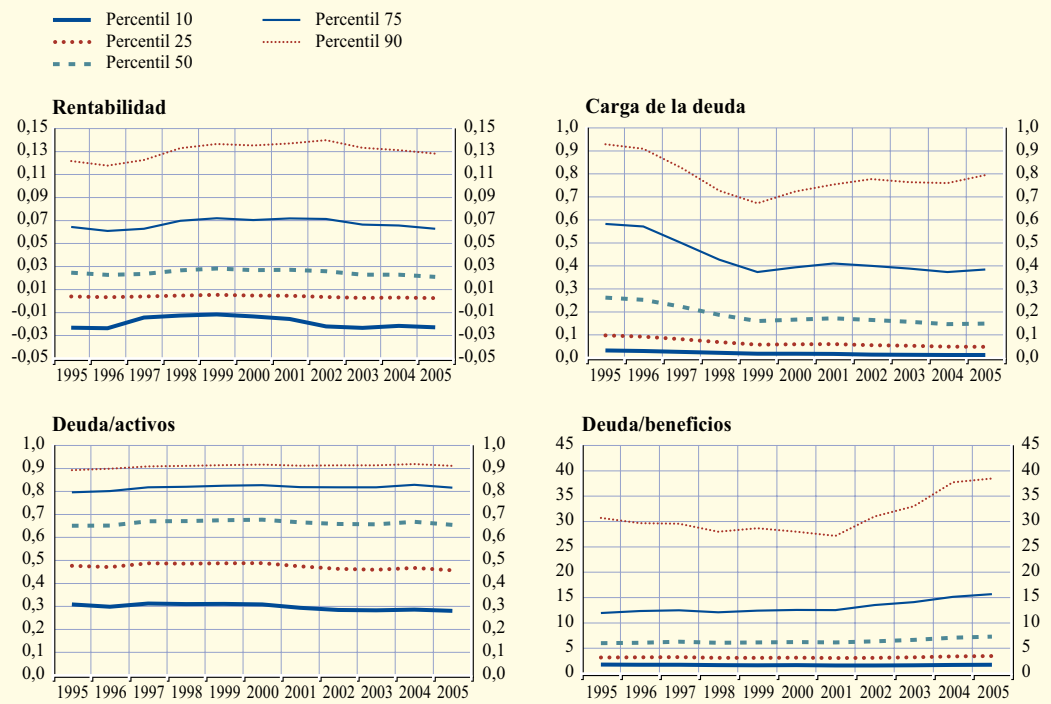
El gráfico 3 muestra los valores de los percentiles 10, 25, 50, 75 y 90 para los cuatro indicadores analizados. Estos percentiles reflejan, para cada año, el nivel de las ratios que, tras ordenar todas las observaciones de menor a mayor, deja por debajo el 10%, 25%, 50%, 75% y 90% de las observaciones. Por ejemplo, el 50% de las empresas registra valores más bajos que el percentil 50, mientras que el resto muestra valores más altos. Por consiguiente, se puede considerar que este percentil es representativo de una PYME «típica», mientras que los percentiles más altos reflejan, salvo en el caso del indicador de rentabilidad, la situación de las empresas que soportan una mayor presión financiera.

Pueden extraerse varias conclusiones de este gráfico. En primer lugar, en la mayor parte de los casos la evolución de una empresa típica (el percentil 50) está en línea con la del correspondiente indicador

agregado. Sin embargo, esto no ocurre con el indicador de rentabilidad (véase el panel superior izquierdo del gráfico 3): mientras que se registra una recuperación de la rentabilidad agregada a partir del 2002, tras la caída observada entre los años 1999 y 2001, la empresa media mantiene la tendencia descendente iniciada a finales de los años noventa. Aquellas empresas que se encuentran en una situación más vulnerable (las del decil más bajo) registran también una menor rentabilidad. Esta evolución contrasta con la de las grandes empresas, que muestran, en los últimos años de la muestra, una tendencia positiva en los distintos percentiles de la distribución, incluidos los que corresponden a empresas en una situación financiera más frágil.

En segundo lugar, la reducción de la carga de la deuda agregada observada desde el 2002 refleja la evolución positiva que experimentan la mayoría de las PYMES, salvo las empresas que se encuentran en una situación más vulnerable (es decir, las de la parte superior de la distribución, como se aprecia en el panel superior derecho del gráfico 3). El resultado general es un aumento del coeficiente de variación intercuartil mencionado anteriormente. Se observa también que el recorte de los tipos de interés llevado a cabo en la segunda mitad de los años noventa benefició, en particular, a las empresas con ratios más altas de carga de la deuda.

Gráfico 3 Ratios financieros de las PYMES



Fuentes: Bureau Van Dijk (base de datos AMADEUS) y cálculos del BCE.

Por último, el incremento de la dispersión agregada de la ratio de deuda en relación con los beneficios refleja un mayor aumento en las empresas situadas en la parte superior de la distribución (véase el panel inferior derecho del gráfico 3), que es nuevamente más alto que el observado en las grandes empresas. La distribución deuda/beneficios se mantiene en general estable a lo largo de la última década (véase el panel inferior izquierdo del gráfico 3).

INTERACCIÓN ENTRE LOS INDICADORES FINANCIEROS: ANÁLISIS DE LAS COLAS DE DISTRIBUCIÓN

A fin de extraer conclusiones sobre la solvencia financiera del sector empresarial, es útil analizar conjuntamente indicadores alternativos de la situación financiera. Por ejemplo, los riesgos asociados a un alto nivel de endeudamiento son más reducidos si van acompañados de elevadas ratios de rentabilidad y/o de liquidez. Por el contrario, es de esperar que la coexistencia de un alto endeuda-

miento con una baja rentabilidad, una importante carga de la deuda y una reducida ratio de liquidez aumentará la sensibilidad de una empresa a perturbaciones imprevistas.

El cuadro 2 muestra el valor de la mediana para la rentabilidad²⁰, la carga de la deuda, la liquidez y la ratio deuda/beneficios en cuatro grupos distintos de empresas, clasificadas según la ratio deuda/activos. El primer grupo incluye las empresas con una ratio deuda/activos por debajo del percentil 25 de la distribución en un determinado año. El segundo grupo comprende las empresas entre los percentiles 25 y 50, y el tercer grupo, las empresas entre los percentiles 50 y 75. El último grupo está constituido por las empresas situadas en el cuartil superior de la distribución de esta variable. Como puede observarse, las empresas de ese último grupo, es decir, las que tienen el mayor endeudamiento en rela-

20 En este análisis, la rentabilidad se calcula como los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, a fin de evitar que esta ratio se vea afectada por importantes pagos de intereses asociados a un elevado endeudamiento.

ción con los activos, registran los valores más bajos de las ratios de liquidez y de rentabilidad, y los valores más altos del indicador de carga de la deuda. Por otra parte, estas empresas muestran los niveles más altos de endeudamiento en relación con los beneficios que generan. De forma similar, más del 40% de las empresas con ratios deuda/activos por encima del percentil 75 de la distribución registra también valores en la cola, o cuartil, superior de los indicadores de carga de la deuda y de deuda en relación con el flujo de efectivo, y valores en la cola inferior del indicador de rentabilidad. El 35% de estas empresas registra valores en el cuartil inferior de la distribución de la ratio de liquidez. Esta evidencia muestra la existencia de vínculos significativos entre varios de los indicadores que reflejan una situación financiera frágil²¹.

5 CONCLUSIONES

Las diferencias en los patrones de financiación de las pequeñas y grandes empresas y la existencia de limitaciones de financiación (que son un caso extremo de imperfección del mercado) pueden sugerir que la política monetaria influye de forma diferente en empresas de distinto tamaño, lo que tiene implicaciones para el propio mecanismo de transmisión. A este respecto, la existencia de posibles

diferencias en el acceso a la financiación de las PYMES y de las grandes empresas ha sido objeto de un amplio debate. La evidencia procedente de varias encuestas de opinión realizadas a escala europea para la Comisión muestra que algunas PYMES de la zona del euro pueden tener que hacer frente a limitaciones de financiación (es decir, no tener acceso a la financiación que necesitan), mientras que la gran mayoría de empresas no tendría este tipo de problemas. Al mismo tiempo, la percepción de la existencia de restricciones a la financiación difiere también entre los distintos países. Algunas encuestas nacionales sugieren, asimismo, la existencia de algunas limitaciones de financiación para las empresas de pequeño tamaño, aunque los resultados varían de un país a otro y no son fácilmente comparables. Por otro lado, la medición de esas limitaciones puede quedar distorsionada por eventuales subvenciones a la pequeña empresa. También puede darse el caso de que algunas pequeñas empresas encuentren la manera de evitarlas.

Varios estudios han descrito las diferencias en los patrones de financiación de las PYMES y de las

21 Este patrón se observa también en la totalidad del sector de sociedades no financieras del Reino Unido (véase Benito, A. y G. Vlieghe, «Stylised facts on UK corporate financial health: evidence from micro-data» (2000), *Financial Stability Review*, Bank of England, junio.

Cuadro 2 Distribución de indicadores financieros según la ratio deuda/activos

Ratio deuda/activos baja (por debajo del percentil 25)					Ratio deuda/activos medio-baja (entre el percentil 25 y el percentil 50)				
	Mediana de liquidez	Mediana de rentabilidad	Mediana de carga de la deuda	Mediana de la ratio deuda/beneficios		Mediana de liquidez	Mediana de rentabilidad	Mediana de carga de la deuda	Mediana de la ratio deuda/beneficios
1995	0,112	0,118	0,135	2,663	1995	0,076	0,125	0,199	4,667
2000	0,117	0,128	0,077	2,468	2000	0,084	0,131	0,120	4,643
2005	0,128	0,106	0,063	2,713	2005	0,084	0,107	0,105	5,333
Ratio deuda/activos medio-alta (entre el percentil 50 y el percentil 75)					Ratio deuda/activos alta (por encima del percentil 75)				
	Mediana de liquidez	Mediana de rentabilidad	Mediana de carga de la deuda	Mediana de la ratio deuda/beneficios		Mediana de liquidez	Mediana de rentabilidad	Mediana de carga de la deuda	Mediana de la ratio deuda/beneficios
1995	0,058	0,109	0,294	6,908	1995	0,045	0,086	0,482	10,826
2000	0,061	0,108	0,196	7,300	2000	0,047	0,079	0,333	12,346
2005	0,058	0,089	0,178	8,538	2005	0,043	0,066	0,304	14,470

Fuentes: Bureau Van Dijk (base de datos AMADEUS) y cálculos del BCE.

grandes empresas. El análisis objeto del presente artículo indica que algunas de las diferencias pueden tener su origen en el carácter heterogéneo de las composiciones sectoriales y concentraciones relativas en los distintos países. Los factores institucionales que explican las diferencias entre países no se abordan aquí, pero pueden ser muy relevantes desde la perspectiva de la política monetaria. Sin embargo, siguen observándose diferencias entre las distintas clases de tamaño en algunos aspectos de los patrones de financiación, incluso dentro de un mismo sector y un mismo país. Ello se aplica al porcentaje de activos financieros en relación con los activos totales (que presenta una relación positiva con el tamaño de la empresa), al grado de dependencia del efectivo y de los préstamos bancarios y a la ratio entre la deuda y el flujo de caja (que presentan una relación negativa con el tamaño de la empresa). Los resultados sobre las tenencias de efectivo son particularmente sólidos. Dado que esta variable se considera a menudo como un indicador de la existencia de limitaciones de financiación, el análisis parece apuntar a posibles diferencias en el acceso a la financiación según el tamaño de la empresa. Por lo que respecta a los préstamos bancarios, el análisis señala también la existencia de mayores disparidades entre países en la proporción de préstamos concedidos a las PYMES, especialmente a las empresas de menor tamaño, que en el crédito otorgado a las grandes empresas. Así pues, esta elevada variabilidad de la proporción de préstamos a las PYMES refleja, probablemente, disparidades institucionales²².

Estas conclusiones han de ser objeto de ciertas salvedades, derivadas de las características de las bases de datos utilizadas, como la presencia de un sesgo de selección, por el que las pequeñas empresas incluidas tienden a ser las que registran una situación financiera más favorable.

El análisis basado en los datos individuales no muestra grandes diferencias en términos de dispersión general de la situación financiera según el tamaño de la empresa. Sin embargo, en los últimos años la dispersión ha aumentado para las PYMES, pero no para las empresas de mayor tamaño. Un análisis más detallado de la distribución apunta a un deterioro de la situación financiera de las PYMES que presentan una mayor fragilidad, aunque no se observa claramente la misma evolución en el caso de las grandes empresas que se encuentran en una situación similar. El análisis revela también relaciones entre los valores de los indicadores financieros que reflejan una situación financiera frágil, ya que las empresas con el mayor nivel de endeudamiento registran los valores más bajos de las medianas de liquidez y de rentabilidad. Por ello, es aconsejable complementar los macroindicadores con microdatos, dado que la fragilidad de algunas empresas no se compensa necesariamente con la solvencia de otras, y la situación financiera (de solidez o debilidad) puede estar ejerciendo una influencia asimétrica no lineal sobre las decisiones reales de las empresas²³.

22 Véase el recuadro 2 de «Corporate finance in the euro area» (2007), BCE, mayo.

23 Véase el recuadro 4 de «Corporate finance in the euro area» (2007), BCE, mayo.

OPERACIONES APALANCADAS Y ESTABILIDAD FINANCIERA

ARTÍCULOS

Operaciones
apalancadas
y estabilidad
financiera

Desde el año 2004, la actividad del segmento de operaciones apalancadas del mercado de capital riesgo de la UE ha aumentado sustancialmente, alcanzando su valor en el 2006 niveles similares a los observados en Estados Unidos, que ha sido tradicionalmente un mercado más grande. El tamaño de las operaciones individuales también ha crecido de modo significativo y, al mismo tiempo, el apalancamiento que conllevan estas transacciones se ha incrementado sensiblemente. En este artículo se analizan aquellos conceptos y características de estas operaciones, que son relevantes para entender cómo funciona este mercado. Basándose en los resultados de una encuesta reciente llevada a cabo por el Comité de Supervisión Bancaria (BSC) del SEBC, se discute y se valoran los principales riesgos a los que se enfrentan las entidades de crédito al participar en estas operaciones. También se examinan los riesgos asociados a los mecanismos de sindicación de la deuda y de transferencia del riesgo de crédito, que utilizan las entidades para distribuir sus exposiciones en estas operaciones apalancadas entre otros inversores, con el fin de reducir sus propias exposiciones a niveles adecuados, y se analiza su impacto potencial sobre la estabilidad del sistema financiero mundial.

I INTRODUCCIÓN

Los conceptos de operaciones apalancadas (*leveraged buyouts*) y actividades de capital riesgo (*private equity*) se suelen utilizar como sinónimos, lo que es en cierto modo inadecuado, dado que el mercado de operaciones apalancadas es un segmento del mercado de capital riesgo. La noción de que este último mercado proporciona capital (de medio a largo plazo) a empresas que no cotizan en el mercado bursátil tampoco es totalmente correcta. Los fondos de capital riesgo se dedican, por lo general, a adquirir empresas para mejorar su eficiencia operativa y su estructura financiera. Si bien, inicialmente, la gran mayoría de las empresas objeto de compra por parte de estos fondos no cotizaba en los mercados bursátiles, las inversiones en compañías cotizadas, que luego quedan excluidas del mercado como consecuencia de la operación, se han hecho cada vez más habituales (operaciones *public to private*) desde el 2005.

El mercado de capital riesgo engloba diferentes modalidades de financiación: la financiación de empresas en fase de lanzamiento, la ayuda a empresas en fase de expansión y el incremento del potencial operativo de empresas maduras y/o cuyos resultados no son los esperados. En términos más amplios, los fondos de capital riesgo (*private equity*) pueden caracterizarse como fondos de capital riesgo puro (*venture capital*), fondos de operaciones apalancadas (*buyouts*) o fondos de empresas en crisis (*distress*), según el estado de las empresas en las que invierten. En el 2006, más del 80% del capital obtenido por los fondos de capital

riesgo se destinó a operaciones apalancadas¹. Del mismo modo, según las cifras preliminares compiladas por la European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA, en sus siglas en inglés), 71 mm de euros del total de 90 mm de euros captados por los fondos de capital riesgo europeos en el 2006 se asignaron a operaciones apalancadas. Desde la perspectiva de la estabilidad financiera, los motivos de que la vigilancia se centre en el segmento de operaciones apalancadas del mercado de capital riesgo radican no sólo en su tamaño, sino también en el significativo nivel de participación de las entidades de crédito en la financiación de este tipo de operaciones. Por el contrario, la participación del sector bancario en la concesión de capital riesgo y en la financiación de empresas en crisis tiende a ser más limitada, debido a que estas actividades entrañan, por lo general, un nivel de riesgo más elevado.

Este artículo presenta una panorámica del mercado de operaciones apalancadas en la UE y una valoración de los riesgos que pueden entrañar estas operaciones para el sistema bancario (principalmente a través de exposiciones directas) y para el sistema financiero en su conjunto (a través de los riesgos de mercado). La sección 2 explica el modelo de negocio de las operaciones apalancadas. La sección 3 analiza los riesgos directos para el sector bancario, basándose en los resultados de una encuesta —llevada a cabo por el BSC— de las exposiciones de las entidades de crédito en estas operaciones en la

¹ Según Standard & Poor's, *European Leveraged Buyout Review*, cuarto trimestre del 2006.

UE en el 2006². La sección 4 considera los riesgos de mercado planteados por las operaciones apalancadas que podrían afectar indirectamente a las entidades de crédito y a otros participantes en el mercado. En la sección 5 se examina la reciente evolución de los mercados hipotecarios «subprime» en Estados Unidos y se establecen ciertos paralelismos entre las características de este mercado y las del de préstamos apalancados, un impulsor importante de estas operaciones en estos momentos. En la sección 6 se presentan las conclusiones

2 EL MERCADO DE OPERACIONES APALANCADAS

Desde el 2003, el sólido crecimiento económico y la baja inflación han propiciado que la situación del mercado financiero mundial sea especialmente favorable, caracterizada por tipos de interés y volatilidad reducidos. Este entorno alentó, entre los distintos participantes en el mercado, la búsqueda de perfiles de rentabilidad-riesgo más atractivos. También proporcionó enormes oportunidades de financiación al sector empresarial, a quien se le ofrecieron niveles de apalancamiento más elevados, a bajo coste y en términos bastante favorables. En el 2006, el importe total de operaciones apalancadas financiadas con capital riesgo duplicó aproximadamente la cifra del 2005, y superó los 650 mm de dólares estadounidenses. El volumen total de este tipo de operaciones representó más del 17% del mercado mundial de fusiones y adquisiciones, frente al porcentaje de sólo el 3% en el año 2000³. En contraposición con el sector de los fondos de inversión libre, o *hedge funds*, (en el que se utilizan a menudo operaciones apalancadas), que se encuentra predominantemente en Estados Unidos, la actividad mundial en materia de operaciones apalancadas se divide casi por igual entre los mercados norteamericano y comunitario en términos de volumen de las transacciones. En el 2006, el volumen de este tipo de operaciones en la Unión Europea (que se cifró en torno a los 225 mm de dólares) igualó al de los Estados Unidos, dado el creciente interés de los inversores en el mercado de la Unión Europea, aún sin explotar⁴.

Las estructuras de capital que se emplean en la financiación de las operaciones de capital riesgo

pueden incluir tanto la deuda como las participaciones accionariales. La deuda suelen concederla las entidades de crédito, mientras que las participaciones accionariales las proporcionan los fondos de capital riesgo que captan su capital, por ejemplo, mediante fondos de fondos, fondos de pensiones o fondos de inversión. El capital se obtiene más en mercados «privados» que en mercados cotizados, lo que lleva a que, en la terminología inglesa, se utilice el término *private equity*.

En términos generales, una operación apalancada —al contrario que una fusión o adquisición de empresas normal— puede definirse como una transacción que supone la compra, amistosa u hostil, de una empresa, en la que una parte significativa de la financiación obtenida (deuda o préstamos) se utiliza para hacer frente al coste de la adquisición. Además de los activos del fondo de capital riesgo que financia la compra, se suelen utilizar como garantía de estos préstamos los activos de la empresa objeto de la adquisición. El objetivo claro de las operaciones apalancadas son empresas que generan flujos de caja elevados y constantes y que poseen activos (*deployable assets*) que pueden pignorar⁵ fácilmente como garantía⁵. La deuda aparece normalmente en el balance de la empresa objeto de la adquisición, y su flujo de caja libre se utiliza para devolver dicha deuda. En resumen, las operaciones apalancadas permiten a los fondos de capital riesgo que financian la operación efectuar grandes adquisiciones sin tener que asignar a estas operaciones un volumen significativo de su propio capital.

La financiación de un proyecto de operación apalancada suele seguir los pasos siguientes. Para empezar, los socios generales (*general partners*), que son los gestores del fondo de operaciones apalancadas, invierten su dinero en un fondo de capital riesgo y captan capital a través de inversores institucionales o de socios limitados (*limited partners*).

2 Véase BCE, «Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU», abril 2007.

3 Datos de Marketview Research.

4 Véase Standard & Poor's, *Leveraged Commentary & Data*, 2006.

5 Las últimas operaciones han afectado cada vez más a empresas sin esta característica (a causa de la mayor competencia por empresas objeto de operaciones apalancadas), lo que se traduce, con frecuencia, en un nivel de riesgo más elevado para la operación apalancada.

Los socios generales pueden disponer de esos fondos mientras buscan empresas que puedan ser objeto de adquisición, pero, por lo general, los fondos han de invertirse en esas empresas dentro de un horizonte temporal dado. Los socios generales (que también pueden tener responsabilidad ilimitada sobre las obligaciones de las sociedades colectivas) suelen contribuir al capital del fondo con importes comprendidos entre el 3% y el 5%, mientras que los socios limitados (que no pueden perder más de lo que invierten en el fondo) se comprometen a proporcionar el grueso del capital (del 95% al 97%). Los socios generales, o gestores del fondo, son responsables de efectuar las inversiones y de participar en la gestión de las empresas adquiridas; normalmente son un equipo con experiencia complementaria, que se compone de técnicos, expertos en el sector al que pertenece la empresa objeto de la adquisición, y de especialistas financieros. Los socios limitados son, por lo habitual, inversores institucionales, tales como fondos de pensiones, fondos de inversión, fondos de inversión libre, empresas de seguros, fundaciones, personas con un patrimonio neto elevado y, en menor medida, entidades de crédito. Una vez identificadas las empresas objetivo, se capta financiación mediante deuda, habitualmente de las entidades de crédito, quienes posteriormente distribuyen su riesgo de crédito entre la comunidad de inversores.

Los fondos de capital riesgo se obtienen, normalmente, con una vida esperada de, aproximadamente, diez años y se invierten en distintas empresas objetivo (que, de este modo, son compradas). Los socios generales tienden a invertir el capital del fondo durante los cinco primeros años de vida de dicho fondo, con el fin de tener el tiempo suficiente para mejorar los resultados de las empresas adquiridas y organizar la desinversión. El éxito esperado de un proyecto de operación apalancada está condicionado a la capacidad de la empresa objeto de la adquisición de generar flujos de caja en el futuro. La estrategia de desinversión constituye también un elemento determinante del éxito futuro de una inversión de este tipo, dado su papel fundamental a la hora de establecer la rentabilidad final de los recursos invertidos. Las alternativas de desinversión más habituales de las operaciones apalancadas son las ventas a otros fondos de capi-

tal riesgo, las ofertas públicas iniciales (IPO, en sus siglas en inglés), mediante las cuales la empresa objetivo sale a Bolsa, las ventas a compañías que desean adquirir la empresa objeto de la operación, o la recapitalización. Tras la desinversión, los ingresos procedentes de la operación se distribuyen entre los socios generales y los limitados.

Por lo que se refiere a los proveedores de deuda en las operaciones apalancadas, resulta importante observar que la proporción de deuda con respecto al capital ha tendido a aumentar durante los tres últimos años, lo que contribuye a acrecentar el apalancamiento de las operaciones. En las grandes operaciones europeas, a menudo el capital representa solamente un 20% de la estructura de capital de las operaciones apalancadas concluidas en el 2006⁶. Los rendimientos esperados por los tenedores de deuda dependen de su posición en la estructura de prelación. La estructura de la deuda en una operación de recompra puede dividirse en deuda preferente y deuda subordinada, por lo general con un número diferente de instrumentos en cada categoría. La deuda preferente incluye préstamos preferentes, que se compone de créditos rotativos y crédito a plazos A, B, y C, así como créditos puente; la deuda subordinada suele abarcar créditos *second-lien*, créditos *mezzanine*, bonos de alta rentabilidad y deuda PIK (*payment-in-kind*), incluyendo esta última elementos con características similares a las acciones⁷. Una característica común de las estructuras de deuda existentes actualmente a ambos lados del Atlántico radica en el mayor porcentaje que supone la financiación de las operaciones apalancadas que se obtiene en forma de préstamos apalancados —que por lo general incluyen tramos de deuda preferente B y C, amortizables, normalmente, mediante un solo pago⁸, así como crédito *second-lien* y *mezzanine*—. Por su parte, las entidades de crédito venden habitualmente préstamos apalancados a otras entidades de crédito y a inversores institucionales.

6 Véase BCE, «Accounting for rising leveraged buyout activity» *Financial Stability Review*, junio 2007.

7 Véase BCE, op. cit., abril 2007, para una descripción más detallada de estos instrumentos de deuda.

8 Un préstamo amortizable mediante un solo pago es un préstamo que se cancela mediante un único pago del principal y de los intereses en la fecha de vencimiento.

3 RIESGOS PARA LAS ENTIDADES PROCEDENTES DE SUS EXPOSICIONES DIRECTAS EN EL MERCADO DE OPERACIONES APALANCADAS

El rápido crecimiento de las operaciones apalancadas financiadas con capital riesgo desde el 2004 ha atraído, por igual, considerable atención de los analistas del mercado, los bancos centrales y los reguladores prudenciales, sobre todo a causa del importante papel que desempeñan las entidades de crédito como proveedores de deuda en estas operaciones. El hecho de que el apalancamiento de este tipo de operaciones se haya incrementado de forma constante en los últimos años ha generado un nuevo interés en la participación de las entidades de crédito en ellas. En abril del 2007, el BCE publicó un informe —elaborado por el BSC— sobre las exposiciones de los grandes bancos en las actividades de compra con apalancamiento en la UE, que se basaba en una encuesta realizada a 41 entidades de crédito⁹. La encuesta se llevó a cabo en junio del 2006, y presentaba la situación en dos momentos concretos, a saber, en junio del 2005 y en julio del 2006. De las 41 entidades de crédito encuestadas, 30 estaban radicadas en la UE¹⁰, mientras que 11 eran bancos internacionales (de Estados Unidos, Suiza y Japón) que operaban en el mercado de operaciones apalancadas a través de filiales en el Reino Unido. Entre los riesgos en que se incurre en estas operaciones, las entidades de crédito encuestadas pusieron de relieve la intensa competencia existente en los niveles de apalancamiento ofrecidos a los fondos de capital riesgo para financiar estas operaciones, así como la competencia en la valoración y en las cláusulas que acompañan a los contratos de préstamo¹¹, destinadas a proteger a los acreedores frente a cambios en la capacidad de reembolso de los prestatarios¹².

En términos generales, las entidades de crédito están expuestas en el mercado de operaciones apalancadas a través de tres canales principales, a saber, las exposiciones por deuda, procedentes de financiar o asegurar estas operaciones, otros ingresos distintos de los intereses derivados de su gestión (v.g., tarifas y comisiones obtenidas de actividades de consultoría relacionadas y de gestionar la financiación de los distintos tramos), y exposiciones por

participaciones accionariales, como consecuencia de las inversiones por cuenta propia en fondos de operaciones apalancadas o en otros fondos que intervienen en esas operaciones¹³. Las exposiciones de las entidades de crédito a través de cada uno de estos canales dependen en gran medida de sus respectivos modelos de negocio como proveedores de financiación apalancada. Se pueden identificar dos enfoques distintos (i) el modelo de «cartera», según el cual los prestamistas proporcionan financiación y tratan de mantener una parte significativa de la deuda en su cartera, ganando de este modo tanto una comisión como unos ingresos por intereses derivados de mantener estas posiciones; y (ii) el modelo de «rotación del capital» o de «origen y distribución», según el cual los proveedores de financiación apalancada suelen gestionar las operaciones y tratan de reducir sus exposiciones a niveles muy bajos en un corto período de tiempo, una vez que se ha completado la transacción. Las entidades que adoptan este último modelo se centran en las comisiones obtenidas, más que en los ingresos por intereses, y transfieren la exposiciones a través del mercado de préstamos apalancados (v.g., sindicación) o utilizando derivados de crédito. Las entidades de crédito puede que no sigan estrictamente ninguno de los dos modelos y que combinen características de ambos, como sucedía en un gran número de entidades de crédito que participaron en la encuesta.

9 Véase BCE, op. cit, abril 2007.

10 Los países participantes fueron Bélgica, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal, Suecia y Reino Unido.

11 Cláusulas que imponen restricciones al comportamiento del prestatario, a menudo basándose en indicadores específicos, con el fin de limitar la capacidad del prestatario de incrementar su riesgo de crédito por encima de parámetros predeterminados; un incumplimiento de las cláusulas del contrato puede permitir al prestamista demandar el pago del préstamo.

12 Desde una perspectiva histórica, los préstamos han estado sujetos a cláusulas de mantenimiento (que se comprueban continuamente), mientras que los bonos lo estaban a cláusulas de ocurrencia (que se comprueban sólo cuando se produce un evento). Más recientemente, los préstamos se han concedido de forma creciente con cláusulas de ocurrencia, como sucedía con los bonos, o con características de un contrato menos exigente (*covenant-light*), según el cual los préstamos están sujetos a cláusulas de ocurrencia, en lugar de a cláusulas de mantenimiento.

13 Otro canal (que es de carácter más macroeconómico) está relacionado con la posibilidad de que las operaciones apalancadas puedan incrementar el apalancamiento de las empresas objetivo con préstamos pendientes de varias entidades de crédito. La operación apalancada puede aumentar las tasas de apalancamiento por encima del nivel óptimo para dichas entidades.

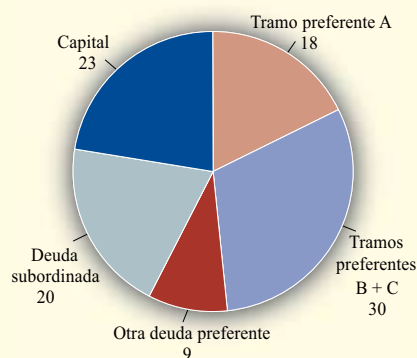
La encuesta confirmó que el tamaño medio de las operaciones apalancadas se había incrementado significativamente en los doce meses previos a junio del 2006. Casi el 60% de la deuda de las entidades de crédito por operaciones apalancadas en junio del 2006 está relacionada con grandes transacciones de más de 1 mm de euros. La deuda preferente —deuda que tiene preferencia en el pago frente a otras obligaciones— fue con mucho el componente más importante (representando casi el 60%, véase gráfico 1), mientras que los tramos de deuda preferente B y C amortizables mediante un solo pago supusieron el 30% del capital total.

Aunque todavía parte de la deuda garantizada, los tramos amortizables mediante un solo pago, que, por lo general, se reembolsan al vencimiento, conllevan necesariamente un riesgo de crédito más elevado para los prestamistas y hacen que las exposiciones sean más sensibles a los resultados macrofinancieros que se obtendrán en el futuro. Junto con el deterioro de las cláusulas afectadas, el hecho de que, en el caso de este tipo de estructura de préstamos, la carga financiera de las empresas objeto de la adquisición pueda verse reducida significativamente en los primeros años, también retrasa la identificación de problemas financieros en las operaciones apalancadas. Además, los indicadores de apalancamiento, como la ratio deuda-capital, la deuda en relación con el resultados ordinario antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA, en sus siglas en inglés) y la ratio del precio de la operación en relación con el EBITDA, se incrementaron de forma generalizada de junio del 2005 a junio del 2006. Por otra parte, no se han observado señales de descenso en el 2007¹⁴.

Sin embargo, con respecto a las exposiciones directas de los bancos, la encuesta puso de manifiesto que la deuda retenida por operaciones apalancadas representaba una proporción relativamente reducida de los activos totales o de los recursos propios de las entidades de crédito. Así pues, los resultados de la encuesta no respaldan el argumento de que tales exposiciones puedan suponer riesgos para el sistema bancario o financiero. Para tres cuartas partes de los bancos de la UE encuestados,

Gráfico 1 Estructura de capital de las operaciones apalancadas en junio del 2006

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

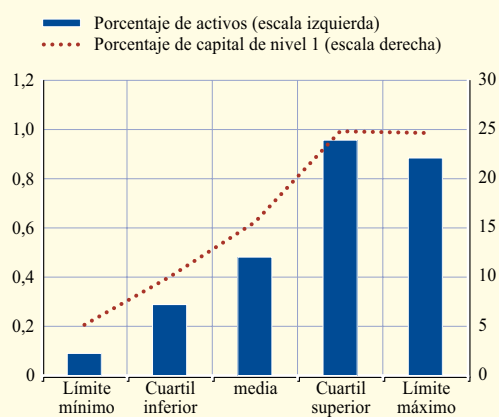
Nota: Basado en las cinco operaciones apalancadas de mayor tamaño declaradas por cada una de las entidades de crédito encuestadas en los 12 meses hasta junio del 2006. El tramo A es el tipo de deuda preferente más seguro, que, por lo general, tiene un calendario de amortización fijo, mientras que el tramo B engloba deuda preferente con una calificación crediticia más baja y que suele estructurarse con una amortización mediante un solo pago, y el tramo C que abarca la deuda preferente con la calificación crediticia más baja y que también se estructura con una amortización mediante un solo pago.

las exposiciones en operaciones apalancadas representaban menos del 1% del tamaño total de sus balances, y el valor medio de la deuda por este tipo de operaciones en porcentaje del capital de nivel 1 se situaba en torno al 15%, alcanzando el 25% en unos pocos casos (véase gráfico 2). También se observaron indicios de que las exposiciones de los bancos se concentran principalmente en las cinco operaciones de mayor tamaño. En concreto, para las entidades de crédito con un modelo de negocio de «rotación de capital», el valor medio de las exposiciones en las cinco operaciones de mayor tamaño en porcentaje de su cartera de operaciones apalancadas se situó justo por debajo del 60%.

Las inversiones en capital realizadas por las entidades de crédito en operaciones apalancadas fueron, aparentemente, bastante limitadas según los resultados de la encuesta. Las exposiciones pueden derivarse de inversiones directas en fondos de operaciones apalancadas o en otros fondos ex-

¹⁴ Véase Standard & Poor's Leveraged Commentary & Data, LCD EuroStats, mayo 2007.

Gráfico 2 Exposiciones de las entidades de crédito de la UE en operaciones apalancadas en junio del 2006



Fuente: BSC.
Nota: Basada en las exposiciones netas totales de las entidades de crédito de la UE.

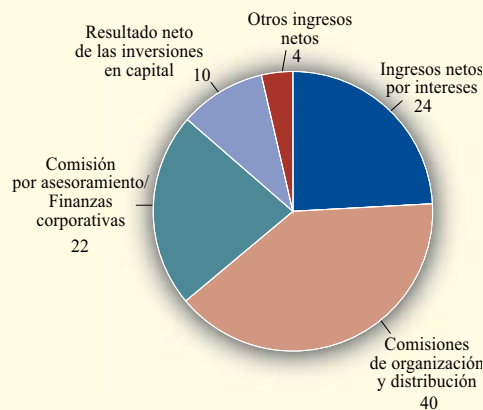
puestos a este tipo de actividad, o de coinversiones en operaciones apalancadas¹⁵.

En cuanto a las exposiciones de los ingresos de las entidades de crédito, la encuesta mostró que muchas obtienen ingresos significativos de las tarifas y las comisiones derivadas de las actividades relacionadas con las operaciones apalancadas. Las entidades que utilizan el modelo de «rotación de capital», en particular, confirmaron que se habían centrado en otros ingresos no procedentes de intereses, afirmando que el 40% de los ingresos totales derivados de las operaciones apalancadas los obtienen de las comisiones por su organización y distribución, y más del 20%, de comisiones por asesoramiento (véase gráfico 3). Incluso una dependencia parcial de otros ingresos no procedentes de intereses relacionados con las operaciones apalancadas sugiere que una desaceleración en el mercado podría tener un impacto negativo en los flujos de ingresos de estas entidades. Sin embargo, es poco probable que un escenario de ingresos desfavorable bastara por sí mismo para provocar efectos sistémicos, ya que los ingresos generados a partir de las operaciones apalancadas representaron solamente una fracción moderada de los ingresos totales¹⁶.

Las entidades encuestadas indicaron que la debida diligencia, el análisis del crédito y la capacidad

Gráfico 3 Estructura de los ingresos netos de las entidades de crédito con modelo de negocio de «rotación de capital» en junio del 2006

(en porcentaje)



Fuente: BSC.
Nota: Las entidades de crédito con modelo de negocio de «rotación de capital» representaban un cuarto de todos los bancos encuestados.

para syndicar y distribuir el riesgo de crédito son elementos clave en su valoración de los riesgos asociados a los préstamos para operaciones apalancadas. Las entidades de crédito que organizan la sindicación suelen llevar a cabo su propia diligencia debida, mientras que los bancos que participan en ella suelen depender en gran medida de la diligencia debida externa. No obstante, las entidades de crédito consideraban que era crucial efectuar su propio análisis del crédito, para determinar tanto el nivel de endeudamiento que las empresas objeto de la adquisición podrían soportar en un escenario desfavorable, como la capacidad de los bancos de reducir las exposiciones a niveles adecuados.

Las entidades de crédito percibían que su capacidad para transferir sus exposiciones por deuda dependía en gran medida del clima existente en el

15 No obstante, los resultados de la encuesta pueden haber subestimado las inversiones en capital realizadas por las entidades de crédito en operaciones apalancadas, ya que las actividades de estas estructuras separadas podría no haberse consolidado en sus respuestas, especialmente en el caso de las filiales de los bancos no domiciliados en la UE. El importe total de las exposiciones por participación accionarial en junio del 2006 ascendía a 12 mm de euros, frente al importe de exposiciones por deuda, que rondaba los 100 mm de euros.

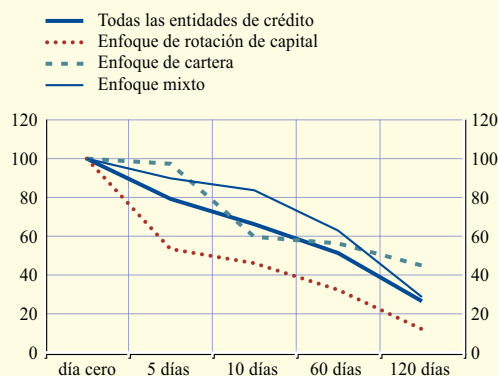
16 Aunque la dispersión era significativa en todas las entidades de crédito, solo en un cuarto de los bancos de la UE que respondieron a la encuesta los ingresos procedentes de operaciones apalancadas representaron más del 5% de los ingresos totales en junio del 2006.

mercado en relación con la deuda derivada de las operaciones apalancadas, que podría empeorar significativamente en caso de que se produjera un evento de crédito adverso o un impago temprano de la empresa objetivo. La fuente de riesgo más importante para los bancos que identificó la encuesta, en caso de que el mercado de operaciones apalancadas experimentase un retroceso brusco e inesperado, se refería al riesgo de *warehousing* o aseguramiento. Este riesgo se deriva de importantes concentraciones de deuda procedente de operaciones apalancadas, al que las entidades de crédito aseguradoras, especialmente aquellas cercanas al enfoque de «rotación de capital», se exponían desde el día en que se comprometían a financiar una operación apalancada hasta su finalización, y a lo largo del proceso de distribución de la deuda al mercado. La encuesta puso de manifiesto que, en promedio, el período de tiempo transcurrido desde que una entidad se compromete a facilitar fondos hasta que concluye la operación (es decir, que se ejecuta la transferencia de efectivo) era de 60 días. Una vez que se da por terminada la operación, la deuda procedente de la misma puede salir al mercado. No obstante, la encuesta reveló que los períodos para distribuir al mercado las exposiciones por deuda tendían a ser también bastante dilatados. Los resultados de la encuesta mostraron, asimismo, variaciones significativas en la velocidad con la que las entidades de crédito podían distribuir sus exposiciones, dependiendo principalmente, de nuevo, de sus modelos de negocio (véase gráfico 4).

El gráfico 4 muestra que los perfiles de distribución de la deuda derivada de las operaciones apalancadas no sigue estrictamente las sendas esperadas en los modelos de «cartera» y de «rotación de capital», dado que, en promedio, todas las entidades de crédito transfieren sus exposiciones. Las entidades de crédito con «rotación de capital» distribuyen, en promedio, el 50% de sus exposiciones dentro de los cinco días siguientes a que se finalice la operación, lo que puede considerarse bastante eficiente. Sin embargo, si su objetivo es reducir las exposiciones a cero, el proceso puede llevar más de cuatro meses. Si esto se suma a los períodos para ejecutar las operaciones apalancadas, se llega, en promedio, a un período

Gráfico 4 Reducción de la exposición en el tiempo, por modelo de negocio, en junio del 2006

(media del período 2001-2005; en porcentaje del PIB)



Fuente: BSC.

Notas: Basado en las cinco operaciones apalancadas de mayor tamaño declaradas por cada una de las entidades de crédito encuestadas en los 12 meses hasta junio del 2006. Un número significativo de entidades de crédito de la muestra consideran que utilizan el enfoque mixto, que combina características del enfoque de rotación de capital y del enfoque de cartera.

de aproximadamente medio año, siendo el período aún más dilatado en el caso de bancos que siguen modelos de negocio alternativos. Estos riesgos de *warehousing*, que se deben, con frecuencia, a los prolongados períodos para lograr la sindicación y a los niveles relativamente elevados de concentración de la deuda por operaciones apalancadas en unas pocas transacciones de gran tamaño, se identificaron como una fuente de riesgo importante para las entidades de crédito en caso de que el mercado de operaciones apalancadas experimentara una desaceleración brusca e inesperada.

4 LOS RIESGOS INDIRECTOS: DEPENDENCIA DE LAS OPERACIONES APALANCADAS DE LAS TRANSFERENCIAS DE RIESGO DE CRÉDITO

Aunque los resultados de la encuesta del BSC muestran que, en la UE, las exposiciones directas de los grandes bancos en las operaciones apalancadas son limitadas, esta conclusión está sujeta a importantes salvedades, relacionadas fundamentalmente con el papel desempeñado por los mercados de transferencias del riesgo de crédito que sustentan el mecanismo de cobertura y de distribución de la deuda utilizado por las entidades de

crédito para limitar sus exposiciones. Efectivamente, puede argumentarse que la mayoría de las entidades de crédito —con modelos de «cartera» y, sobre todo, de «rotación de capital»— que participan en la financiación mediante deuda de operaciones apalancadas de gran tamaño no intervendría en ellas si no existiese un mercado que funcionase bien y que les permitiese transferir las exposiciones de riesgo de crédito.

Sin embargo, incluso tras finalizar con éxito la operación, los mecanismos de transferencia del riesgo de crédito empleados para facilitar la distribución y cobertura de la deuda pueden dar lugar a varios riesgos. Cabe clasificar los riesgos en tres grandes categorías, aunque también es posible identificar otros adicionales. En primer lugar, se presentan riesgos de contraparte debido a la posibilidad de que la parte que asume la exposición al riesgo de crédito del banco no atienda, por el motivo que sea, sus obligaciones contractuales. En segundo lugar, se pueden materializar riesgos operacionales si el mercado de derivados de crédito no funciona adecuadamente en determinadas condiciones. En tercer lugar, pueden surgir riesgos legales tras el fracaso de una operación apalancada si las distintas partes que han adquirido exposiciones relacionadas con la operación en el mercado de transferencias del riesgo de crédito tienen diferentes objetivos e incentivos en el posterior proceso de resolución de la crisis. Seguidamente se tratan estos riesgos en más detalle.

Por lo que se refiere a los riesgos de contraparte, las contrapartes directas de las entidades de crédito en el contexto de su financiación de operaciones apalancadas son el fondo de capital riesgo y la empresa objeto de la compra. Sin embargo, una vez que se han concluido los acuerdos contractuales para la operación de aseguramiento de la deuda, las entidades de crédito comienzan a deshacerse de sus exposiciones en forma de préstamos en el mercado secundario utilizando los canales de transferencia del riesgo de crédito. En este proceso, el número y la variedad de las contrapartes se incrementa sustancialmente: las partes que adquieren las exposiciones de crédito de las operaciones apalancadas pueden incluir otras entidades

de crédito, empresas de seguros, fondos de pensiones, inversores de carteras de créditos y fondos de inversión libre.

Las distintas contrapartes en los mercados secundarios de deuda suelen tener interés en adquirir tipos de préstamos diferentes según sus perfiles de rentabilidad-riesgo específicos. Por lo tanto, los inversores con marcadas estrategias de compra y mantenimiento y/o que tengan limitaciones al nivel de riesgo que pueden asumir, como entidades de crédito, fondos de pensiones y empresas de seguros, suelen invertir en tramos de préstamos más preferentes (menos arriesgados). Por otra parte, los inversores que tratan de maximizar la rentabilidad de la inversión, como los fondos de inversión libre y los gestores de grandes carteras de crédito, pueden considerar más atractivos los tramos de préstamos subordinados. Cabe observar, sin embargo, que el mercado de préstamos apalancados de la UE se está desarrollando con rapidez y resulta cada vez más difícil clasificar la demanda de los inversores según sus «tradicionales» perfiles de rentabilidad-riesgo.

En caso de que se materializasen los riesgos de contraparte, el banco asegurador podría encontrarse expuesto a un riesgo con el que no contaba. La aparición de exposiciones al riesgo inesperadas puede llevar a una nueva valoración de los resultados actuales y pasados de la entidad de crédito, lo que podría tener consecuencias adversas sobre la rentabilidad y el precio de las acciones de la entidad y, en casos extremos, afectar a su capital. Para evitar un escenario tan desfavorable, las entidades de crédito que participan en la financiación de las operaciones apalancadas deben asegurarse de que las exposiciones por deuda que se sacan del balance se valoren adecuadamente, para reflejar los posibles cambios en el entorno operativo de las operaciones apalancadas subyacentes durante toda la vida del préstamo. Además, después de que se cubran o se vendan las exposiciones al riesgo de crédito, continúa siendo esencial que las entidades de crédito efectúen un seguimiento continuo de las actividades y de la solvencia financiera de los prestatarios y de las contrapartidas de las entidades en el mercado secundario de deuda.

En lo que respecta a los riesgos operativos, dado que las técnicas de gestión de riesgos utilizadas por las entidades de crédito que intervienen en la financiación de las operaciones apalancadas se caracterizan por un uso generalizado de derivados de crédito, la solidez de la infraestructura del mercado de derivados es clave para que los procesos de cobertura funcionen bien. La gran mayoría de todas las operaciones de derivados se producen en mercados OTC, donde muchos de los instrumentos negociados no se amortizan antes del vencimiento ni son estandarizados¹⁷. En el contexto de un acusado incremento de los volúmenes de contratación en los últimos años, se han puesto de manifiesto problemas en la infraestructura del mercado OTC, lo que contribuye a la multiplicación de la documentación de apoyo y a la acumulación de operaciones no confirmadas. Tales distorsiones podrían crear cuellos de botella en el sistema en situaciones en las que los volúmenes de contratación aumenten de forma inesperada, como sucede en los casos en los que varios inversores desean deshacer simultáneamente sus posiciones de cobertura. En respuesta a estas preocupaciones, los bancos centrales, los reguladores y los participantes en el mercado en los principales centros financieros han tomado medidas activas para prevenir que se materialicen los riesgos. Sin embargo, el rápido crecimiento de los mercados de derivados y de la innovación de los productos que se negocian en ellos exige que las prácticas se actualicen constantemente con el fin de garantizar un buen funcionamiento del mercado en todas las circunstancias.

Los riesgos legales constituyen un riesgo latente derivado del hecho de compartir las exposiciones al riesgo de crédito de estas operaciones mediante el uso de las transferencias del riesgo de crédito. Los analistas del mercado han señalado que la liquidación de la deuda para financiar empresas en crisis, tras haber fracasado el proyecto de operación apalancada, podría llegar a ser mucho más complicada que lo que suele ser en un crédito relacional (*relationship lending*) tradicional. En contraste con la situación del crédito relacional, en el que el acreedor es una entidad de crédito o un grupo de entidades bancarias con una larga historia de financiación de empresas, las contrapartes en el proceso de liquidación de la deuda en la financiación de operacio-

nes apalancadas pueden ser instituciones que han adquirido exposiciones en el mercado secundario y pueden tener preferencias, incentivos y horizontes bastante diferentes. Además, en el caso de las operaciones apalancadas que incluyen elementos transfronterizos, el hecho de que el deudor y los distintos acreedores puedan operar al amparo de múltiples legislaciones relativas a la quiebra puede complicar más aún los procesos.

Por ejemplo, imaginemos, por una parte, un fondo de inversión libre que ha comprado el tramo más *junior* (capital) de la estructura de financiación mediante deuda de una operación apalancada y que, por consiguiente, sería la primera parte afectada por las dificultades financieras de la empresa objeto de la operación. Al mismo tiempo, el carácter a corto plazo que a menudo tiene su estructura de financiación podría no permitirle soportar pérdidas más allá del corto plazo, sugiriendo que tal vez estaría dispuesto a obligar a la empresa a entrar en liquidación en una etapa temprana para recuperar al menos parte de su pérdida. Por otra parte, las entidades de crédito y los fondos de pensiones suelen ser inversores a largo plazo con fuentes de financiación y balances estables, que compran tramos de préstamos más *senior* y pueden tener un incentivo a permitir que la empresa reestructure su deuda y continúe operando. No queda totalmente claro ex ante la manera de resolver tales diferencias de forma ordenada en un entorno de mercado con un rápido desarrollo potencial.

5 RIESGOS EN QUE SE INCURRE EN LOS MERCADOS DE TITULIZACIÓN DE OPERACIONES APALANCADAS

Un importante impulsor de la demanda de préstamos generada por las operaciones apalancadas ha sido la innovación financiera que agrupa bonos con un rendimiento elevado, pero a menudo con una baja calidad crediticia, y divide el flujo de caja en tramos con distintas exposiciones al riesgo

¹⁷ Esto supone, entre otras cosas, que un contrato de derivados, una vez emitido, solo puede cancelarse emitiendo otro con una posición contraria a la expresada en la operación original, con lo que se multiplica el importe de las operaciones exigidas en el mercado.

de crédito. Estos instrumentos incluyen bonos de titulización de activos y obligaciones de deuda garantizadas (CDO, en sus siglas en inglés) Las CDO cuyo fondo de activos de garantía se compone de préstamos bancarios, más que de valores de renta fija, se denominan obligaciones de préstamo garantizadas (CLO en sus siglas en inglés). La elevada demanda de esos productos en los últimos años se ha visto favorecida, en parte, por los reducidos rendimientos de muchos activos financieros tradicionales, como los valores de renta fija. Los tramos *senior* de las CDO y las CLO están protegidos frente a impagos por los tramos más *junior*, que absorben las primeras pérdidas crediticias del fondo de activos. Por consiguiente, los tramos más *senior* pueden obtener unas calificaciones crediticias muy altas, pese a que los activos subyacentes del fondo de activos de garantía puedan tener una calificación muy baja (grado de subinversión). Como reflejo del grado del riesgo de impago, los distintos tramos pagan una prima sobre el tipo de mercado. Los inversores en esos productos suelen ser empresas de seguros y fondos de pensiones que han tratado de encontrar activos que se correspondan a su nivel de riesgo y que, sin embargo, proporcionen una rentabilidad satisfactoria con niveles más elevados que los rendimientos obtenidos por la deuda pública a largo plazo. No obstante, numerosos analistas del mercado han señalado que las elevadas calificaciones crediticias concedidas a los productos de crédito estructurados no tienen en cuenta que, como instrumentos apalancados, las CDO y las CLO también están sujetas a riesgos de mercado, con frecuencia significativos, y que pueden tener que hacer frente a problemas de liquidez en condiciones de contratación menos propicias.

En Estados Unidos, unos activos muy populares en los fondos de CDO han sido los bonos procedentes de la titulización de los denominados préstamos hipotecarios «subprime»^{18, 19}. Otros activos populares en los fondos de CLO son los préstamos que tienen su origen en operaciones apalancadas (los denominados préstamos apalancados). Ambos tipos de instrumentos de deuda tienen características que proporcionan los elementos adecuados para la elaboración de productos de crédito estructurados. Las operaciones de préstamo originales

son bastante «seguras», en el sentido de que las hipotecas y los préstamos concedidos e empresas con un flujo de caja constante (que suelen ser objetivo de las operaciones apalancadas) son contratos a largo plazo que proporcionan un pago por intereses continuo hasta el vencimiento. Eso es importante para los gestores de CDO/CLO, dado que la sustitución de activos morosos o impagados es costosa.

Durante el año 2007, los mercados financieros se vieron sacudidos por informaciones relativas a que la morosidad en las hipotecas «subprime» concedidas en el 2005 y en el 2006 había aumentado con rapidez. Los motivos de las dificultades experimentadas por los prestatarios para atender sus obligaciones de pago radicaban, principalmente, en la reducción del precio de las casas, los pagos por intereses más elevados y las menores posibilidades de obtener financiación. Dado que muchos tramos de CDO no se ajustan de forma continua a los precios de mercado a causa de la iliquidez derivada de su carácter de productos creados a medida, la valoración de estos productos depende de complejos modelos que suelen basarse en importantes supuestos (es decir, los instrumentos se ajustan al modelo). Como consecuencia de los cambios registrados en el entorno exterior que no se tuvieron completamente en cuenta en los modelos de valoración de las CDO, o que no se reflejaron en las series a corto plazo de datos históricos utilizados para calibrarlos, los supuestos de los modelos que subyacen a la calificación crediticia, la gestión de los riesgos y la valoración de los préstamos «subprime» en Estados Unidos fallaron en los años 2005 y 2006.

18 Las hipotecas «sub-prime» son préstamos para adquisición de vivienda concedidos a prestatarios sin historial de crédito o con un historial de crédito reducido, y que se caracterizan normalmente por ratios préstamo-valor elevadas y tipos de interés variable. La entidad que origina la hipoteca vende posteriormente los bonos en el mercado. Este tipo de hipotecas se concedían inicialmente con tipos de interés más bajos (*teaser rate*), que después de un período predeterminado se fijaban en niveles más elevados.

19 Según Moody's, el porcentaje medio de activos «sub-prime» que forman parte de los activos de garantía de CDO era de aproximadamente el 45% en el 2006. Sin embargo, existe una amplia gama de CDO que se clasifican en diferentes categorías de riesgo, en los fondos de activos de garantía con menos riesgo sólo se incluyen hipotecas «prime», mientras que en otros los activos de garantía pueden contener hasta un 80% de préstamos «subprime».

El mercado internacional de préstamos apalancados, que incluye un importante segmento europeo, muestra ciertas similitudes con el mercado hipotecario «subprime» de Estados Unidos, lo que puede ocasionar preocupaciones relativas a la estabilidad financiera en caso de que se produzca un giro desfavorable en el ciclo de crédito. Las elevadas ratios de endeudamiento de las últimas operaciones apalancadas realizadas pueden compararse con la elevada ratio préstamo-valor de las hipotecas «subprime». Además, la práctica de la recapitalización de los dividendos, mediante la cual los socios que participan en las operaciones apalancadas pueden aprovechar el aumento de la valoración en el mercado de las empresas objeto de adquisición, es similar a la refinanciación hipotecaria, que supuso un factor de apoyo importante en el mercado «subprime» durante los años en que subieron los precios de las casas en Estados Unidos. Como las entidades de crédito han venido compitiendo por las actividades de aseguramiento y asesoría en el mercado de operaciones apalancadas, es posible que los criterios de concesión de los préstamos se hayan relajado, y puede que se hayan adoptado de forma creciente estructuras que favorecen a los prestatarios, como contratos con cláusulas menos exigentes (*covenant-light*). Esto es similar a las hipotecas que sólo pagan intereses y a las que tienen amortización negativa que se aplican en el mercado de préstamos «subprime». Si bien puede argumentarse que este tipo de prácticas mejora el nivel de estandarización en el mercado, permitiendo la introducción de índices e instrumentos de cobertura, como los seguros de riesgo de crédito de los préstamos (*loan credit default swap* o LCDS, en sus siglas en inglés), pueden, al mismo tiempo, permitir que empresas no viables sigan operando por más tiempo de lo que lo hubieran hecho sin tener que declararse en quiebra. Cuando, finalmente, la empresa incumple pagos, la tasa de recuperación de los acreedores puede que se haya deteriorado sustancialmente.

Existen, por supuesto, también importantes diferencias entre los dos mercados: la diferencia clave se encuentra en que, al contrario de lo que ocurre con los prestatarios en los mercados hipotecarios «subprime», los prestatarios en los mercados de préstamos apalancados son, por lo general, muy so-

fisticados desde el punto de vista financiero. Por ello, han podido lograr acuerdos que, en muchos casos, los protegerán frente a fluctuaciones cíclicas a corto plazo. A pesar de estas estructuras de protección, la experiencia obtenida en los mercados hipotecarios «subprime» tal vez nos ayude a entender cómo el mercado de préstamos apalancados puede ocasionar un empeoramiento más amplio del mercado de crédito. Dado que muchas de las últimas operaciones apalancadas podrían haberse efectuado con la expectativa de una nueva subida de los precios de compra, que permitiría refinanciar rápidamente la operación, cabe la posibilidad de que un retroceso en el mercado exponga a muchas de las operaciones a condiciones de mercado que no se valoraron en las transacciones originales. Por ejemplo, unos tipos de interés de mercado más elevados reducirían la cobertura de intereses de las operaciones existentes, posiblemente empujando a algunas de ellas a incumplir sus obligaciones de pago²⁰. Además, en los casos en que está prevista que la devolución de los préstamos apalancados se produzca al vencimiento del préstamo (*back-ended amortisation schemes*), los ingresos retenidos y los flujos de caja de las empresas objetivo pueden no bastar para pagar la deuda, si el entorno económico se deteriora en el momento en que se ha de atender el pago.

6 CONCLUSIONES

Al tratar de evaluar el riesgo que entraña el mercado de operaciones apalancadas para la estabilidad financiera, conviene considerar hasta qué punto los riesgos de que se produzca una desaceleración en este mercado podría tener consecuencias sistémicas. Aunque las exposiciones directas de las entidades en operaciones apalancadas parecen ser limitadas, dado que la mayor parte de la deuda se distribuye a través de instrumentos de transferencia del riesgo de crédito o de titulización, la incertidumbre sobre la identidad de los tenedores finales

20 La encuesta del BSC puso de manifiesto que una gran proporción de operaciones apalancadas en Europa financiadas por las entidades de crédito en los años 2005 y 2006 sólo tenían, en su momento, una cobertura marginal de tipos de interés, que mide los resultados por encima de un múltiplo estimado de los pagos por intereses programados.

del riesgo de crédito que se distribuye es considerable. Con todo, si la experiencia del mercado «subprime» de Estados Unidos nos puede servir de guía, es probable que el impacto de una fase bajista en el mercado sobre las entidades se produzca en varias etapas. En primer lugar, pueden verse afectadas las entidades que mantienen en sus balances exposiciones directas en proyectos de operaciones apalancadas —a través del capital o del crédito directo—. Las posibles consecuencias sistémicas se desarrollarían de modo bastante similar a aquellas en que se registra un repentino deterioro en la calidad de la cartera de préstamos a empresas de una gran entidad de crédito. En concreto, los riesgos para la estabilidad financiera dependerían, sobre todo, de la adecuación de los colchones financieros de la entidad de crédito afectada y de su importan-

cia para el sistema financiero general a través, por ejemplo, del mercado interbancario. El segundo impacto podría transmitirse a través de los riesgos de contraparte en el mercado de transferencias del riesgo de crédito, en la medida en que posiblemente algunas de las entidades que han adquirido exposiciones al riesgo de crédito no puedan mantener pérdidas más allá del corto plazo. Dado el significativo papel que desempeñan los mercados de transferencias del riesgo de crédito en las grandes entidades, especialmente en sus modelos de negocio y en la gestión de los riesgos, cualquier perturbación en los mismos que provoque una dislocación profunda de sus funciones de valoración del producto, de creación de mercado o de negociación podría tener consecuencias potenciales para varias entidades al mismo tiempo.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

6	FINANZAS PÚBLICAS	
6.1	Recursos, empleos y déficit/superávit	S55
6.2	Deuda	S56
6.3	Variaciones de la deuda	S57
6.4	Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales	S58
6.5	Deuda trimestral y variaciones de la deuda	S59
7	OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR	
7.1	Balanza de pagos	S60
7.2	Presentación monetaria de la balanza de pagos	S65
7.3	Desagregación geográfica de la balanza de pagos y posición de inversión internacional	S66
7.4	Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)	S68
7.5	Comercio exterior de bienes	S70
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivo	S72
8.2	Tipos de cambio bilaterales	S73
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	S74
9.2	En Estados Unidos y Japón	S75
	LISTA DE GRÁFICOS	S76
	NOTAS TÉCNICAS	S77
	NOTAS GENERALES	S83

AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO EL 1 DE ENERO DE 2007 CON LA INCORPORACIÓN DE ESLOVENIA

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2007 se refieren a la Euro-13 (la zona del euro, que incluye Eslovenia) 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 y el 2007, calculadas tomando como base los años 2000 y 2006, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de Grecia y de Eslovenia, respectivamente, a la zona del euro. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Eslovenia pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>).

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1),2)}	M3 ^{1),2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,6	2,18	3,44
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,8	3,08	3,86
2006 III	7,6	8,4	8,1	-	11,2	15,0	3,22	3,97
IV	6,8	8,7	9,0	-	11,2	16,6	3,59	3,86
2007 I	7,0	9,1	10,2	-	10,6	15,9	3,82	4,08
II	6,2	9,2	10,6	-	10,5	.	4,07	4,42
2007 Feb	6,7	8,9	10,1	10,4	10,4	15,5	3,82	4,12
Mar	7,0	9,5	11,0	10,5	10,6	17,4	3,89	4,02
Abr	6,0	8,8	10,3	10,6	10,4	18,0	3,98	4,25
May	5,9	9,3	10,6	10,6	10,4	18,3	4,07	4,37
Jun	6,1	9,5	10,9	.	10,8	.	4,15	4,66
Jul	.	.	.	.	.	.	4,22	4,63

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
2005	2,2	4,1	2,4	1,5	1,3	81,2	0,8	8,6
2006	2,2	5,1	2,4	2,8	4,0	83,3	1,4	7,9
2006 IV	1,8	4,1	2,2	3,3	4,0	84,2	1,5	7,6
2007 I	1,9	2,9	2,2	3,1	3,7	84,6	1,4	7,2
II	1,9	.	.	.	.	84,5	.	7,0
2007 Feb	1,8	2,9	-	-	3,9	-	-	7,2
Mar	1,9	2,8	-	-	4,0	-	-	7,1
Abr	1,9	2,4	-	-	2,7	84,8	-	7,0
May	1,9	2,4	-	-	2,3	-	-	6,9
Jun	1,9	.	-	-	.	-	-	6,9
Jul	1,8	.	-	-	.	84,2	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							7	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	10,3	45,4	-210,0	146,1	320,1	103,3	104,1	1,2441
2006	0,4	28,6	-158,8	263,5	325,8	103,6	104,4	1,2556
2006 III	-3,6	7,5	-43,9	22,3	325,0	104,5	105,3	1,2743
IV	22,5	17,8	-59,4	120,4	325,8	104,6	105,3	1,2887
2007 I	2,8	7,6	-24,2	122,2	331,6	105,5	105,9	1,3106
II	.	.	.	.	325,3	107,1	107,3	1,3481
2007 Feb	-4,5	2,3	-11,0	23,0	337,5	105,4	105,9	1,3074
Mar	11,1	9,6	-5,9	65,6	331,6	106,1	106,4	1,3242
Abr	-3,7	4,3	-24,5	15,6	330,0	107,1	107,4	1,3516
May	-12,6	3,6	-11,3	7,3	327,4	107,3	107,4	1,3511
Jun	.	.	.	.	325,3	106,9	106,9	1,3419
Jul	.	.	.	.	.	107,6	107,6	1,3716

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

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

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



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

1. Activo

	2007 6 julio	2007 13 julio	2007 20 julio	2007 27 julio
Oro y derechos en oro	172.712	172.624	172.336	172.141
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	144.357	143.170	143.569	143.246
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	22.760	23.892	23.526	24.268
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	16.535	15.882	16.292	16.207
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	448.171	442.002	451.819	465.667
Operaciones principales de financiación	297.999	292.000	301.499	315.501
Operaciones de financiación a plazo más largo	150.002	150.002	150.002	150.003
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	4	0	318	155
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	166	0	0	8
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	13.567	14.177	13.976	14.018
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	93.931	93.117	93.313	94.246
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	37.149	37.149	37.149	37.148
Otros activos	242.575	243.351	244.439	245.643
Total activo	1.191.757	1.185.364	1.196.419	1.212.584

2. Pasivo

	2007 6 julio	2007 13 julio	2007 20 julio	2007 27 julio
Billetes en circulación	638.219	638.835	638.230	638.962
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	191.614	193.115	190.198	196.804
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	190.548	193.037	190.119	195.209
Facilidad de depósito	1.064	78	79	1.595
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	2	0	0	0
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	213	215	218	216
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	56.892	50.087	63.772	71.036
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	19.472	18.904	18.826	18.698
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	182	181	156	323
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	17.172	16.888	16.972	17.299
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.517	5.517	5.517	5.517
Otros pasivos	77.154	76.299	77.207	78.406
Cuentas de revalorización	117.010	117.010	117.010	117.010
Capital y reservas	68.312	68.313	68.313	68.313
Total pasivo	1.191.757	1.185.364	1.196.419	1.212.584

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días	
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	
Operaciones principales de financiación								
2007	4 Abr	382.753	356	291.500	3,75	3,83	3,83	7
	11	364.037	346	280.000	3,75	3,81	3,82	7
	18	397.484	366	281.500	3,75	3,81	3,82	7
	25	392.541	350	288.500	3,75	3,82	3,83	7
	2 May	371.510	306	279.500	3,75	3,82	3,83	7
	9	353.181	325	276.000	3,75	3,81	3,82	6
	15	360.720	307	281.000	3,75	3,82	3,82	8
	23	364.192	359	295.500	3,75	3,82	3,82	7
	30	360.182	331	284.500	3,75	3,82	3,83	7
	6 Jun	331.056	322	279.000	3,75	3,75	3,77	7
	13	363.785	344	282.000	4,00	4,06	4,07	7
	20	365.298	361	288.000	4,00	4,06	4,07	7
	27	340.137	341	313.500	4,00	4,07	4,08	7
	4 Jul	357.489	334	298.000	4,00	4,03	4,05	7
	11	382.686	352	292.000	4,00	4,06	4,06	7
	18	375.272	376	301.500	4,00	4,06	4,06	7
	25	370.371	358	315.500	4,00	4,06	4,07	7
	1 Ago	373.286	329	298.000	4,00	4,04	4,06	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2006	27 Jul	54.824	158	40.000	-	3,08	3,09	91
	31 Ago	51.079	148	40.000	-	3,20	3,21	91
	28 Sep	49.801	136	40.000	-	3,30	3,32	84
	26 Oct	62.854	159	40.000	-	3,48	3,50	98
	30 Nov	72.782	168	40.000	-	3,58	3,58	91
	21 Dic	74.150	161	40.000	-	3,66	3,67	98
2007	1 Feb	79.099	164	50.000	-	3,72	3,74	85
	1 Mar	80.110	143	50.000	-	3,80	3,81	91
	29	76.498	148	50.000	-	3,87	3,87	91
	27 Abr	71.294	148	50.000	-	3,96	3,97	90
	31 May	72.697	147	50.000	-	4,06	4,07	91
	28 Jun	66.319	139	50.000	-	4,11	4,12	91
	26 Jul	78.703	144	50.000	-	4,20	4,20	98

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días	
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2006	7 Feb	Operaciones temporales	28.260	28	6.500	-	2,25	2,31	2,32	1
	7 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	2.600	3	2.600	2,25	-	-	-	1
	11 Abr	Operaciones temporales	47.545	29	26.000	-	2,50	2,55	2,58	1
	9 May	Captación de depósitos a plazo fijo	15.810	16	11.500	2,50	-	-	-	1
	14 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	4.910	8	4.910	2,50	-	-	-	1
	11 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	9.000	9	8.500	2,75	-	-	-	1
	8 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	19.860	21	18.000	2,75	-	-	-	1
	5 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	13.635	17	11.500	3,00	-	-	-	1
	10 Oct	Operaciones temporales	36.120	26	9.500	-	3,00	3,05	3,06	1
	12 Dic	Operaciones temporales	21.565	25	2.500	-	3,25	3,32	3,33	1
2007	13 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	2.300	2	2.300	3,50	-	-	-	1
	17 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	42.245	35	22.500	3,75	-	-	-	1
	14 May	Captación de depósitos a plazo fijo	2.460	7	2.460	3,75	-	-	-	1
	12 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	12.960	11	6.000	3,75	-	-	-	1
	10 Jul	Operaciones temporales	17.385	18	2.500	-	4,00	4,06	4,07	1

Fuente: BCE.

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

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1
2007 Ene	15.889,0	8.478,5	638,8	1.984,4	1.278,8	3.508,5
Feb	16.033,9	8.490,3	645,9	1.990,6	1.350,2	3.556,9
Mar	16.253,0	8.634,2	657,4	2.009,8	1.358,8	3.592,8
Abr	16.456,1	8.764,2	677,6	2.021,0	1.387,2	3.606,1
May	16.718,7	8.886,3	701,9	2.044,3	1.439,8	3.646,4

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento, que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
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
2007 17 Abr	181,8	182,6	0,8	0,0	3,81
14 May	182,2	183,2	1,0	0,0	3,82
12 Jun	185,3	186,2	0,9	0,0	3,80
10 Jul	188,3	189,6	1,2	0,0	4,06
7 Ago	191,3	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria	
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema							Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema			Otros factores (neto)
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ²⁾					
	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
2007 17 Abr	323,6	281,7	145,7	0,5	0,0	0,3	0,9	614,8	48,2	-95,2	182,6	797,7
14 May	326,1	281,6	150,0	0,3	0,0	0,5	0,1	620,0	51,3	-97,2	183,2	803,8
12 Jun	326,4	284,9	150,0	0,3	0,0	0,2	0,2	625,2	49,1	-99,4	186,2	811,7
10 Jul	323,0	295,4	150,0	0,2	0,1	0,3	0,0	631,3	53,9	-106,4	189,6	821,2

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

2) A partir del 1 de enero de 2007, incluye las operaciones de política monetaria ejecutadas mediante la captación de depósitos a plazo fijo por el Banka Slovenije antes del 1 de enero de 2007 y que todavía estaban vivas con posterioridad a esa fecha.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007 Ene	1.540,4	663,7	19,7	0,6	643,3	224,7	194,4	2,4	27,9	-	17,2	361,4	14,8	258,6
Feb	1.582,1	682,5	19,7	0,6	662,1	234,6	202,8	2,4	29,5	-	17,2	365,7	14,8	267,4
Mar	1.576,7	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,5	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,8	253,6
Abr	1.588,8	700,1	19,1	0,6	680,4	243,5	210,2	2,2	31,1	-	17,7	355,8	15,3	256,4
May	1.629,8	724,7	18,1	0,6	705,9	248,1	213,5	2,1	32,5	-	17,8	354,0	15,3	269,8
Jun ³⁾	1.651,5	751,5	17,7	0,6	733,1	249,8	213,2	2,2	34,3	-	17,8	354,1	15,4	263,0
IFM, excluido el Eurosistema														
2005	23.631,5	13.681,7	826,9	8.285,1	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006	25.973,9	14.904,2	810,5	9.160,3	4.933,4	3.555,2	1.276,5	645,8	1.632,8	83,5	1.194,5	4.330,1	172,6	1.733,9
2007 Ene	26.402,2	15.074,2	806,2	9.275,8	4.992,2	3.601,8	1.296,0	644,4	1.661,4	84,6	1.219,6	4.489,6	171,8	1.760,7
Feb	26.619,6	15.158,9	803,2	9.337,0	5.018,7	3.626,4	1.293,2	658,2	1.675,0	87,4	1.219,6	4.575,7	171,8	1.779,7
Mar	27.107,3	15.339,9	801,3	9.441,0	5.097,6	3.661,0	1.282,2	685,8	1.693,0	92,4	1.244,5	4.684,7	195,1	1.889,8
Abr	27.478,4	15.500,4	802,3	9.526,0	5.172,2	3.671,1	1.258,8	706,3	1.706,0	96,9	1.314,3	4.802,2	199,6	1.893,9
May	27.847,8	15.613,6	797,8	9.600,2	5.215,7	3.746,4	1.291,6	733,9	1.720,9	95,0	1.352,8	4.901,2	200,6	1.938,1
Jun ³⁾	28.054,7	15.779,9	798,1	9.717,2	5.264,5	3.763,8	1.284,6	758,3	1.720,9	95,4	1.277,5	4.870,2	201,6	2.066,1

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 Ene	1.540,4	621,2	433,3	48,2	18,8	366,3	-	0,8	214,9	36,9	233,2
Feb	1.582,1	623,2	466,5	51,4	19,8	395,2	-	0,4	218,2	39,1	234,7
Mar	1.576,7	632,7	455,6	44,8	17,5	393,3	-	0,3	216,3	39,5	232,4
Abr	1.588,8	641,6	455,5	42,0	19,8	393,7	-	0,1	213,6	43,1	234,9
May	1.629,8	644,9	482,3	47,2	21,3	413,8	-	0,1	211,4	42,5	248,6
Jun ³⁾	1.651,5	652,6	495,2	51,2	23,3	420,7	-	0,1	207,0	51,0	245,6
IFM, excluido el Eurosistema											
2005	23.631,5	-	12.212,2	149,2	7.211,9	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006	25.973,9	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	697,7	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.330,5
2007 Ene	26.402,2	-	13.297,9	122,3	7.888,2	5.287,4	726,1	4.313,8	1.459,3	4.181,6	2.423,6
Feb	26.619,6	-	13.358,7	138,0	7.899,2	5.321,4	739,9	4.372,4	1.478,1	4.231,2	2.439,4
Mar	27.107,3	-	13.595,8	139,0	8.047,1	5.409,7	758,7	4.425,0	1.529,7	4.255,6	2.542,6
Abr	27.478,4	-	13.693,8	131,6	8.098,1	5.464,1	779,2	4.448,1	1.546,8	4.407,5	2.603,0
May	27.847,8	-	13.850,8	152,6	8.164,2	5.534,0	797,5	4.502,3	1.547,6	4.519,8	2.629,7
Jun ³⁾	28.054,7	-	14.028,4	169,2	8.265,6	5.593,6	795,2	4.522,0	1.554,6	4.449,2	2.705,2

Fuente: BCE.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información véanse las Notas Generales.
- 2) Importes emitidos por residentes en la zona del euro. Los importes emitidos por no residentes están incluidos en «Activos frente a no residentes en la zona del euro».
- 3) Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.
- 4) Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

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

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

1. Activo

	Total 1	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro 8	Activos frente a no residentes en la zona del euro 9	Activo fijo 10	Resto de activos 11
		Total 2	AAPP 3	Otros residentes en la zona del euro 4	Total 5	AAPP 6	Otros residentes en la zona del euro 7				
Saldos vivos											
2005	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006	19.743,5	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,3	1.464,0	648,3	829,9	4.681,5	187,3	1.941,4
2007 Ene	20.097,3	10.102,4	826,0	9.276,4	2.137,2	1.490,5	646,8	846,3	4.850,9	186,6	1.973,8
Feb	20.284,2	10.160,6	822,9	9.337,6	2.156,6	1.496,0	660,6	836,5	4.941,4	186,6	2.002,6
Mar	20.649,3	10.262,7	821,0	9.441,6	2.175,6	1.487,7	687,9	857,6	5.044,2	209,9	2.099,2
Abr	20.918,5	10.348,0	821,4	9.526,6	2.177,5	1.469,0	708,5	916,8	5.157,9	214,9	2.103,4
May	21.217,6	10.416,7	815,9	9.600,8	2.241,1	1.505,1	736,0	928,0	5.255,2	215,9	2.160,7
Jun ^(p)	21.395,9	10.533,7	815,8	9.717,9	2.258,4	1.497,9	760,6	881,0	5.224,4	217,0	2.281,4
Operaciones											
2005	1.608,6	708,9	12,8	696,0	156,2	76,2	80,0	53,2	448,5	1,4	240,4
2006	1.998,2	877,3	-14,4	891,6	10,6	-96,8	107,4	98,5	802,0	6,4	203,5
2007 Ene	292,7	84,5	-4,0	88,4	22,8	21,2	1,6	13,0	143,9	-0,9	29,3
Feb	223,2	63,2	-3,0	66,2	18,0	4,3	13,7	-10,5	124,9	0,0	27,6
Mar	368,0	106,3	-1,3	107,7	22,3	-6,5	28,9	17,8	125,6	1,4	94,6
Abr	308,7	92,5	0,5	92,1	3,9	-16,7	20,6	58,2	151,7	1,0	1,4
May	270,2	69,4	-5,5	74,9	60,7	36,7	24,0	5,9	77,4	1,0	55,8
Jun ^(p)	190,7	119,2	-0,5	119,7	20,5	-5,2	25,8	-45,0	-23,0	1,2	117,8

2. Pasivo

	Total 1	Efectivo en circulación 2	Depósitos de la Administración Central 3	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes 4	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾ 5	Valores distintos de acciones y partici- paciones ³⁾ 6	Capital y reservas 7	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro 8	Resto de pasivos 9	Discrepancias de pasivos entre IFM 10
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.743,5	592,2	157,9	7.906,5	614,1	2.587,9	1.276,5	4.026,5	2.566,1	15,7
2007 Ene	20.097,3	575,6	170,4	7.907,0	641,5	2.625,3	1.283,7	4.218,6	2.656,8	18,3
Feb	20.284,2	578,7	189,5	7.919,0	652,5	2.668,3	1.296,0	4.270,2	2.674,1	35,8
Mar	20.649,3	588,4	183,8	8.064,6	666,3	2.701,8	1.341,8	4.295,1	2.775,0	32,5
Abr	20.918,5	594,7	173,6	8.117,9	682,3	2.711,1	1.345,1	4.450,6	2.837,9	5,3
May	21.217,6	597,6	199,8	8.185,6	702,5	2.749,0	1.316,4	4.562,3	2.878,4	26,2
Jun ^(p)	21.395,9	604,9	220,4	8.288,8	699,8	2.766,9	1.347,2	4.500,2	2.950,9	16,7
Operaciones										
2005	1.608,6	64,4	10,9	495,7	-3,0	213,5	96,2	448,0	333,8	-50,8
2006	1.998,2	59,4	-15,2	683,7	27,0	285,6	57,3	601,6	253,4	45,4
2007 Ene	292,7	-17,0	11,2	-20,6	28,9	30,0	0,6	166,8	96,1	-3,4
Feb	223,2	3,1	19,0	16,1	11,5	50,5	8,3	84,3	6,6	23,8
Mar	368,0	9,7	-5,4	147,8	14,1	37,0	29,7	41,1	93,7	0,2
Abr	308,7	6,3	-10,2	58,0	18,0	18,9	-2,2	191,1	46,5	-17,9
May	270,2	2,8	26,2	65,4	15,6	32,0	-28,2	91,7	46,0	18,7
Jun ^(p)	190,7	7,3	20,6	102,6	-2,4	18,4	36,8	-58,6	73,3	-7,5

Fuente: BCE.

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

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

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

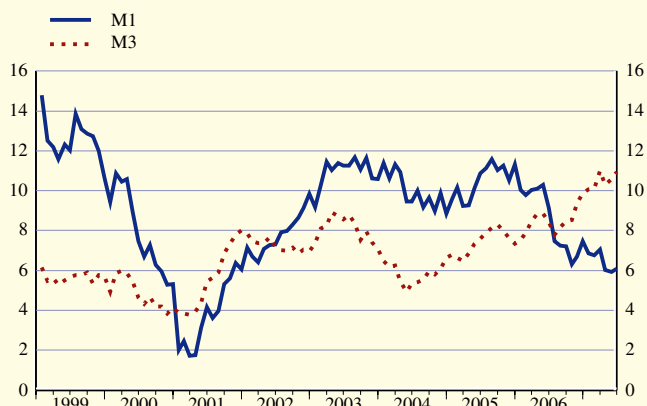
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios²⁾ y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos	9		10
	Saldos vivos											
2005	3.419,4	2.653,2	6.072,6	999,4	7.072,0	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	422,2	
2006	3.676,6	2.953,1	6.629,7	1.102,1	7.731,8	-	5.428,7	2.321,2	10.658,5	9.167,4	632,9	
2007 Ene	3.688,1	2.989,4	6.677,4	1.134,5	7.811,9	-	5.479,0	2.321,7	10.770,9	9.273,9	629,4	
Feb	3.709,7	3.006,4	6.716,2	1.152,8	7.868,9	-	5.514,6	2.321,7	10.843,2	9.342,4	680,0	
Mar	3.746,8	3.064,9	6.811,8	1.190,4	8.002,2	-	5.590,4	2.301,4	10.978,0	9.444,7	766,5	
Abr	3.740,1	3.106,4	6.846,5	1.190,5	8.037,0	-	5.621,4	2.277,1	11.095,8	9.516,8	731,6	
May	3.768,7	3.127,8	6.896,5	1.217,3	8.113,8	-	5.640,4	2.313,9	11.212,4	9.592,8	726,6	
Jun ^(p)	3.784,7	3.170,1	6.954,8	1.228,6	8.183,3	-	5.711,2	2.300,6	11.327,4	9.689,1	719,3	
Operaciones												
2005	337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	401,5	94,5	835,5	700,4	0,1	
2006	255,5	309,9	565,4	130,2	695,6	-	427,0	-114,1	1.105,0	896,5	200,2	
2007 Ene	2,9	27,0	29,8	34,0	63,9	-	32,6	-4,6	85,0	79,5	-3,8	
Feb	23,0	18,9	41,9	18,5	60,5	-	40,4	-1,1	76,5	73,5	52,4	
Mar	37,8	59,5	97,3	38,7	136,0	-	63,0	-18,1	136,7	105,9	93,0	
Abr	-5,5	43,9	38,4	1,1	39,5	-	37,2	-22,1	123,9	79,2	-32,5	
May	27,9	20,5	48,4	21,2	69,5	-	14,1	37,3	108,8	76,8	-4,9	
Jun ^(p)	14,8	43,2	58,0	9,9	67,9	-	77,7	-11,7	120,8	98,9	-2,9	
Tasas de crecimiento												
2005 Dic	11,3	5,4	8,5	0,9	7,3	7,5	8,9	4,1	9,6	9,2	0,1	
2006 Dic	7,5	11,7	9,3	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,2	
2007 Ene	6,9	12,0	9,1	16,1	10,1	10,0	8,6	-4,8	11,3	10,7	189,4	
Feb	6,7	11,6	8,9	17,9	10,1	10,4	8,4	-4,1	10,8	10,4	256,5	
Mar	7,0	12,7	9,5	20,2	11,0	10,5	8,9	-4,9	10,9	10,6	341,4	
Abr	6,0	12,4	8,8	19,5	10,3	10,6	8,9	-5,6	10,8	10,4	316,5	
May	5,9	13,6	9,3	18,6	10,6	10,6	8,5	-3,1	11,1	10,4	298,3	
Jun ^(p)	6,1	13,9	9,5	19,9	10,9	.	9,2	-3,6	11,5	10,8	262,0	

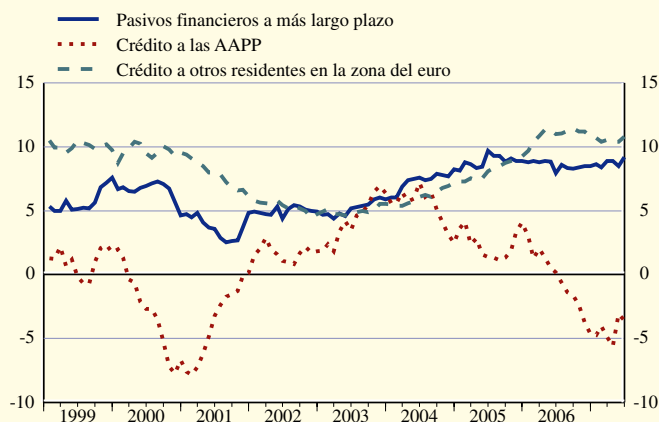
C1 Agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2) Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central (M1, M2, M3; véase el Glosario).

3) En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

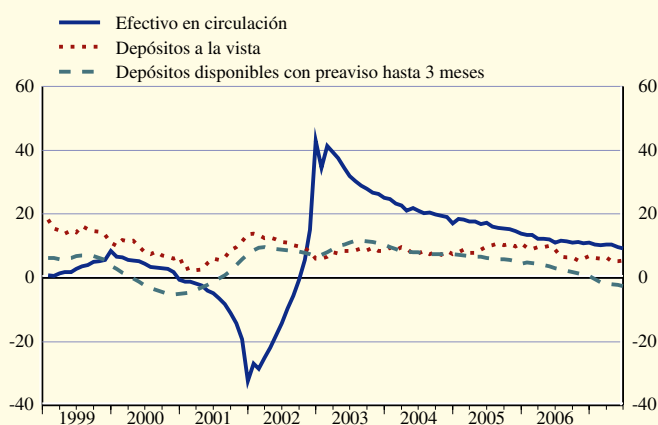
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2005	521,5	2.897,9	1.109,9	1.543,2	241,6	631,6	126,2	2.202,6	86,9	1.511,2	1.199,6
2006	579,0	3.097,6	1.401,7	1.551,4	272,0	631,4	198,7	2.396,2	102,4	1.654,6	1.275,6
2007 Ene	583,2	3.104,9	1.442,5	1.546,9	268,2	645,5	220,8	2.423,0	105,2	1.666,4	1.284,4
Feb	588,3	3.121,5	1.468,3	1.538,1	265,1	655,7	231,9	2.442,3	106,9	1.670,0	1.295,5
Mar	592,1	3.154,7	1.528,2	1.536,8	280,3	670,0	240,1	2.461,4	107,8	1.682,7	1.338,5
Abr	597,4	3.142,7	1.573,3	1.533,0	271,6	676,3	242,6	2.467,7	108,7	1.694,0	1.351,0
May	597,8	3.170,9	1.595,6	1.532,3	270,5	691,8	255,0	2.488,9	108,6	1.716,2	1.326,7
Jun ^(p)	599,2	3.185,5	1.644,3	1.525,7	285,7	701,2	241,7	2.517,3	109,4	1.736,4	1.348,1
Operaciones											
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-5,9	-2,0	16,4	198,4	-4,3	111,2	96,1
2006	57,5	198,0	300,8	9,2	31,2	28,8	70,2	216,3	15,5	137,8	57,5
2007 Ene	3,7	-0,9	32,4	-5,4	-3,8	15,6	22,3	19,1	2,1	9,2	2,2
Feb	5,1	17,9	27,7	-8,7	-3,0	10,8	10,8	27,3	1,6	4,4	7,0
Mar	3,8	34,0	60,8	-1,3	15,2	14,5	9,0	21,9	0,9	13,1	27,1
Abr	5,3	-10,8	47,6	-3,6	-8,6	8,4	1,4	17,0	1,0	12,3	6,9
May	0,4	27,5	21,3	-0,8	-1,1	10,9	11,3	16,3	-0,1	21,7	-23,8
Jun ^(p)	1,3	13,5	49,0	-5,8	13,7	9,7	-13,6	29,2	0,9	20,2	27,4
Tasas de crecimiento											
2005 Dic	13,8	10,9	6,5	4,4	-2,4	-0,3	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 Dic	11,0	6,8	27,2	0,6	13,0	4,7	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Ene	10,4	6,2	29,3	-0,4	11,6	8,2	58,1	10,3	18,9	8,9	4,8
Feb	10,2	6,1	29,3	-1,3	15,2	9,6	56,2	10,7	20,7	8,2	3,6
Mar	10,5	6,4	32,3	-1,7	19,3	12,2	52,0	11,0	20,6	8,1	5,3
Abr	10,5	5,2	31,2	-2,0	13,5	13,2	52,5	10,8	20,4	7,9	5,8
May	9,6	5,3	34,7	-2,3	10,3	13,8	48,0	10,7	18,4	8,3	4,1
Jun ^(p)	9,2	5,5	35,0	-2,5	14,8	14,5	48,5	11,0	17,6	8,8	5,7

C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

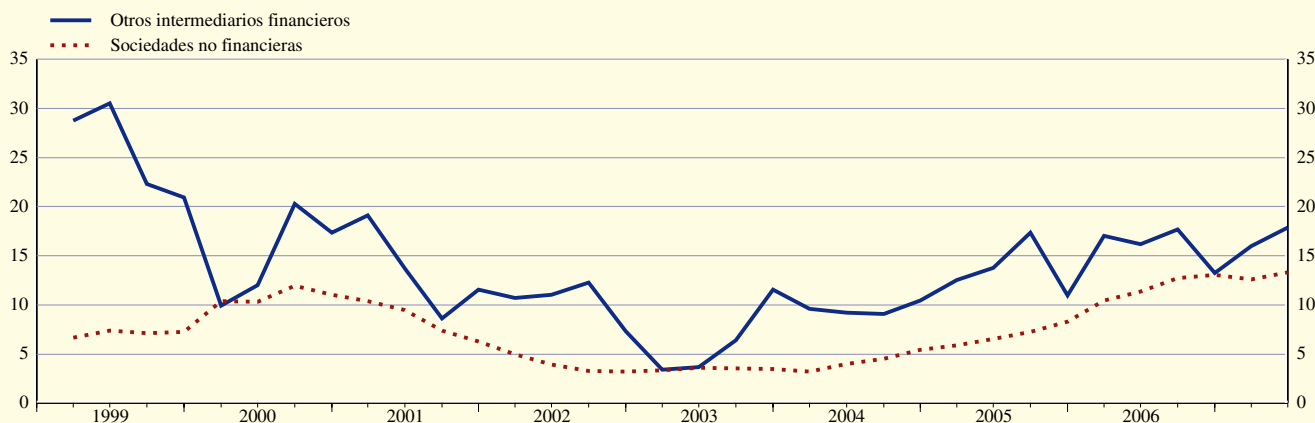
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras³⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ⁴⁾		Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007 Ene	99,8	72,2	721,9	440,9	3.898,3	1.157,5	717,4	2.023,3
Feb	96,9	70,2	741,9	460,8	3.920,6	1.160,6	726,1	2.033,9
Mar	98,5	71,7	774,9	488,6	3.957,0	1.172,1	738,5	2.046,4
Abr	105,6	79,4	794,8	502,5	3.998,0	1.188,7	749,0	2.060,2
May	109,0	82,4	788,5	492,3	4.047,9	1.196,8	765,7	2.085,4
Jun ^(p)	110,4	83,5	802,4	502,2	4.113,3	1.230,5	776,2	2.106,5
Operaciones								
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007 Ene	17,0	17,0	16,8	19,1	39,1	14,9	7,1	17,1
Feb	-2,8	-2,0	21,1	20,7	24,9	3,9	9,3	11,7
Mar	1,6	1,6	33,1	28,1	41,7	12,5	13,1	16,1
Abr	7,2	7,8	22,0	15,1	44,1	17,7	11,2	15,1
May	3,3	2,9	-6,7	-10,8	50,3	7,9	17,3	25,1
Jun ^(p)	1,5	1,1	13,6	9,4	67,0	34,1	10,9	22,0
Tasas de crecimiento								
2005 Dic	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 Dic	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 Ene	30,4	37,1	11,5	13,2	13,3	10,2	20,4	12,7
Feb	28,6	37,0	10,7	12,3	12,8	9,5	19,6	12,3
Mar	20,4	26,1	16,0	19,6	12,6	9,9	18,7	12,1
Abr	20,2	26,7	16,3	18,2	12,4	9,4	18,9	11,9
May	25,5	33,9	14,3	14,2	12,8	10,3	19,6	12,0
Jun ^(p)	30,6	40,6	17,9	20,3	13,3	11,3	20,0	12,1

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

4) Esta categoría incluye fondos de inversión.

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

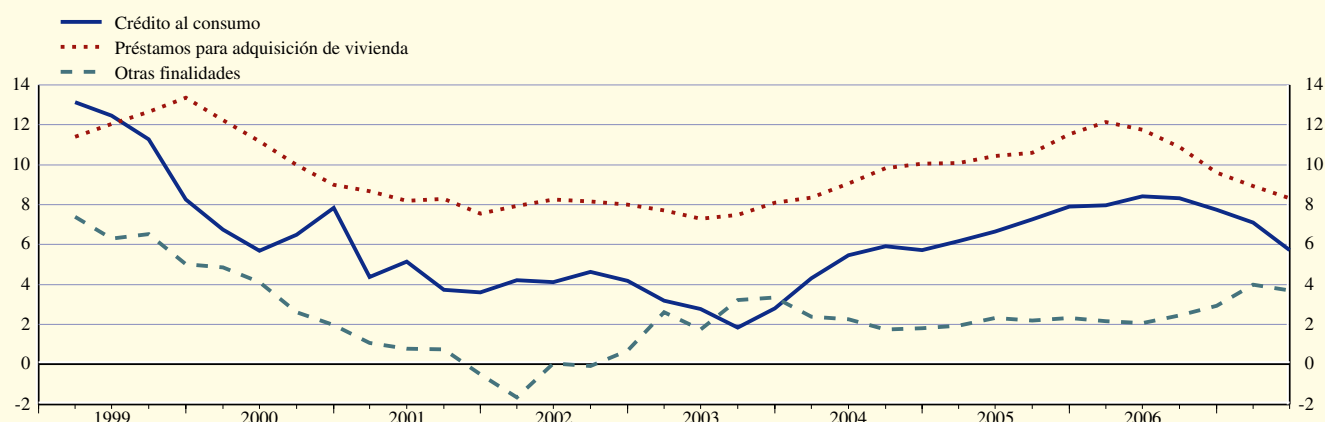
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

2. Préstamos a hogares³⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006	4.537,0	586,6	135,3	202,7	248,5	3.212,0	15,6	72,1	3.124,4	738,4	146,2	101,5	490,7
2007 Ene	4.555,8	587,0	134,7	202,2	250,0	3.230,5	15,3	72,4	3.142,8	738,3	145,3	100,9	492,1
Feb	4.577,6	585,2	132,5	201,5	251,2	3.252,1	15,5	72,5	3.164,0	740,2	145,6	100,8	493,9
Mar	4.610,7	590,2	132,0	202,4	255,8	3.271,8	16,1	71,9	3.183,8	748,6	147,5	102,4	498,7
Abr	4.627,6	593,7	133,3	202,2	258,2	3.286,3	15,7	71,9	3.198,6	747,6	146,4	102,7	498,4
May	4.654,8	595,7	133,0	203,5	259,2	3.311,7	15,9	72,2	3.223,6	747,4	145,2	102,6	499,6
Jun ^(p)	4.691,1	601,3	134,9	205,0	261,5	3.333,8	16,3	72,0	3.245,5	756,0	150,2	104,0	501,8
Operaciones													
2005	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,4	42,7	8,2	4,8	29,6	281,8	1,5	4,6	275,7	20,9	1,4	3,8	15,7
2007 Ene	15,5	-1,3	-0,6	-1,1	0,4	17,1	-0,3	0,4	17,0	-0,3	-1,2	-0,7	1,6
Feb	23,0	-1,3	-2,2	-0,6	1,5	21,9	0,3	0,1	21,5	2,4	0,4	-0,1	2,1
Mar	31,3	4,7	-0,4	1,1	3,9	19,7	0,6	-0,3	19,4	6,9	1,5	1,5	3,9
Abr	18,8	4,1	1,3	-0,1	2,8	15,3	-0,4	0,0	15,6	-0,6	-1,0	0,4	0,0
May	28,0	2,3	-0,2	1,3	1,2	25,4	0,1	0,3	25,0	0,3	-1,2	0,2	1,2
Jun ^(p)	37,6	6,0	1,9	1,6	2,5	22,5	0,4	-0,1	22,3	9,0	5,0	1,5	2,5
Tasas de crecimiento													
2005 Dic	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,1	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 Dic	8,2	7,7	6,5	2,4	13,3	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 Ene	8,1	7,3	6,2	2,0	12,6	9,5	8,9	7,8	9,5	2,9	0,5	3,8	3,4
Feb	8,1	6,7	5,2	1,2	12,5	9,5	10,6	7,6	9,5	3,4	1,1	3,0	4,2
Mar	7,9	7,1	5,8	1,5	12,8	8,9	13,6	6,4	9,0	4,0	1,7	4,1	4,7
Abr	7,6	7,0	6,1	0,8	12,9	8,6	12,2	6,5	8,6	3,8	1,1	5,1	4,3
May	7,4	6,0	4,2	0,3	11,9	8,6	12,9	6,2	8,6	3,6	1,3	4,9	4,0
Jun ^(p)	7,2	5,7	4,4	0,8	10,7	8,3	10,3	3,7	8,4	3,7	0,5	5,5	4,3

C6 Préstamos a hogares²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

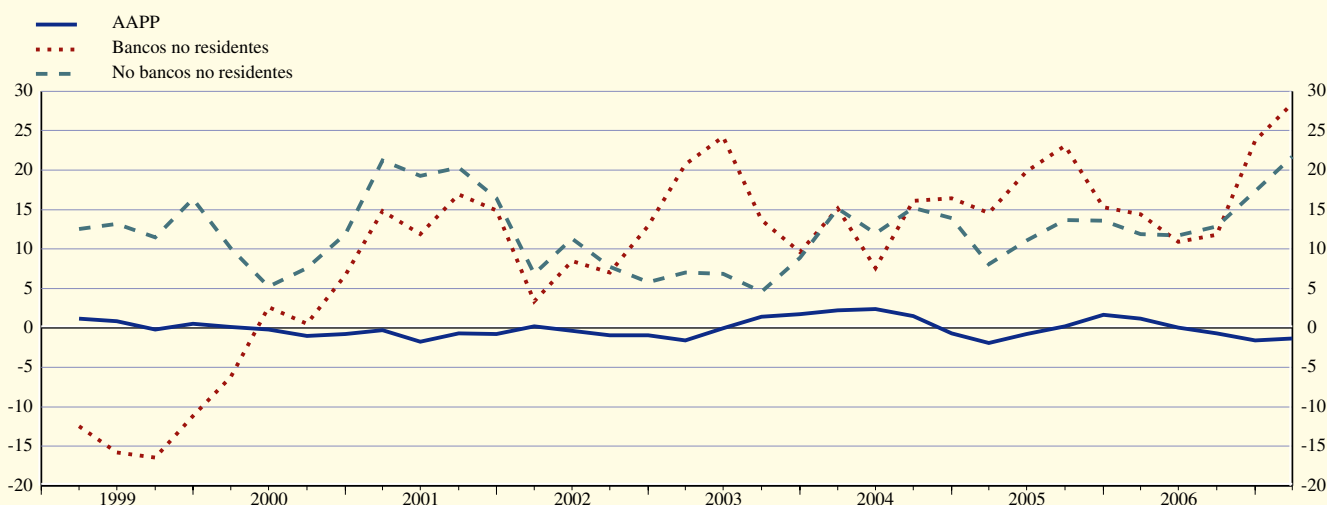
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2004	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006 I	816,0	118,3	240,9	427,7	29,2	2.594,7	1.821,6	773,1	62,9	710,2
II	809,0	106,5	234,5	436,0	32,0	2.611,3	1.839,9	771,5	66,5	705,0
III	803,6	101,2	230,1	436,6	35,7	2.735,9	1.919,9	816,1	66,5	749,6
IV	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 I ^(p)	801,3	96,6	225,2	453,6	26,0	3.169,7	2.260,3	908,7	63,2	845,5
Operaciones										
2004	-5,6	2,2	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	207,9	89,0	4,7	84,3
2006 I	-10,7	-6,6	-5,9	1,9	-0,1	131,2	111,6	19,6	-3,0	22,6
II	-6,8	-11,6	-6,4	8,3	2,9	56,3	42,8	13,5	3,6	9,9
III	-3,3	-3,1	-4,3	0,4	3,6	120,2	75,8	44,3	-0,7	45,0
IV	7,4	3,7	2,4	11,2	-9,8	224,8	173,1	51,7	-2,7	54,4
2007 I ^(p)	-8,2	-7,4	-6,3	5,5	0,1	272,6	217,2	54,8	0,2	54,6
Tasas de crecimiento										
2004 Dic	-0,7	1,7	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 Dic	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	7,7	14,2
2006 Mar	1,2	-8,2	-3,9	5,8	29,5	13,7	14,4	11,9	1,7	12,9
Jun	0,0	-14,1	-6,3	7,4	12,2	11,2	10,9	11,7	7,3	12,1
Sep	-0,7	-13,3	-7,9	6,5	9,1	12,1	11,8	12,8	2,9	13,8
Dic	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-4,2	19,4
2007 Mar ^(p)	-1,3	-15,7	-6,1	5,9	-11,0	26,4	28,4	21,7	0,7	23,6

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

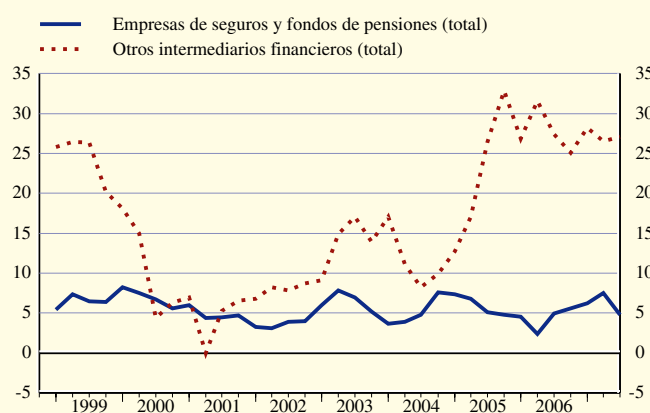
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007 Ene	655,7	71,9	57,7	499,5	1,0	1,4	24,3	1.177,5	307,3	247,1	475,8	10,5	0,2	136,6
Feb	657,0	69,4	58,3	502,8	1,1	1,2	24,2	1.176,3	299,9	246,9	480,3	10,3	0,2	138,6
Mar	658,8	72,3	58,4	503,0	1,1	1,2	22,9	1.250,9	318,6	267,7	501,9	11,4	0,3	151,0
Abr	666,2	70,2	63,2	506,3	1,0	1,2	24,4	1.264,7	307,2	276,8	517,2	11,3	0,3	151,8
May	659,7	65,5	60,1	509,0	0,9	1,2	23,0	1.291,2	315,6	274,3	537,8	11,4	0,3	151,7
Jun ⁴⁾	656,2	65,1	58,0	512,4	0,8	1,2	18,6	1.334,4	320,6	287,7	558,5	11,5	0,2	155,8
Operaciones														
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	176,1	40,1	37,3	96,8	1,5	0,0	0,4
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007 Ene	5,2	1,5	0,3	4,0	0,0	0,0	-0,7	34,3	23,6	-5,6	5,1	-0,3	0,0	11,5
Feb	1,6	-2,4	0,7	3,4	0,1	-0,1	0,0	0,9	-6,8	0,6	5,3	-0,1	0,0	2,0
Mar	1,9	2,9	0,1	0,2	0,0	0,0	-1,3	75,8	19,0	21,2	22,0	1,1	0,1	12,5
Abr	7,0	-2,6	4,9	3,3	-0,1	0,0	1,5	16,3	-10,7	10,0	16,1	0,0	0,0	0,8
May	-6,6	-4,7	-3,1	2,7	-0,1	0,0	-1,4	25,3	8,1	-3,0	20,2	0,1	0,0	0,0
Jun ⁴⁾	-3,5	-0,4	-2,2	3,4	0,0	0,0	-4,3	42,1	5,1	13,6	20,8	0,0	0,0	2,6
Tasas de crecimiento														
2005 Dic	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	2,9	-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	-3,4	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 Ene	5,6	-0,8	15,7	5,9	-13,5	-3,5	-1,4	27,3	16,4	38,5	38,7	4,7	-	5,4
Feb	6,9	1,2	23,4	6,2	-6,7	-13,8	7,1	24,1	15,3	30,0	35,0	1,2	-	4,9
Mar	7,5	10,4	15,9	5,9	-2,9	-14,3	16,0	26,5	15,6	37,6	34,4	4,1	-	12,4
Abr	6,0	2,9	25,5	5,6	-11,0	-13,9	-13,0	22,0	9,9	25,5	34,5	8,5	-	7,2
May	6,1	-1,6	31,0	5,8	-19,9	-14,6	-10,2	24,5	13,3	33,1	36,1	-2,1	-	4,3
Jun ⁴⁾	4,8	-5,5	21,0	5,7	-20,5	-13,6	-15,8	27,1	13,4	35,4	38,1	5,9	-	11,3

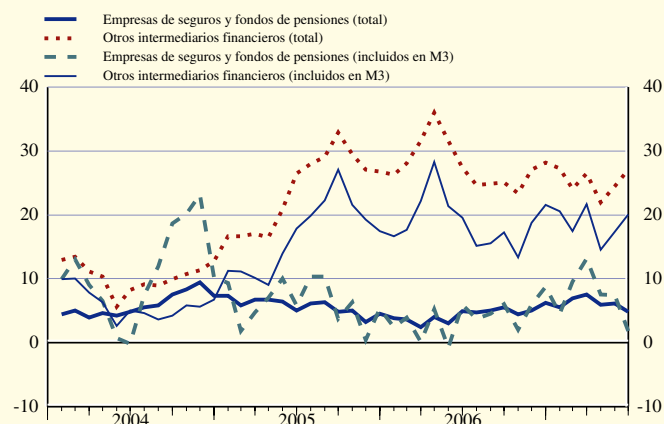
C8 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

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

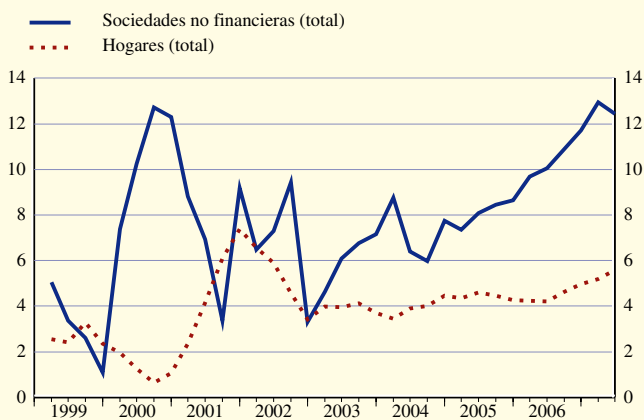
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 3 meses	Más de 3 meses			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007 Ene	1.302,5	807,3	359,2	69,7	39,4	2,1	24,9	4.553,2	1.717,7	701,3	602,5	1.357,1	101,7	72,9
Feb	1.304,4	808,6	360,4	69,1	38,0	2,1	26,3	4.562,1	1.717,3	721,7	597,2	1.347,0	103,8	75,0
Mar	1.349,0	833,0	379,3	68,9	39,4	1,3	27,0	4.589,5	1.727,5	745,0	593,1	1.342,2	105,4	76,4
Abr	1.348,8	833,3	382,8	68,9	37,9	1,3	24,5	4.616,5	1.746,3	765,1	587,0	1.336,5	105,7	76,0
May	1.370,9	844,4	392,0	68,6	37,7	1,3	26,9	4.631,6	1.749,5	783,1	581,3	1.333,4	105,5	78,8
Jun ^(p)	1.386,5	861,6	392,4	68,7	36,1	1,3	26,4	4.678,0	1.785,7	801,9	577,2	1.329,2	106,2	77,7
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 Ene	-45,0	-46,3	2,5	0,1	-1,3	0,0	0,1	-12,2	-39,1	26,7	-5,4	1,0	1,8	2,9
Feb	3,1	1,8	1,8	-0,5	-1,4	0,0	1,4	9,6	-0,2	20,8	-5,3	-10,0	2,1	2,1
Mar	45,2	24,7	19,3	-0,2	1,4	-0,7	0,7	27,7	10,3	23,5	-4,1	-4,9	1,6	1,4
Abr	1,3	1,0	4,2	0,2	-1,5	0,0	-2,6	27,9	19,0	20,8	-6,1	-5,6	0,3	-0,4
May	21,6	10,8	8,9	-0,4	-0,2	0,0	2,4	14,8	3,1	17,8	-5,8	-3,0	-0,2	2,8
Jun ^(p)	15,7	17,4	0,4	0,1	-1,7	0,0	-0,5	46,8	36,2	19,1	-4,0	-4,2	0,7	-1,0
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 Ene	10,2	9,1	20,1	2,0	-17,5	8,7	-2,4	4,8	2,6	30,3	-4,2	-0,6	19,4	37,1
Feb	10,9	9,9	19,9	0,3	-19,8	8,4	19,3	4,9	2,7	32,6	-4,6	-1,4	21,4	39,7
Mar	13,0	12,0	22,6	-2,2	-16,1	-29,8	25,4	5,2	2,9	35,0	-4,8	-1,9	22,1	38,7
Abr	11,7	11,1	21,0	-3,1	-17,9	-36,0	14,3	5,1	2,2	37,8	-5,4	-2,2	22,1	40,4
May	11,7	9,4	25,5	-4,0	-17,8	-36,2	10,7	5,3	2,5	38,9	-6,0	-2,2	20,2	39,1
Jun ^(p)	12,4	10,1	26,2	-4,1	-18,0	-29,7	20,0	5,6	3,2	40,1	-6,3	-2,5	19,2	32,9

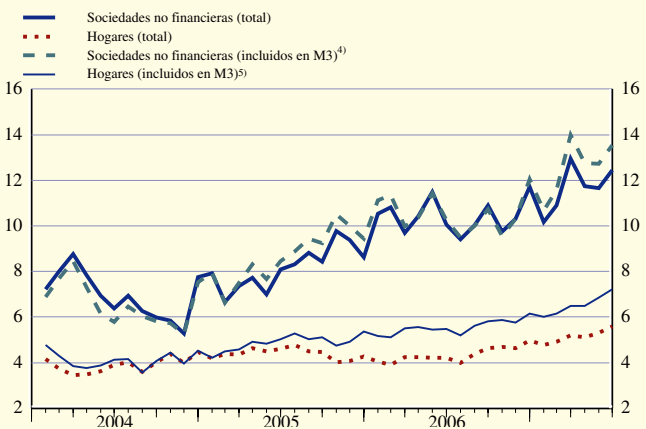
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

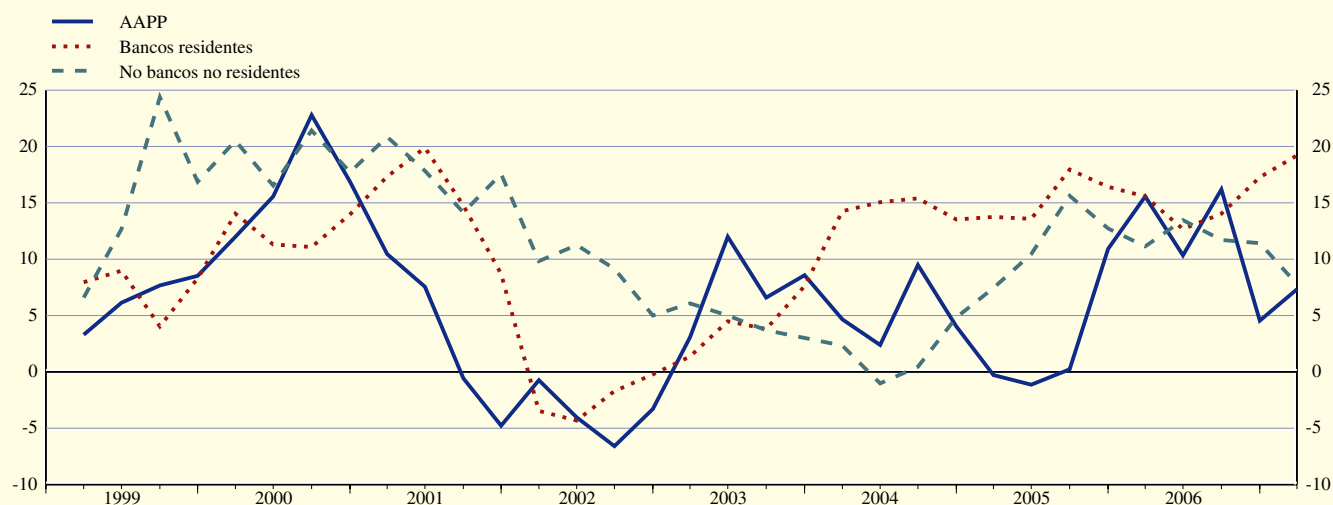
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006 I	312,2	148,1	38,1	77,0	48,9	3.241,9	2.410,4	831,5	128,2	703,3
II	317,2	138,1	39,6	82,6	56,9	3.202,9	2.368,0	834,9	128,3	706,6
III	333,0	147,7	41,6	83,5	60,2	3.369,2	2.492,1	877,1	133,3	743,7
IV	329,0	124,2	45,4	91,8	67,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 I ^(p)	337,8	139,0	42,1	88,9	68,2	3.663,9	2.781,3	880,4	133,6	746,9
Operaciones										
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,9	32,0	6,9	25,0
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	381,1	292,8	88,3	22,4	66,0
2006 I	-1,0	-1,1	-0,2	-3,9	4,3	210,4	170,9	39,5	2,4	37,1
II	6,0	-9,1	1,5	5,6	8,0	7,9	-8,3	16,2	0,1	16,2
III	15,8	9,6	2,0	0,9	3,3	157,5	117,5	40,0	5,1	34,9
IV	-6,7	-24,0	3,8	6,1	7,4	100,7	104,0	-5,5	-4,8	-0,7
2007 I ^(p)	7,8	14,1	-3,4	-3,3	0,5	256,5	240,3	13,1	4,8	8,3
Tasas de crecimiento										
2004 Dic	4,0	2,0	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,7	15,4	16,4	12,7	21,6	11,2
2006 Mar	15,6	17,0	14,1	14,3	14,6	14,3	15,5	11,1	21,6	9,3
Jun	10,3	2,7	13,0	18,7	17,6	12,9	12,7	13,4	8,2	14,4
Sep	16,2	10,1	15,8	17,2	33,3	13,4	14,0	11,7	6,5	12,7
Dic	4,5	-16,5	18,4	10,8	51,4	15,8	17,2	11,4	2,2	13,2
2007 Mar ^(p)	7,3	-6,3	10,3	12,3	39,2	16,4	19,2	7,8	4,1	8,4

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

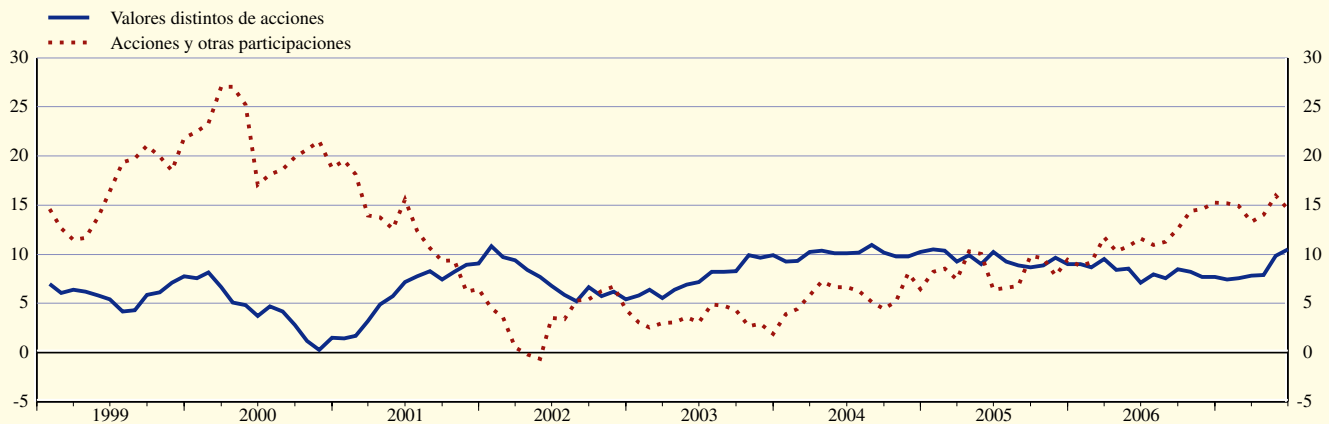
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.663,8	1.560,5	72,3	1.260,4	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007 Ene	4.756,2	1.586,3	75,1	1.279,9	16,2	613,8	30,6	1.154,3	1.528,3	386,0	833,5	308,7
Feb	4.790,9	1.596,4	78,6	1.277,2	16,0	625,7	32,5	1.164,5	1.541,8	395,9	823,8	322,1
Mar	4.842,7	1.616,6	76,5	1.266,6	15,6	651,7	34,1	1.181,7	1.576,5	399,7	844,8	332,0
Abr	4.863,2	1.629,4	76,6	1.243,4	15,4	672,0	34,4	1.192,1	1.654,0	410,8	903,6	339,7
May	4.984,0	1.641,8	79,1	1.275,8	15,8	699,0	34,9	1.237,6	1.703,7	438,2	914,6	351,0
Jun ^(p)	5.005,5	1.641,0	79,8	1.269,0	15,6	724,2	34,2	1.241,7	1.623,9	409,8	867,7	346,4
Operaciones												
2005	356,3	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006	336,8	122,7	10,6	-122,7	0,5	100,4	6,5	218,7	194,4	58,8	97,0	38,6
2007 Ene	82,1	25,0	1,9	15,8	-0,6	-1,4	3,3	38,3	34,1	7,2	13,0	14,0
Feb	46,0	9,9	4,8	-3,4	0,0	11,3	2,4	21,1	13,1	9,9	-10,5	13,7
Mar	62,1	20,7	-1,5	-9,6	-0,2	27,2	1,9	23,6	30,8	3,5	17,8	9,5
Abr	33,6	13,5	1,4	-22,4	0,2	19,7	0,9	20,5	73,9	9,2	58,2	6,6
May	110,1	15,7	0,5	31,8	0,3	23,9	0,0	37,8	42,3	27,2	5,9	9,2
Jun ^(p)	24,9	0,0	0,8	-5,8	-0,1	26,3	-0,7	4,3	-78,0	-28,0	-45,1	-5,0
Tasas de crecimiento												
2005 Dic	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 Dic	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,7	13,7	15,2
2007 Ene	7,4	8,2	24,9	-9,3	-2,5	17,9	31,4	23,9	15,2	17,2	13,2	18,3
Feb	7,6	7,6	26,2	-9,0	-4,7	17,5	41,8	24,5	14,9	22,2	9,2	22,1
Mar	7,8	7,9	18,4	-10,2	-3,3	21,3	40,6	25,2	13,3	21,0	6,4	24,1
Abr	7,9	8,5	15,8	-11,6	-4,1	22,6	36,5	26,0	14,0	20,7	6,7	28,7
May	9,8	7,7	19,9	-8,1	-2,6	24,8	39,4	28,8	16,0	22,6	8,0	32,3
Jun ^(p)	10,5	8,8	26,3	-8,6	-7,0	27,5	43,7	28,7	14,6	18,6	7,7	30,1

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

(mm de euros)

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

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

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
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 Ene	-1,4	-0,4	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
Feb	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
Mar	-0,8	0,1	-0,2	-0,7	-0,1	0,0	-0,1
Abr	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
May	-1,4	-0,2	-0,8	-0,4	-0,7	0,0	-0,7
Jun ^(p)	-1,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,4	0,0	-0,4

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 Ene	-0,5	-1,4	0,0	0,5	0,0	-0,1	0,0	0,4	2,8	0,4	2,4	-0,1
Feb	0,5	0,4	-0,2	0,7	0,0	0,7	-0,1	-1,0	1,1	0,0	1,3	-0,2
Mar	-4,2	-0,4	-0,1	-1,0	0,0	-1,1	0,0	-1,5	3,9	0,3	3,3	0,3
Abr	0,2	0,2	-0,1	-0,9	-0,1	0,6	0,0	0,4	4,6	1,9	1,7	1,0
May	-1,7	-0,6	0,1	-1,7	0,0	-0,1	0,0	0,5	7,6	0,2	5,2	2,1
Jun ^(p)	-3,6	-0,5	0,0	-2,0	0,0	-0,1	0,0	-0,8	-1,8	-0,4	-1,8	0,4

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2004	4.709,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.778,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
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 I	4.949,5	89,8	10,2	6,2	0,4	1,5	1,4	7.467,7	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
II	5.057,9	90,3	9,7	5,6	0,4	1,5	1,5	7.648,5	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
III	5.091,2	90,4	9,6	5,7	0,4	1,5	1,2	7.760,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
IV	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 I ^(p)	5.409,7	90,6	9,4	5,6	0,5	1,5	1,1	8.186,1	96,3	3,7	2,3	0,3	0,2	0,6
De no residentes en la zona del euro														
2004	1.748,0	46,7	53,3	35,8	2,1	3,2	9,5	680,9	55,4	44,6	28,9	1,5	2,2	9,3
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 I	2.410,4	47,4	52,6	34,3	2,9	2,6	9,7	831,5	51,9	48,1	32,6	1,4	2,0	9,1
II	2.368,0	47,7	52,3	34,1	2,1	2,7	10,5	834,9	52,5	47,5	31,1	1,5	2,3	9,2
III	2.492,1	47,3	52,7	34,4	2,2	2,6	10,3	877,1	51,7	48,3	31,2	1,6	2,1	10,1
IV	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 I ^(p)	2.781,3	46,3	53,7	34,7	2,2	2,5	11,3	880,4	51,6	48,4	31,3	1,6	2,2	9,5

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006 I	4.204,3	81,2	18,8	9,5	1,8	1,9	3,2
II	4.273,7	81,2	18,8	9,5	1,7	1,9	3,2
III	4.383,1	80,9	19,1	9,8	1,6	1,9	3,3
IV	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 I ^(p)	4.673,7	80,7	19,3	9,8	1,6	1,9	3,6

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	8.367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006 I	4.656,2	-	-	-	-	-	9.365,4	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,5	
II	4.730,2	-	-	-	-	-	9.591,3	96,4	3,6	1,7	0,1	1,2	0,5	
III	4.790,9	-	-	-	-	-	9.786,9	96,3	3,7	1,7	0,1	1,2	0,6	
IV	4.933,4	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007 I ^(p)	5.097,6	-	-	-	-	-	10.242,3	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
A no residentes en la zona del euro														
2004	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,5	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
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 I	1.821,6	49,6	50,4	30,3	3,8	2,4	9,2	773,1	38,9	61,1	44,1	1,7	3,9	7,8
II	1.839,9	49,6	50,4	29,4	2,8	2,4	10,6	771,5	40,3	59,7	42,2	1,1	4,1	8,3
III	1.919,9	50,2	49,8	29,1	2,3	2,4	10,8	816,1	41,2	58,8	41,1	1,8	3,8	8,5
IV	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 I ^(p)	2.260,3	51,6	48,4	28,1	1,9	2,5	10,7	908,7	41,4	58,6	41,3	0,9	4,0	8,5

4. Valores distintos de acciones

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
2004	1.422,7	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,4	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
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 I	1.570,9	95,6	4,4	2,0	0,2	0,4	1,5	2.014,0	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,6
II	1.585,3	95,8	4,2	1,9	0,3	0,4	1,3	2.002,8	97,8	2,2	1,2	0,3	0,1	0,6
III	1.626,6	95,8	4,2	2,2	0,2	0,3	1,2	1.969,4	97,7	2,3	1,3	0,3	0,1	0,6
IV	1.632,8	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,3	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 I ^(p)	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
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2004	341,4	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,5	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
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 I	426,5	52,8	47,2	26,8	0,8	0,5	15,7	539,8	39,6	60,4	33,8	5,3	0,8	14,8
II	439,9	53,5	46,5	26,8	0,9	0,5	15,0	537,7	40,1	59,9	33,5	5,6	0,8	14,6
III	475,2	52,4	47,6	28,4	0,7	0,6	14,5	581,5	38,2	61,8	35,6	4,7	0,8	15,4
IV	514,4	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,2	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 I ^(p)	549,8	52,1	47,9	29,4	0,6	0,5	14,3	631,6	38,6	61,4	37,3	4,9	0,7	13,5

Fuente: BCE.

- Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 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.
- Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

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

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

1. Activo

	Total 1	Depósitos 2	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones 6	Participaciones en fondos de inversión 7	Activo fijo 8	Otros activos 9
			Total 3	Hasta 1 año 4	Más de 1 año 5				
2005 IV	4.791,4	291,5	1.848,4	109,6	1.738,8	1.684,7	505,3	176,1	285,4
2006 I	5.199,6	316,0	1.905,5	139,9	1.765,6	1.898,2	569,3	177,3	333,3
II	5.138,0	316,9	1.908,6	145,2	1.763,3	1.777,9	601,0	180,3	353,3
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 ^(p)	5.714,7	333,0	2.030,8	180,3	1.850,5	2.069,1	718,0	188,9	374,9

2. Pasivo

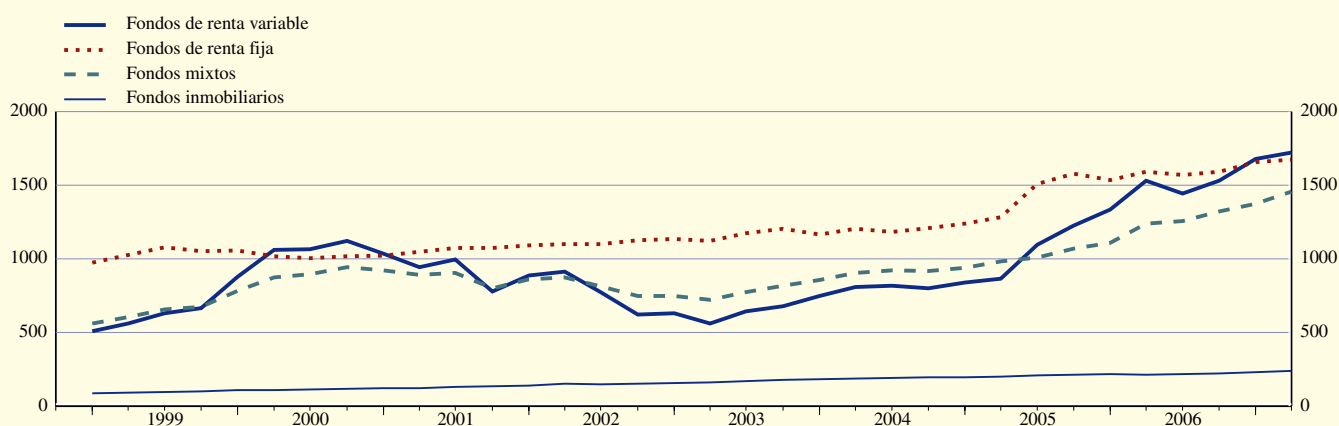
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2005 IV	4.791,4	61,8	4.519,0	210,5
2006 I	5.199,6	73,6	4.871,3	254,7
II	5.138,0	76,4	4.789,6	272,0
III	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
IV	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 I ^(p)	5.714,7	81,6	5.350,2	282,9

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

	Total 1	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor	
		Fondos de renta variable 2	Fondos de renta fija 3	Fondos mixtos 4	Fondos inmobiliarios 5	Otros fondos 6	Fondos abiertos al público 7	Fondos de inversores especiales 8
2005 IV	4.791,4	1.337,3	1.538,1	1.109,8	216,2	590,0	3.661,3	1.130,1
2006 I	5.199,6	1.532,0	1.592,6	1.239,4	214,0	621,5	3.999,0	1.200,5
II	5.138,0	1.443,3	1.569,3	1.257,0	217,4	650,9	3.913,3	1.224,7
III	5.359,0	1.533,4	1.594,2	1.321,3	221,2	688,9	4.085,5	1.273,5
IV	5.551,3	1.680,7	1.657,0	1.375,8	231,8	606,0	4.252,1	1.299,2
2007 I ^(p)	5.714,7	1.723,0	1.674,8	1.459,0	238,4	619,4	4.376,0	1.338,8

CI4 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
2005 IV	1.337,3	50,9	45,9	5,7	40,3	1.146,7	60,3	-	33,5
2006 I	1.532,0	55,2	51,5	6,3	45,2	1.309,7	71,1	-	44,6
II	1.443,3	52,3	51,4	6,5	44,9	1.221,7	69,3	-	48,6
III	1.533,4	53,8	76,1	33,2	42,9	1.284,3	66,8	-	52,3
IV	1.680,7	56,1	66,0	22,7	43,3	1.429,5	74,3	-	54,8
2007 I ^(p)	1.723,0	59,3	65,8	25,7	40,1	1.461,7	78,0	-	58,4
Fondos de renta fija									
2005 IV	1.538,1	100,0	1.251,8	67,6	1.184,2	38,6	46,3	-	101,3
2006 I	1.592,6	108,9	1.285,4	82,6	1.202,8	41,1	49,3	-	107,9
II	1.569,3	106,5	1.264,7	87,3	1.177,4	38,5	47,5	-	112,1
III	1.594,2	105,5	1.288,5	86,8	1.201,8	41,6	48,2	-	110,3
IV	1.657,0	108,3	1.343,6	91,1	1.252,5	45,4	49,8	-	110,0
2007 I ^(p)	1.674,8	112,3	1.356,6	94,7	1.261,9	44,5	52,5	-	108,9
Fondos mixtos									
2005 IV	1.109,8	60,9	441,1	26,9	414,1	315,9	202,0	0,1	89,9
2006 I	1.239,4	67,9	465,4	38,6	426,7	349,6	238,5	0,1	117,9
II	1.257,0	72,0	484,1	40,3	443,8	318,6	253,6	0,2	128,6
III	1.321,3	68,4	510,6	45,2	465,4	332,3	272,3	0,3	137,4
IV	1.375,8	71,0	519,4	43,4	476,0	364,0	292,8	0,4	128,2
2007 I ^(p)	1.459,0	73,5	530,2	45,1	485,1	380,4	322,0	0,3	152,5
Fondos inmobiliarios									
2005 IV	216,2	14,5	7,8	1,5	6,3	1,4	6,9	175,1	10,4
2006 I	214,0	15,1	6,1	1,7	4,4	1,8	4,4	176,5	10,1
II	217,4	15,5	5,6	1,5	4,1	1,6	5,4	179,4	9,9
III	221,2	16,4	6,0	1,6	4,4	1,9	6,2	180,3	10,4
IV	231,8	17,6	6,1	1,7	4,4	2,2	7,0	187,0	11,9
2007 I ^(p)	238,4	18,9	6,7	1,9	4,8	2,3	9,6	188,4	12,6

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
2005 IV	3.661,3	242,9	1.277,9	1.372,7	381,1	150,1	236,7
2006 I	3.999,0	263,4	1.334,4	1.551,3	427,5	150,2	272,2
II	3.913,3	257,1	1.321,4	1.449,8	452,2	151,2	281,6
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 ^(p)	4.376,0	275,3	1.420,5	1.694,0	528,6	155,6	302,0
Fondos de inversores especiales							
2005 IV	1.130,1	48,6	570,6	312,0	124,3	25,9	48,7
2006 I	1.200,5	52,7	571,0	346,9	141,7	27,1	61,1
II	1.224,7	59,9	587,2	328,1	148,8	29,1	71,7
III	1.273,5	56,9	610,9	343,1	160,5	30,2	71,9
IV	1.299,2	55,2	603,4	371,8	172,4	32,7	63,7
2007 I ^(p)	1.338,8	57,7	610,3	375,1	189,3	33,3	73,0

Fuente: BCE.



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2007 I						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						467,7
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-14,6
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	980,2	101,2	617,8	49,7	211,5	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	19,5	5,3	7,7	3,2	3,3	
Consumo de capital fijo	312,9	84,9	176,4	10,9	40,8	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	561,8	275,6	257,2	29,0	0,0	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						3,9
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	742,3	44,8	292,2	342,3	63,1	119,6
Intereses	428,0	42,7	71,8	250,5	63,1	73,8
Otra renta de la propiedad	314,3	2,1	220,4	91,8	0,0	45,9
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.811,7	1.468,5	76,8	47,5	218,9	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	219,2	185,4	26,1	7,4	0,3	1,4
Cotizaciones sociales	374,6	374,6				0,7
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	379,8	1,4	15,2	23,8	339,5	1,0
Otras transferencias corrientes	181,2	66,6	22,3	46,3	46,0	11,3
Primas netas de seguros no vida	43,8	32,7	9,5	0,9	0,7	1,7
Indemnizaciones de seguros no vida	44,1			44,1		0,8
Otras	93,3	33,8	12,8	1,3	45,4	8,8
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.788,6	1.306,7	43,2	50,2	388,4	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.627,1	1.207,7			419,4	
Gasto en consumo individual	1.464,1	1.207,7			256,5	
Gasto en consumo colectivo	162,9				162,9	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	14,2	0,1	3,0	11,1	0,0	0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	161,5	113,2	40,2	39,2	-31,0	2,3
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	476,7	152,0	270,7	10,3	43,6	
Formación bruta de capital fijo	440,4	148,2	238,9	10,1	43,2	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	36,4	3,8	31,8	0,3	0,4	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,4	-0,2	0,3	0,1	0,1	-0,4
Transferencias de capital	37,9	7,9	1,4	2,3	26,2	7,2
Impuestos sobre el capital	5,7	5,5	0,2	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	32,2	2,4	1,2	2,3	26,2	7,2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	2,2	55,8	-41,9	38,7	-50,4	-2,2
Discrepancia estadística	0,0	7,8	-7,8	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2007 I						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						453,1
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	1.874,5	467,0	1.059,1	92,8	255,6	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	243,9					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.118,4					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	561,8	275,6	257,2	29,0	0,0	
Remuneración de los asalariados	982,4	982,4				1,8
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	263,4				263,4	0,1
Renta de la propiedad	746,5	255,3	111,8	360,8	18,7	115,5
Intereses	422,3	66,9	39,3	309,8	6,3	79,6
Otra renta de la propiedad	324,3	188,4	72,5	50,9	12,4	35,9
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.811,7	1.468,5	76,8	47,5	218,9	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	219,9				219,9	0,6
Cotizaciones sociales	374,3	1,1	18,4	35,0	319,9	1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	378,0	378,0				2,8
Otras transferencias corrientes	159,3	87,1	11,6	45,1	15,4	33,1
Primas netas de seguros no vida	44,1			44,1		1,4
Indemnizaciones de seguros no vida	43,4	34,0	8,2	0,8	0,3	1,5
Otras	71,9	53,1	3,4	0,2	15,2	30,2
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.788,6	1.306,7	43,2	50,2	388,4	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	14,3	14,3				0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior	161,5	113,2	40,2	39,2	-31,0	2,3
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	312,9	84,9	176,4	10,9	40,8	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	42,8	17,5	14,0	1,5	9,7	2,3
Impuestos sobre el capital	5,7				5,7	0,0
Otras transferencias de capital	37,0	17,5	14,0	1,5	4,0	2,3
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Discrepancia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Activos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2007 I								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		16.918,5	13.408,5	19.715,4	9.371,1	5.956,0	2.688,7	13.215,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				180,9				
Efectivo y depósitos		5.333,8	1.577,0	2.154,6	1.238,3	730,4	504,1	3.519,6
Valores distintos de acciones, corto plazo		30,3	112,1	90,6	256,2	212,7	22,7	693,2
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.431,5	189,0	3.249,6	1.864,6	1.903,8	203,5	2.026,3
Préstamos		23,6	1.676,6	10.858,8	1.283,5	361,6	361,0	1.405,8
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		19,6	926,5	8.267,8	953,7	298,9	316,7	.
Acciones y otras participaciones		4.926,5	7.243,9	1.722,9	4.487,9	2.323,6	1.057,2	4.880,7
Acciones cotizadas		1.213,0	1.780,7	659,8	2.357,9	820,4	380,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.067,7	5.057,8	800,0	1.509,6	462,6	544,0	.
Participaciones en fondos de inversión		1.645,8	405,4	263,2	620,4	1.040,7	133,0	.
Reservas técnicas de seguro		4.918,1	131,0	1,9	0,0	143,6	3,1	182,8
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		254,7	2.479,0	1.456,1	240,6	280,1	537,1	507,1
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		157,0	194,3	839,4	231,1	100,9	34,7	646,1
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-0,4				0,4
Efectivo y depósitos		17,5	29,2	211,9	110,9	26,8	15,2	269,9
Valores distintos de acciones, corto plazo		14,8	7,7	10,1	52,4	14,7	3,0	22,7
Valores distintos de acciones, largo plazo		15,7	-15,3	135,3	-10,8	40,2	3,2	138,3
Préstamos		-1,0	33,4	308,8	18,4	-4,1	-4,4	79,7
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-1,1	23,1	148,9	32,4	1,9	1,1	.
Acciones y otras participaciones		17,2	67,7	53,0	41,1	17,3	-0,3	125,6
Acciones cotizadas		-6,7	-5,8	19,4	21,6	-2,5	-0,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		25,4	60,7	24,3	-20,6	2,7	-3,7	.
Participaciones en fondos de inversión		-1,4	12,9	9,2	40,1	17,1	3,5	.
Reservas técnicas de seguro		66,2	2,4	0,0	0,0	3,8	0,0	6,2
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		26,7	69,2	120,8	19,2	2,1	18,0	3,4
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		164,2	164,0	26,4	74,6	22,6	19,3	65,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				4,6				
Efectivo y depósitos		-2,0	-1,9	-17,6	-0,9	-0,1	0,9	-18,5
Valores distintos de acciones, corto plazo		-1,3	0,1	0,6	14,8	0,2	0,2	-12,6
Valores distintos de acciones, largo plazo		11,0	2,0	-9,6	-13,5	-14,3	0,5	-7,0
Préstamos		-0,1	7,5	8,0	7,5	-6,4	0,0	33,5
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-0,1	4,3	11,2	7,0	-0,6	0,0	.
Acciones y otras participaciones		155,7	177,4	45,4	50,2	37,9	18,5	44,5
Acciones cotizadas		47,8	100,7	31,9	38,4	24,0	11,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		97,7	74,3	11,5	7,5	5,9	6,9	.
Participaciones en fondos de inversión		10,1	2,4	2,0	4,3	8,0	0,6	.
Reservas técnicas de seguro		1,3	-0,3	0,0	0,0	-0,4	0,0	1,0
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-0,3	-20,7	-4,9	16,4	5,6	-0,8	24,6
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		17.239,7	13.766,8	20.581,3	9.676,9	6.079,4	2.742,7	13.926,7
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				185,0				
Efectivo y depósitos		5.349,3	1.604,2	2.348,9	1.348,3	757,0	520,2	3.771,0
Valores distintos de acciones, corto plazo		43,8	119,8	101,3	323,3	227,6	26,0	703,3
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.458,2	175,6	3.375,3	1.840,4	1.929,7	207,1	2.157,6
Préstamos		22,4	1.717,5	11.175,6	1.309,4	351,2	356,6	1.519,0
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		18,4	953,9	8.427,8	993,2	300,2	317,7	.
Acciones y otras participaciones		5.099,4	7.489,0	1.821,3	4.579,1	2.378,9	1.075,4	5.050,9
Acciones cotizadas		1.254,2	1.875,6	711,1	2.417,9	841,9	391,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.190,8	5.192,8	835,8	1.496,5	471,3	547,2	.
Participaciones en fondos de inversión		1.654,5	420,7	274,4	664,8	1.065,8	137,1	.
Reservas técnicas de seguro		4.985,7	133,1	1,9	0,0	147,1	3,1	190,0
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		281,0	2.527,6	1.571,9	276,3	287,9	554,3	535,1
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

Pasivos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2007 I								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		5.409,2	21.609,4	20.073,1	9.326,3	6.066,9	6.712,9	11.894,9
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	12.151,6	210,8	3,9	345,6	2.345,9
Valores distintos de acciones, corto plazo			267,6	325,2	70,2	0,1	560,7	194,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			425,5	2.500,6	1.251,7	26,1	4.357,0	2.307,5
Préstamos		5.021,3	6.250,1		1.260,5	155,8	1.075,5	2.207,7
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		4.709,8	4.214,2		610,8	79,6	944,1	.
Acciones y otras participaciones			12.070,1	3.209,7	6.311,3	656,3	4,8	4.390,6
Acciones cotizadas			4.458,0	1.056,0	299,1	320,8	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.612,1	1.215,3	867,8	335,5	4,8	.
Participaciones en fondos de inversión				938,4	5.144,4			.
Reservas técnicas de seguro		32,7	325,8	53,3	0,5	4.967,7	0,6	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			355,2	1.832,7	221,2	257,1	368,8	449,3
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-1.139,6	11.509,3	-8.200,9	-357,7	44,8	-111,0	-4.024,2	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		93,4	244,0	802,0	231,7	99,0	85,2	648,3
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	413,6	3,8	0,0	-7,4	271,3
Valores distintos de acciones, corto plazo			15,9	33,2	-2,7	-0,1	49,3	29,8
Valores distintos de acciones, largo plazo			-4,8	97,2	81,2	0,0	38,5	94,4
Préstamos		75,1	143,2		37,1	19,4	7,0	148,9
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		77,1	93,9		-0,3	1,5	-20,3	.
Acciones y otras participaciones			59,7	77,9	104,9	3,1	0,0	76,1
Acciones cotizadas			6,9	5,2	8,3	0,5	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			52,8	-0,6	8,3	2,6	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				73,2	88,3			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	1,0	0,6	-0,1	77,2	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			18,3	28,9	179,5	7,6	-0,6	27,8
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	2,2	63,6	-49,7	37,4	-0,6	1,9	-50,4	-2,2
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		10,6	396,0	65,3	44,6	17,6	-20,3	18,5
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	-5,2	0,1	0,0	0,0	-35,0
Valores distintos de acciones, corto plazo			0,3	-1,4	0,0	0,0	2,6	0,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			2,8	-4,2	-1,5	-0,1	-30,5	2,6
Préstamos		7,0	29,7		4,3	-2,5	-2,9	14,6
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		5,7	17,4		1,6	-0,7	-3,1	.
Acciones y otras participaciones			354,5	72,4	64,4	14,0	0,1	24,2
Acciones cotizadas			197,1	38,9	36,1	7,2	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			157,4	35,7	-2,6	6,8	0,1	.
Participaciones en fondos de inversión				-2,3	30,9			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			3,6	8,6	3,7	-22,7	4,5	11,9
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-42,6	153,7	-232,0	-38,8	30,0	5,0	39,6	47,1
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		5.513,2	22.249,3	20.940,4	9.602,6	6.183,6	6.777,7	12.561,7
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	12.560,0	214,7	3,9	338,2	2.582,2
Valores distintos de acciones, corto plazo			283,9	357,1	67,5	0,1	612,6	224,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			423,6	2.593,5	1.331,3	26,1	4.364,9	2.404,5
Préstamos		5.103,4	6.422,9		1.302,0	172,6	1.079,5	2.371,2
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		4.792,6	4.325,5		612,1	80,4	920,7	.
Acciones y otras participaciones			12.484,3	3.360,0	6.480,6	673,4	4,9	4.490,8
Acciones cotizadas			4.662,0	1.100,2	343,5	328,5	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.822,3	1.250,5	873,5	344,9	4,9	.
Participaciones en fondos de inversión				1.009,3	5.263,6			.
Reservas técnicas de seguro		32,7	326,8	53,9	0,4	5.046,6	0,6	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			377,1	2.307,8	2.015,9	261,0	377,1	489,0
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-1.180,0	11.726,5	-8.482,6	-359,1	74,3	-104,1	-4.035,0	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2003	2004	2005	2005 II- 2006 I	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.657,2	3.762,4	3.865,4	3.897,8	3.936,9	3.974,8	4.008,8	4.050,7
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	110,7	123,1	131,2	131,6	133,6	134,1	130,1	129,0
Consumo de capital fijo	1.074,5	1.121,3	1.172,2	1.183,2	1.195,5	1.207,9	1.219,3	1.232,5
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta¹⁾</i>	1.847,6	1.943,6	1.991,1	2.017,7	2.028,6	2.060,2	2.110,6	2.147,0
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Renta de la propiedad	2.276,2	2.324,8	2.521,9	2.590,8	2.673,9	2.745,9	2.838,6	2.933,6
Intereses	1.265,8	1.241,0	1.313,2	1.358,6	1.414,3	1.483,4	1.551,9	1.616,9
Otra renta de la propiedad	1.010,4	1.083,8	1.208,7	1.232,2	1.259,6	1.262,5	1.286,7	1.316,7
<i>Renta nacional neta¹⁾</i>	6.356,9	6.628,4	6.830,7	6.909,2	6.986,5	7.074,5	7.179,6	7.273,9
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	856,8	882,6	932,4	948,2	972,6	991,5	1.023,5	1.035,1
Cotizaciones sociales	1.388,2	1.427,5	1.468,8	1.483,1	1.499,0	1.515,3	1.529,5	1.541,2
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.407,5	1.452,3	1.493,8	1.505,4	1.516,0	1.526,5	1.537,6	1.543,9
Otras transferencias corrientes	658,2	683,2	703,8	700,4	701,1	703,3	705,2	707,2
Primas netas de seguros no vida	174,0	175,9	177,2	176,7	175,6	175,3	174,1	174,4
Derechos de seguros no vida	174,6	176,4	178,1	177,2	176,0	175,3	174,1	174,8
Otras	309,7	330,9	348,5	346,6	349,5	352,7	356,9	357,9
<i>Renta disponible neta¹⁾</i>	6.286,8	6.551,1	6.745,5	6.825,4	6.902,8	6.988,8	7.091,7	7.188,2
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	5.844,8	6.054,5	6.276,6	6.340,0	6.401,9	6.458,8	6.519,0	6.578,9
Gasto en consumo individual	5.223,7	5.410,6	5.616,3	5.676,4	5.732,3	5.785,0	5.838,2	5.891,6
Gasto en consumo colectivo	621,1	643,9	660,3	663,6	669,6	673,8	680,9	687,3
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	54,7	58,3	60,2	60,4	60,8	61,1	61,3	62,3
<i>Ahorro neto¹⁾</i>	442,2	496,8	469,2	485,6	501,1	530,3	572,9	609,5
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.485,4	1.568,1	1.646,2	1.689,0	1.716,2	1.757,3	1.790,5	1.828,2
Formación bruta de capital fijo	1.482,7	1.555,1	1.627,6	1.655,0	1.682,8	1.713,3	1.758,2	1.800,1
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	2,7	13,0	18,6	34,0	33,4	44,0	32,3	28,1
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,6	-1,1	0,1	0,9	1,4	1,6	1,3	1,1
Transferencias de capital	181,3	164,6	172,7	160,4	156,9	170,2	185,7	186,2
Impuestos sobre el capital	35,9	29,8	24,0	24,3	23,6	22,3	22,2	22,8
Otras transferencias de capital	145,5	134,8	148,8	136,1	133,2	148,0	163,6	163,4
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)¹⁾</i>	42,9	67,9	9,0	-7,1	-8,5	-8,0	13,6	28,1

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	2005 II- 2006 I	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	6.690,0	6.950,5	7.159,9	7.230,3	7.294,6	7.377,1	7.468,8	7.559,2
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	760,9	796,6	838,0	857,5	873,7	884,1	902,6	922,5
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	7.450,8	7.747,1	7.997,9	8.087,8	8.168,2	8.261,2	8.371,4	8.481,6
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta	1.847,6	1.943,6	1.991,1	2.017,7	2.028,6	2.060,2	2.110,6	2.147,0
Remuneración de los asalariados	3.664,3	3.769,5	3.871,3	3.903,4	3.942,6	3.980,7	4.014,8	4.057,0
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	880,6	933,3	980,7	999,3	1.017,7	1.028,7	1.043,4	1.060,3
Renta de la propiedad	2.240,6	2.306,8	2.509,6	2.579,6	2.671,6	2.750,9	2.849,4	2.943,3
Intereses	1.234,5	1.206,7	1.285,7	1.334,4	1.392,8	1.465,9	1.536,6	1.600,4
Otra renta de la propiedad	1.006,1	1.100,1	1.223,9	1.245,2	1.278,8	1.285,0	1.312,9	1.342,9
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.356,9	6.628,4	6.830,7	6.909,2	6.986,5	7.074,5	7.179,6	7.273,9
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	858,7	885,4	935,9	951,9	977,1	996,0	1.028,1	1.039,6
Cotizaciones sociales	1.387,2	1.426,5	1.468,3	1.482,7	1.498,6	1.514,9	1.529,1	1.540,7
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.401,2	1.445,0	1.486,5	1.498,1	1.508,8	1.519,2	1.530,2	1.536,6
Otras transferencias corrientes	593,6	611,3	622,9	620,5	620,6	620,7	620,5	624,8
Primas netas de seguros no vida	174,6	176,4	178,1	177,2	176,0	175,3	174,1	174,8
Derechos de seguros no vida	171,3	173,6	175,7	174,9	173,5	172,8	171,7	172,2
Otras	247,7	261,3	269,0	268,4	271,1	272,7	274,7	277,8
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.286,8	6.551,1	6.745,5	6.825,4	6.902,8	6.988,8	7.091,7	7.188,2
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	54,9	58,5	60,4	60,6	61,0	61,3	61,5	62,5
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	442,2	496,8	469,2	485,6	501,1	530,3	572,9	609,5
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.074,5	1.121,3	1.172,2	1.183,2	1.195,5	1.207,9	1.219,3	1.232,5
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	193,5	181,3	186,7	174,4	169,3	182,9	199,1	201,6
Impuestos sobre el capital	35,9	29,8	24,0	24,3	23,6	22,3	22,2	22,8
Otras transferencias de capital	157,6	151,5	162,7	150,0	145,7	160,6	176,9	178,8
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuente: BCE y Eurostat

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

3.3 Hogares

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

	2003	2004	2005	2005 II- 2006 I	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.664,3	3.769,5	3.871,3	3.903,4	3.942,6	3.980,7	4.014,8	4.057,0
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.231,3	1.284,9	1.330,3	1.346,0	1.363,7	1.383,0	1.407,7	1.429,3
Intereses, recursos (+)	237,8	228,8	226,5	229,4	234,9	242,3	250,0	257,0
Intereses, empleos (-)	123,4	123,2	126,3	129,7	135,3	143,6	151,2	159,3
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	611,3	642,7	691,7	703,9	713,9	717,4	723,4	730,0
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	8,7	9,2	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	702,5	706,7	739,6	750,7	764,5	772,1	789,8	796,4
Cotizaciones sociales netas (-)	1.384,4	1.423,7	1.464,7	1.479,0	1.494,7	1.511,0	1.525,2	1.536,8
Prestaciones sociales netas (+)	1.396,4	1.440,0	1.481,3	1.492,8	1.503,3	1.513,7	1.524,7	1.531,0
Transferencias corrientes netas (+)	65,1	65,0	69,2	69,1	68,1	66,9	68,8	71,9
= Renta disponible bruta	4.987,2	5.168,2	5.330,5	5.375,9	5.422,8	5.468,1	5.513,8	5.574,3
Gasto en consumo final (-)	4.306,6	4.461,6	4.621,9	4.670,3	4.714,6	4.755,5	4.799,1	4.843,1
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	54,6	58,1	60,0	60,1	60,6	60,8	61,1	62,0
= Ahorro bruto	735,2	764,6	768,7	765,8	768,7	773,4	775,8	793,3
Consumo de capital fijo (-)	288,0	303,3	318,0	321,1	324,4	327,7	330,7	334,3
Transferencias de capital netas (+)	12,6	19,0	20,8	18,4	17,3	23,4	25,2	24,8
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	229,2	285,9	617,7	712,0	499,0	351,1	447,5	326,7
= Variaciones del patrimonio neto¹⁾	689,0	766,2	1.089,2	1.175,0	960,6	820,2	917,8	810,5
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	482,3	512,0	537,1	549,1	559,2	573,4	586,8	601,6
Consumo de capital fijo (-)	288,0	303,3	318,0	321,1	324,4	327,7	330,7	334,3
Inversión financiera (+)								
<i>de los cuales depósitos de M3²⁾</i>								
Efectivo y depósitos	220,6	246,0	239,2	245,8	250,2	270,4	282,4	277,8
Valores distintos de acciones, corto plazo	166,1	168,5	207,7	214,5	215,7	226,1	242,1	251,6
Valores distintos de acciones, largo plazo	-34,5	6,6	-19,0	-2,1	3,8	13,0	16,3	20,1
Acciones y otras participaciones	23,9	71,1	30,0	37,7	39,1	83,0	72,2	49,2
Acciones cotizadas	89,8	-18,6	128,8	85,4	46,0	-9,6	-23,5	-2,3
Acciones no cotizadas y otras participaciones	29,5	-51,1	9,1	-24,6	-24,9	-35,1	-14,9	-3,7
Participaciones en fondos de inversión	-19,0	36,8	61,0	66,8	44,0	36,0	17,1	34,1
<i>de las cuales, en fondos de inversión del mercado monetario</i>								
Reservas técnicas de seguro	79,3	-4,3	58,7	43,3	26,9	-10,5	-25,7	-32,7
Reservas técnicas de seguro	14,4	-19,4	-10,1	-11,5	-9,0	-10,0	-4,9	1,6
Financiación (-)	244,3	269,5	315,4	323,7	308,7	298,9	276,2	259,0
Préstamos								
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>								
Préstamos	262,8	312,2	388,7	418,1	417,4	414,8	404,5	391,1
Otras variaciones de los activos financieros (+)	211,6	277,4	357,5	379,6	382,6	371,0	345,4	336,9
Acciones y otras participaciones	266,9	240,8	507,5	606,2	420,7	310,5	396,2	299,7
Reservas técnicas de seguro	28,7	76,8	136,3	113,8	62,3	46,4	37,5	20,7
Otros flujos netos (+)	-82,2	-22,4	-79,3	-45,5	12,5	-23,4	8,9	10,0
= Variaciones del patrimonio neto¹⁾	689,0	766,2	1.089,2	1.175,0	960,6	820,2	917,8	810,5
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Efectivo y depósitos	4.569,8	4.807,4	5.053,3	5.075,0	5.166,8	5.197,2	5.333,8	5.349,3
<i>de los cuales depósitos de M3²⁾</i>								
Efectivo y depósitos	3.405,1	3.576,6	3.787,0	3.813,3	3.887,9	3.911,3	4.025,1	4.073,0
Valores distintos de acciones, corto plazo	25,5	33,0	14,7	25,9	33,5	36,7	30,3	43,8
Valores distintos de acciones, largo plazo	1.292,6	1.350,9	1.372,1	1.415,6	1.413,6	1.435,5	1.431,5	1.458,2
Acciones y otras participaciones	3.695,2	3.917,5	4.553,8	4.802,0	4.681,7	4.797,1	4.926,5	5.099,4
Acciones cotizadas	797,0	849,5	1.039,0	1.140,9	1.071,1	1.154,1	1.213,0	1.254,2
Acciones no cotizadas y otras participaciones	1.415,3	1.575,9	1.877,6	1.987,7	1.984,6	2.017,5	2.067,7	2.190,8
Participaciones en fondos de inversión	1.483,0	1.492,1	1.637,2	1.673,4	1.626,0	1.625,5	1.645,8	1.654,5
<i>de las cuales, en fondos de inversión del mercado monetario</i>								
Reservas técnicas de seguro	263,8	249,0	235,3	213,4	216,0	211,1	186,4	195,1
Reservas técnicas de seguro	3.806,4	4.152,8	4.604,5	4.706,0	4.746,6	4.834,2	4.918,1	4.985,7
Otros activos netos	-80,6	-84,4	-145,7	-153,3	-130,8	-132,2	-109,6	-106,4
Pasivos (-)								
Préstamos	3.960,3	4.276,8	4.650,8	4.733,1	4.839,1	4.920,5	5.021,3	5.103,4
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>								
Préstamos	3.521,2	3.809,0	4.191,6	4.280,8	4.384,5	4.459,3	4.537,7	4.611,3
= Riqueza financiera neta	9.348,6	9.900,2	10.801,8	11.138,1	11.072,4	11.248,1	11.509,3	11.726,5

Fuentes: BCE y Eurostat.

- 1) Excluidas las variaciones del patrimonio neto como consecuencia de otras variaciones de los activos no financieros, como por ejemplo, por revalorización de los inmuebles residenciales.
- 2) Pasivos en forma de depósitos de las IFM y de la Administración Central (p. ej., Correos o el Tesoro) frente a los hogares que forman parte de M3 (véase el glosario).

3.4 Sociedades no financieras

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

	2003	2004	2005	2005 II- 2006 I	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	3.781,5	3.928,2	4.034,5	4.075,7	4.106,6	4.155,2	4.217,1	4.269,4
Remuneración de los asalariados (-)	2.304,5	2.371,7	2.430,2	2.450,5	2.475,1	2.499,1	2.524,7	2.554,0
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	59,1	66,4	72,4	72,1	74,1	74,4	73,2	71,9
= Excedente bruto de explotación (+)	1.417,9	1.490,0	1.531,9	1.553,1	1.557,4	1.581,7	1.619,2	1.643,5
Consumo de capital fijo (-)	608,7	632,8	661,3	667,2	674,0	681,2	688,0	695,7
= Excedente neto de explotación (+)	809,3	857,3	870,5	886,0	883,4	900,5	931,2	947,9
Renta de la propiedad, recursos (+)	318,0	363,4	410,3	423,1	433,5	445,9	461,9	471,6
Intereses, recursos	124,2	118,4	125,1	131,0	137,5	145,0	151,2	154,5
Otra renta de la propiedad, recursos	193,8	244,9	285,2	292,1	296,0	300,9	310,7	317,1
Intereses y otras rentas, empleos (-)	228,0	226,0	233,6	240,0	247,3	257,2	267,8	278,6
= Renta empresarial neta (+)	899,3	994,6	1.047,2	1.069,0	1.069,5	1.089,2	1.125,4	1.140,9
Renta distribuida (-)	690,6	748,3	828,6	843,2	858,6	861,7	881,0	896,1
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	116,7	131,6	147,4	150,1	156,8	166,7	180,4	186,5
Cotizaciones sociales, recursos (+)	73,5	73,6	74,0	73,9	74,1	74,3	74,5	75,1
Prestaciones sociales, empleos (-)	59,9	60,5	62,0	62,0	62,1	62,3	62,3	62,4
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	43,1	48,3	47,9	45,6	46,1	46,3	45,6	45,4
Variaciones del patrimonio neto de los hogares en los fondos de pensiones (-)	13,0	12,8	11,8	11,9	12,0	12,1	12,1	12,1
= Ahorro neto	49,5	66,7	23,6	30,1	7,9	14,4	18,5	13,5
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	167,5	190,0	206,0	230,6	239,8	255,1	260,3	269,1
Formación bruta de capital fijo (+)	775,3	815,0	850,9	866,8	882,5	897,2	919,3	940,8
Consumo de capital fijo (-)	608,7	632,8	661,3	667,2	674,0	681,2	688,0	695,7
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	0,9	7,8	16,5	31,0	31,3	39,1	29,1	24,0
Inversión financiera (+)								
Efectivo y depósitos	115,2	83,5	152,6	161,0	168,8	164,3	175,2	188,2
de los cuales depósitos de M3 ¹⁾	63,0	73,8	99,3	103,9	108,9	116,8	138,5	157,7
Valores distintos de acciones	-33,5	-56,9	-20,4	-4,6	13,9	-0,7	22,1	3,8
Préstamos	141,6	61,0	138,5	99,8	104,5	108,5	129,2	156,9
Acciones y otras participaciones	176,8	177,7	162,3	179,1	228,0	191,0	206,7	233,0
Reservas técnicas de seguro	4,9	5,9	8,7	5,9	6,1	5,7	6,2	6,1
Otros activos netos (+)	2,3	64,4	22,6	84,7	113,4	157,6	163,8	133,0
Financiación (-)								
Deuda	294,9	216,1	403,0	467,6	576,6	630,5	657,1	670,8
Préstamos	217,2	196,0	395,0	462,4	555,8	593,1	605,5	618,6
de los cuales, de IFM de la zona del euro	102,8	163,9	262,7	334,2	371,8	422,7	446,2	442,7
Valores distintos de acciones	62,6	6,7	-4,6	-7,6	8,6	25,4	39,6	42,1
Reservas de los fondos de pensiones	15,0	13,5	12,6	12,7	12,2	12,0	12,0	10,0
Acciones y otras participaciones	185,3	188,6	184,9	209,0	238,6	171,6	207,3	222,1
Acciones cotizadas	19,1	11,9	101,3	96,1	113,5	39,7	32,4	41,1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	166,1	176,7	83,6	112,9	125,1	131,9	174,9	181,0
Transferencias netas de capital, recursos (-)	45,0	54,3	58,9	49,8	51,4	65,2	80,5	83,7
= Ahorro neto	49,5	66,7	23,6	30,1	7,9	14,4	18,5	13,5
Balance financiero								
Activos financieros								
Efectivo y depósitos	1.194,2	1.262,2	1.417,4	1.428,8	1.472,2	1.512,8	1.577,0	1.604,2
de los cuales depósitos de M3 ¹⁾	984,2	1.042,9	1.147,3	1.131,9	1.167,0	1.199,4	1.277,4	1.284,5
Valores distintos de acciones	395,9	310,4	285,9	297,1	307,7	296,0	301,0	295,4
Préstamos	1.337,8	1.389,5	1.524,3	1.544,2	1.577,6	1.608,0	1.676,6	1.717,5
Acciones y otras participaciones	4.842,9	5.340,7	6.250,1	6.696,2	6.611,0	6.905,4	7.243,9	7.489,0
Reservas técnicas de seguro	110,8	118,2	124,4	126,9	128,4	129,7	131,0	133,1
Otros activos netos (+)	170,2	198,6	163,8	189,6	230,1	220,8	208,7	219,8
Pasivos								
Deuda	6.068,3	6.237,2	6.646,2	6.802,7	7.003,0	7.127,2	7.269,0	7.457,2
Préstamos	5.151,3	5.268,4	5.667,8	5.816,8	5.997,2	6.116,0	6.250,1	6.422,9
de los cuales, de IFM de la zona del euro	3.034,4	3.152,2	3.409,1	3.525,4	3.640,2	3.731,6	3.844,5	3.957,0
Valores distintos de acciones	628,6	667,5	664,6	669,1	686,3	688,7	693,1	707,4
Reservas de los fondos de pensiones	288,5	301,2	313,8	316,8	319,5	322,6	325,8	326,8
Acciones y otras participaciones	8.077,2	8.977,0	10.468,5	11.207,0	11.016,2	11.364,5	12.070,1	12.484,3
Acciones cotizadas	2.732,2	2.987,3	3.681,2	4.088,5	3.947,3	4.091,8	4.458,0	4.662,0
Acciones no cotizadas y otras participaciones	5.345,1	5.989,7	6.787,2	7.118,5	7.068,8	7.272,7	7.612,1	7.822,3

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Pasivos en forma de depósitos de las IFM y de la Administración Central (p. ej., Correos o el Tesoro) frente a las sociedades no financieras que forman parte de M3 (véase el glosario).

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	2003	2004	2005	2005 II- 2006 I	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera (+)	29,9	49,8	27,4	16,6	38,2	49,6	68,5	85,1
Efectivo y depósitos	7,0	12,4	7,0	0,1	7,8	8,2	12,4	17,9
<i>de los cuales depósitos de M3¹⁾</i>	10,8	22,6	21,3	15,2	0,2	-8,8	-0,5	11,9
Valores distintos de acciones, corto plazo	140,7	132,6	140,7	135,0	133,2	137,7	129,0	133,5
Valores distintos de acciones, largo plazo	11,7	6,6	-7,8	8,1	15,4	18,1	13,5	-4,7
Préstamos	59,0	46,3	120,3	141,1	139,4	146,7	133,0	103,2
Acciones y otras participaciones	9,5	14,0	21,4	17,8	17,0	16,1	18,3	12,8
Acciones cotizadas	5,2	-1,0	14,1	17,3	22,5	27,8	25,0	23,7
Acciones no cotizadas y otras participaciones	44,3	33,3	84,9	106,1	99,9	102,7	89,7	66,7
Participaciones en fondos de inversión	6,8	3,3	-0,8	-0,7	-4,0	-5,3	2,6	3,6
<i>De las cuales, participaciones en fondos del mercado monetario</i>	-2,4	12,4	23,8	17,5	6,5	3,2	-5,2	8,2
Otros activos netos (+)								
Financiación (-)	5,0	-1,8	0,1	-0,5	-0,4	-0,4	4,1	4,0
Valores distintos de acciones	12,3	4,6	9,5	22,5	23,9	32,6	27,8	26,9
Préstamos	11,4	12,7	10,4	10,1	9,3	12,5	7,9	10,6
Acciones y otras participaciones	237,0	261,2	331,0	339,8	329,7	328,0	306,9	295,5
Reservas técnicas de seguro	210,3	229,5	289,8	303,5	293,5	288,4	263,7	249,8
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones								
Reservas para primas y para siniestros	26,8	31,6	41,2	36,3	36,2	39,6	43,2	45,7
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-16,2	-6,4	-25,2	-38,4	-29,6	-26,3	-8,4	0,2
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	107,2	109,4	200,8	231,0	125,3	121,1	183,8	149,4
Otros activos netos	-10,2	161,1	42,2	22,7	-17,3	3,7	-46,5	-52,4
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	98,2	20,6	118,2	129,5	88,6	91,6	56,3	42,1
Reservas técnicas de seguro	33,7	85,2	145,6	118,7	68,7	53,9	48,5	32,2
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	34,2	65,4	151,6	126,0	69,4	53,7	47,7	29,8
Reservas para primas y para siniestros	-0,5	19,8	-5,9	-7,4	-0,8	0,2	0,8	2,4
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	-34,9	164,8	-20,8	5,6	-49,2	-20,6	32,5	22,6
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Efectivo y depósitos	580,0	630,7	661,1	671,2	685,8	705,3	730,4	757,0
<i>de los cuales depósitos de M3¹⁾</i>	121,1	132,6	141,6	136,9	139,7	143,3	153,4	154,7
Valores distintos de acciones, corto plazo	69,2	205,8	212,8	215,8	214,0	214,1	212,7	227,6
Valores distintos de acciones, largo plazo	1.488,4	1.659,9	1.820,3	1.834,7	1.851,6	1.916,0	1.903,8	1.929,7
Préstamos	364,1	359,4	356,8	369,1	370,9	370,9	361,6	351,2
Acciones y otras participaciones	1.530,1	1.685,8	2.006,9	2.126,3	2.100,9	2.209,5	2.323,6	2.378,9
Acciones cotizadas	526,0	574,7	698,2	734,5	705,8	754,2	820,4	841,9
Acciones no cotizadas y otras participaciones	305,7	336,3	395,8	421,9	423,6	438,7	462,6	471,3
Participaciones en fondos de inversión	698,4	774,8	912,8	969,9	971,5	1.016,6	1.040,7	1.065,8
<i>De las cuales, participaciones en fondos del mercado monetario</i>	65,8	69,0	83,4	83,1	87,2	87,5	87,3	89,7
Otros activos netos (+)	89,7	109,7	161,2	164,9	162,1	166,9	162,8	170,1
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	23,4	21,9	22,0	22,1	22,3	23,0	26,3	26,1
Préstamos	125,8	119,2	127,7	147,3	151,9	161,6	155,8	172,6
Acciones y otras participaciones	430,2	463,5	592,0	620,7	585,4	636,3	656,3	673,4
Reservas técnicas de seguro	3.789,4	4.135,7	4.612,3	4.718,9	4.772,1	4.873,0	4.967,7	5.046,6
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.208,5	3.503,4	3.944,8	4.042,5	4.089,4	4.175,8	4.256,2	4.322,1
Reservas para primas y para siniestros	580,9	632,3	667,5	676,4	682,8	697,3	711,5	724,5
= Riqueza financiera neta	-247,3	-88,9	-135,0	-127,0	-146,4	-111,4	-111,0	-104,1

Fuente: BCE.

1) Pasivos en forma de depósitos de las IFM y de la Administración Central (p. ej., Correos o el Tesoro) frente a los empresas de seguros y fondos de pensiones que forman parte de M3 (véase el glosario).



MERCADOS FINANCIEROS

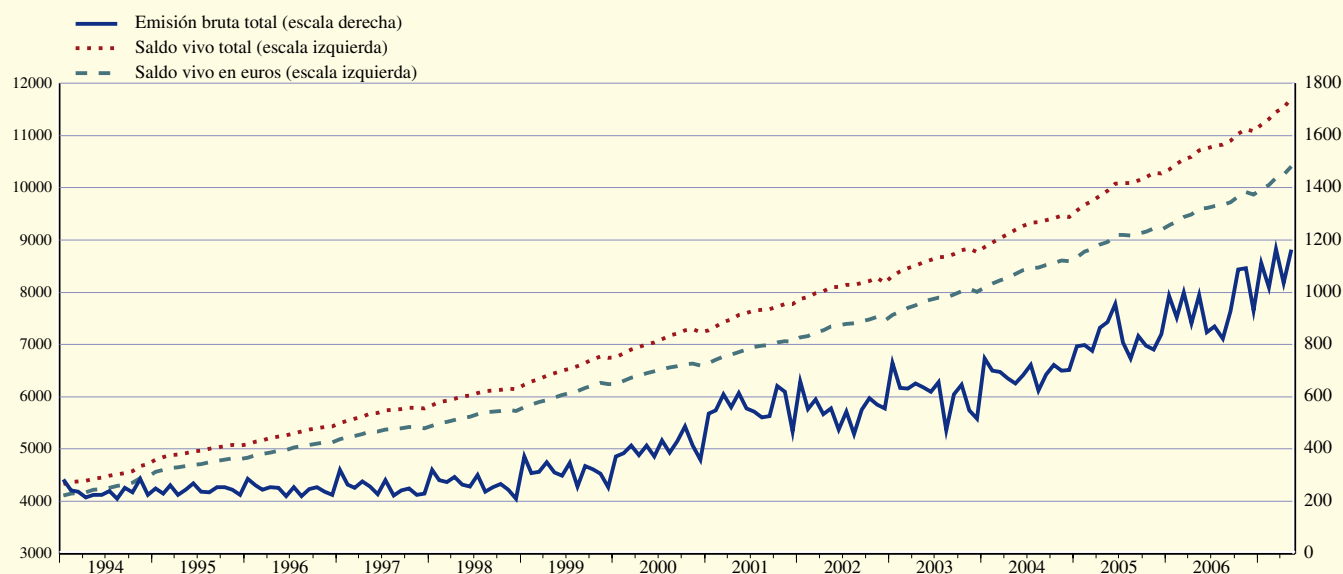
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
Total												
2006 May	11.291,0	1.007,8	126,7	9.596,7	936,9	111,9	10.717,6	989,4	125,9	7,7	88,8	8,1
Jun	11.353,6	896,0	64,6	9.618,4	793,4	23,5	10.750,9	846,7	32,4	6,6	24,9	7,0
Jul	11.371,4	883,8	17,2	9.652,3	820,1	33,4	10.799,0	868,1	43,5	7,0	52,5	6,8
Ago	11.403,7	837,9	31,8	9.673,8	779,9	21,0	10.828,8	822,8	24,6	7,2	74,7	7,0
Sep	11.524,3	1.004,1	120,1	9.724,3	882,0	50,1	10.897,5	927,9	56,9	7,3	57,0	6,7
Oct	11.619,8	1.106,2	93,3	9.827,8	1.023,0	101,6	11.032,9	1.086,0	122,2	7,9	123,0	8,1
Nov	11.758,3	1.134,5	137,7	9.919,2	1.036,6	90,8	11.124,2	1.092,7	107,3	8,2	100,0	8,3
Dic	11.734,1	976,7	-24,9	9.864,3	884,9	-55,8	11.079,3	929,7	-59,9	7,8	39,6	8,5
2007 Ene	11.831,9	1.144,3	97,8	9.961,6	1.052,1	97,4	11.206,5	1.111,7	116,0	7,9	76,4	8,9
Feb	11.937,7	1.042,2	105,9	10.051,6	953,5	90,2	11.316,2	1.019,5	117,0	8,1	88,3	9,1
Mar	12.166,6	1.254,9	227,7	10.182,7	1.112,8	129,8	11.452,9	1.165,4	135,9	8,4	108,0	10,1
Abr	.	.	.	10.255,3	980,6	72,4	11.536,3	1.035,4	89,3	8,6	74,7	9,0
May	.	.	.	10.404,8	1.101,6	150,2	11.712,4	1.162,1	171,1	8,9	132,8	9,5
A largo plazo												
2006 May	10.267,2	206,0	100,7	8.670,3	167,5	85,9	9.645,0	187,4	95,6	7,7	63,5	7,6
Jun	10.326,6	200,2	60,2	8.734,2	168,2	64,5	9.729,6	193,5	80,9	6,7	52,9	7,1
Jul	10.365,1	192,9	38,6	8.758,5	158,7	24,5	9.769,3	177,6	35,8	7,1	47,9	6,9
Ago	10.381,4	90,5	16,5	8.769,7	71,6	11,4	9.787,5	88,2	21,1	7,5	66,0	7,2
Sep	10.475,1	218,5	94,0	8.824,6	156,7	55,2	9.856,9	175,7	62,9	7,5	53,4	7,0
Oct	10.576,3	224,8	98,8	8.895,0	173,9	68,4	9.949,5	206,5	86,1	8,1	102,0	8,2
Nov	10.711,4	226,0	134,2	8.989,6	167,2	93,9	10.043,1	193,4	108,5	8,3	101,6	9,0
Dic	10.732,5	171,1	18,4	9.008,3	132,6	15,8	10.069,6	152,7	12,9	8,1	56,1	9,0
2007 Ene	10.807,8	229,9	75,2	9.058,8	176,6	50,4	10.141,1	200,4	61,4	8,1	64,6	9,3
Feb	10.902,9	234,9	95,3	9.135,3	184,8	76,6	10.231,4	218,3	98,1	8,3	74,7	9,4
Mar	11.037,7	274,8	134,8	9.225,8	206,7	90,4	10.324,9	227,5	95,5	8,4	74,7	9,8
Abr	.	.	.	9.274,7	154,5	48,6	10.379,7	176,1	62,1	8,6	63,1	8,9
May	.	.	.	9.398,3	186,7	125,1	10.523,2	212,1	139,3	9,0	106,6	8,9

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

(mm de euros)



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

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

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

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

I. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2005	10.270	4.122	926	613	4.327	283	9.875	6.988	325	1.032	1.435	95
2006	11.079	4.566	1.156	645	4.408	305	11.334	8.377	414	1.118	1.339	85
2006 II	10.751	4.349	1.027	639	4.437	299	2.717	1.977	107	261	351	22
III	10.898	4.448	1.063	637	4.452	298	2.619	1.928	79	265	329	18
IV	11.079	4.566	1.156	645	4.408	305	3.108	2.365	144	336	241	23
2007 I	11.453	4.762	1.236	657	4.489	309	3.297	2.448	126	285	415	23
2007 Feb	11.316	4.710	1.195	649	4.457	306	1.020	773	45	75	118	8
Mar	11.453	4.762	1.236	657	4.489	309	1.165	824	57	133	144	8
Abr	11.536	4.811	1.249	666	4.501	310	1.035	749	29	133	119	7
May	11.712	4.873	1.278	678	4.575	308	1.162	825	38	155	138	5
A corto plazo												
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.010	570	12	94	329	4	9.175	7.375	59	1.023	686	31
2006 II	1.021	531	10	101	374	5	2.166	1.739	16	227	175	8
III	1.041	561	12	96	367	4	2.177	1.733	16	249	171	8
IV	1.010	570	12	94	329	4	2.556	2.086	14	305	144	7
2007 I	1.128	621	12	106	385	4	2.650	2.132	16	271	222	8
2007 Feb	1.085	612	11	100	357	4	801	655	5	71	68	3
Mar	1.128	621	12	106	385	4	938	724	5	128	78	3
Abr	1.157	638	12	113	389	5	859	659	5	124	68	3
May	1.189	652	12	120	401	5	950	727	3	144	73	3
Total a largo plazo¹⁾												
2005	9.324	3.639	919	522	3.966	278	2.078	942	280	89	706	61
2006	10.070	3.996	1.143	551	4.079	301	2.159	1.002	354	95	653	54
2006 II	9.730	3.818	1.017	538	4.063	294	551	237	91	34	175	14
III	9.857	3.887	1.051	540	4.085	294	442	196	62	16	158	9
IV	10.070	3.996	1.143	551	4.079	301	553	279	130	31	97	16
2007 I	10.325	4.141	1.224	551	4.105	304	646	316	110	13	192	14
2007 Feb	10.231	4.099	1.183	549	4.100	301	218	118	40	5	51	5
Mar	10.325	4.141	1.224	551	4.105	304	228	99	52	5	66	5
Abr	10.380	4.173	1.238	552	4.112	305	176	89	24	9	51	3
May	10.523	4.221	1.267	558	4.174	303	212	98	35	12	65	2
De cual: a tipo fijo												
2005	6.725	2.020	459	413	3.616	217	1.230	414	91	54	622	48
2006	7.048	2.136	535	420	3.719	237	1.289	476	137	61	576	39
2006 II	6.922	2.084	499	415	3.692	232	332	109	41	21	151	10
III	6.975	2.112	508	415	3.708	233	275	94	22	11	140	8
IV	7.048	2.136	535	420	3.719	237	280	117	44	20	90	10
2007 I	7.164	2.212	561	421	3.728	243	405	174	39	9	169	13
2007 Feb	7.132	2.190	554	419	3.730	239	135	62	21	4	43	4
Mar	7.164	2.212	561	421	3.728	243	131	53	11	3	58	5
Abr	7.189	2.222	567	419	3.737	244	102	43	12	5	39	3
May	7.267	2.233	575	424	3.791	244	116	38	11	7	57	2
Del cual: a tipo variable												
2005	2.266	1.350	456	93	306	60	718	432	188	27	58	12
2006	2.603	1.507	601	117	314	64	716	405	214	31	51	15
2006 II	2.432	1.431	512	107	320	62	177	96	50	12	15	4
III	2.490	1.450	537	110	333	60	134	77	40	4	13	2
IV	2.603	1.507	601	117	314	64	231	124	86	11	5	6
2007 I	2.712	1.560	655	117	320	61	200	113	69	4	13	1
2007 Feb	2.662	1.547	621	117	315	62	70	45	19	1	4	1
Mar	2.712	1.560	655	117	320	61	83	36	41	1	5	1
Abr	2.746	1.574	662	120	329	61	61	37	12	4	9	0
May	2.789	1.591	683	121	334	59	71	37	24	4	5	0

Fuente: BCE.

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

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

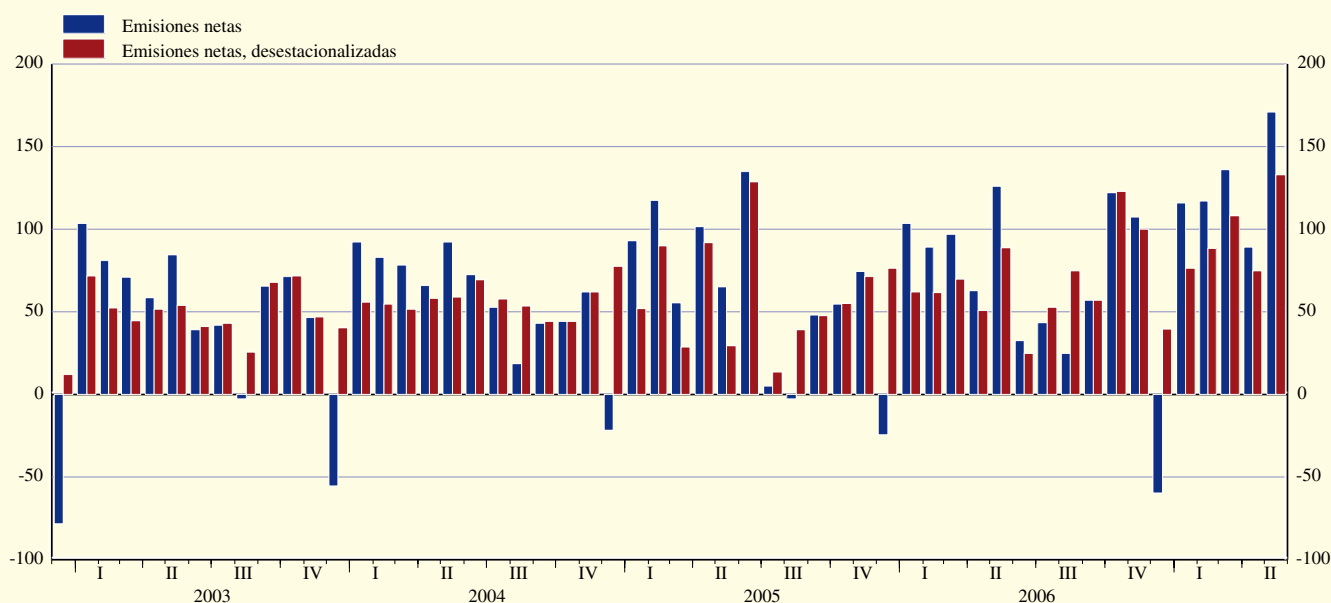
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar						Desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2005	721,6	319,9	175,9	21,9	171,5	32,4	723,5	323,4	171,7	22,1	173,8	32,6
2006	805,2	419,3	236,7	36,5	90,2	22,3	804,4	423,7	232,2	36,9	89,2	22,4
2006 II	221,1	83,4	60,3	19,6	48,6	9,1	164,5	87,8	47,9	12,9	7,3	8,6
III	124,9	78,7	34,7	-2,4	14,4	-0,5	184,2	95,2	51,3	1,7	33,7	2,3
IV	169,6	98,4	95,9	10,0	-41,4	6,7	262,6	133,7	67,2	16,2	40,0	5,4
2007 I	368,9	187,8	81,6	13,0	82,6	3,9	272,6	129,7	107,0	9,4	23,6	2,8
2007 Feb	117,0	69,1	32,9	4,2	11,0	-0,2	88,3	49,6	34,5	3,7	1,7	-1,3
Mar	135,9	48,6	42,2	8,9	33,3	2,9	108,0	27,5	47,5	8,6	20,8	3,6
Abr	89,3	50,1	15,2	9,4	13,3	1,3	74,7	40,0	16,0	6,6	10,1	1,9
May	171,1	60,1	28,3	11,9	72,5	-1,7	132,8	50,7	30,0	6,1	47,7	-1,7
A largo plazo												
2005	713,9	296,5	176,3	22,1	186,3	32,6	715,6	298,4	172,2	22,1	190,2	32,8
2006	755,6	346,5	231,4	33,1	121,4	23,3	754,9	348,7	226,9	33,0	123,1	23,3
2006 II	219,7	87,1	57,3	16,5	49,7	9,1	161,0	84,9	44,7	9,9	12,8	8,7
III	119,8	62,4	33,3	2,6	21,5	-0,1	167,2	67,2	49,9	4,8	42,7	2,6
IV	207,6	96,3	95,2	12,2	-3,3	7,2	259,7	126,5	66,6	11,3	49,2	6,0
2007 I	255,0	142,2	81,9	1,0	26,6	3,3	214,0	108,3	107,2	6,5	-10,1	2,1
2007 Feb	98,1	64,9	33,4	0,1	0,0	-0,4	74,7	46,7	35,4	1,6	-7,7	-1,3
Mar	95,5	42,4	41,6	3,0	5,6	3,0	74,7	23,3	46,5	3,7	-2,3	3,4
Abr	62,1	34,5	15,7	2,3	8,6	0,9	63,1	34,2	17,3	2,6	7,5	1,5
May	139,3	46,5	28,2	5,5	60,9	-1,8	106,6	35,4	29,7	2,0	41,2	-1,7

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

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

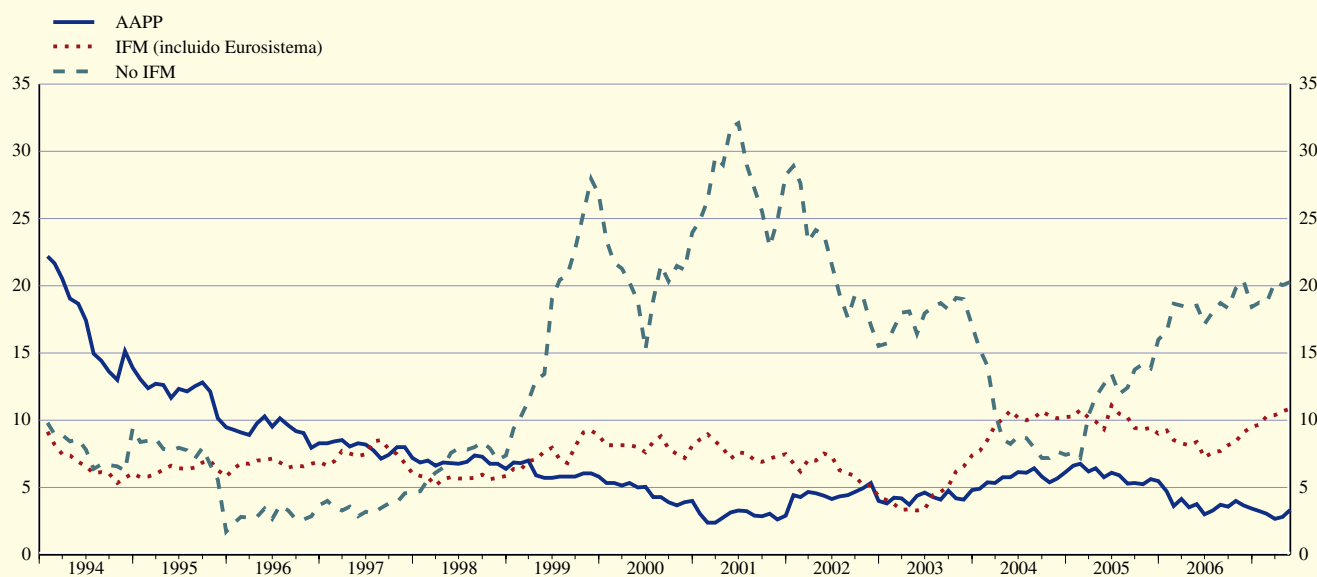


Fuente: BCE.

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

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2006 May	7,7	10,0	26,0	3,7	2,6	12,2	8,1	10,5	30,3	6,0	1,8	10,6
Jun	6,6	8,1	23,8	4,6	1,8	12,4	7,0	9,6	26,6	6,2	0,7	10,6
Jul	7,0	8,3	25,6	4,8	2,2	11,8	6,8	8,8	25,2	5,3	1,2	10,7
Ago	7,2	8,4	27,2	3,4	2,5	12,2	7,0	8,8	23,9	2,7	2,3	10,2
Sep	7,3	9,0	26,4	4,3	2,2	10,4	6,7	8,8	21,5	4,8	1,9	7,7
Oct	7,9	9,6	29,0	4,0	2,6	9,5	8,1	10,1	27,9	4,8	2,5	7,6
Nov	8,2	10,0	29,5	5,2	2,5	8,8	8,3	9,5	28,6	4,4	3,3	7,0
Dic	7,8	10,2	25,7	6,0	2,1	7,9	8,5	10,8	24,6	5,7	3,4	5,3
2007 Ene	7,9	10,5	26,1	5,3	1,9	7,4	8,9	12,3	27,0	5,3	2,5	4,1
Feb	8,1	10,7	26,1	5,4	2,1	5,8	9,1	12,7	28,4	8,3	1,9	1,3
Mar	8,4	10,5	28,2	6,5	2,4	6,7	10,1	12,1	35,3	8,2	2,9	5,5
Abr	8,6	10,6	27,9	6,8	2,6	7,3	9,0	11,1	27,9	8,7	2,7	6,9
May	8,9	10,5	28,5	6,6	3,5	5,1	9,5	11,4	28,5	8,8	3,7	3,2
A largo plazo												
2006 May	7,7	8,4	26,1	6,8	3,2	12,6	7,6	7,7	30,1	8,0	2,7	11,1
Jun	6,7	7,2	23,7	6,4	2,3	12,8	7,1	8,7	26,0	6,6	1,6	10,8
Jul	7,1	7,6	25,5	6,1	2,7	12,0	6,9	7,9	24,6	5,2	2,1	10,8
Ago	7,5	7,7	26,9	5,6	3,1	12,5	7,2	7,8	23,2	4,0	3,3	10,1
Sep	7,5	8,1	26,1	5,8	3,1	10,9	7,0	8,3	20,6	5,7	2,8	8,1
Oct	8,1	8,4	28,7	5,2	3,6	10,0	8,2	9,1	27,3	4,6	3,5	8,2
Nov	8,3	9,1	29,2	5,7	3,3	9,4	9,0	10,5	28,2	3,4	3,9	7,7
Dic	8,1	9,5	25,3	6,4	3,1	8,4	9,0	10,4	24,4	6,1	4,6	6,0
2007 Ene	8,1	9,6	25,8	6,3	2,9	7,6	9,3	11,4	26,9	7,4	3,7	4,5
Feb	8,3	10,3	25,9	5,7	2,8	5,9	9,4	12,9	28,7	7,4	2,4	1,8
Mar	8,4	10,4	27,9	6,2	2,4	6,9	9,8	12,4	35,6	6,7	1,9	5,6
Abr	8,6	10,7	27,8	5,7	2,4	7,4	8,9	12,2	28,4	6,7	1,3	6,7
May	9,0	10,8	28,5	4,9	3,2	5,1	8,9	11,2	28,9	6,5	2,4	2,7

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



Fuente: BCE.

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

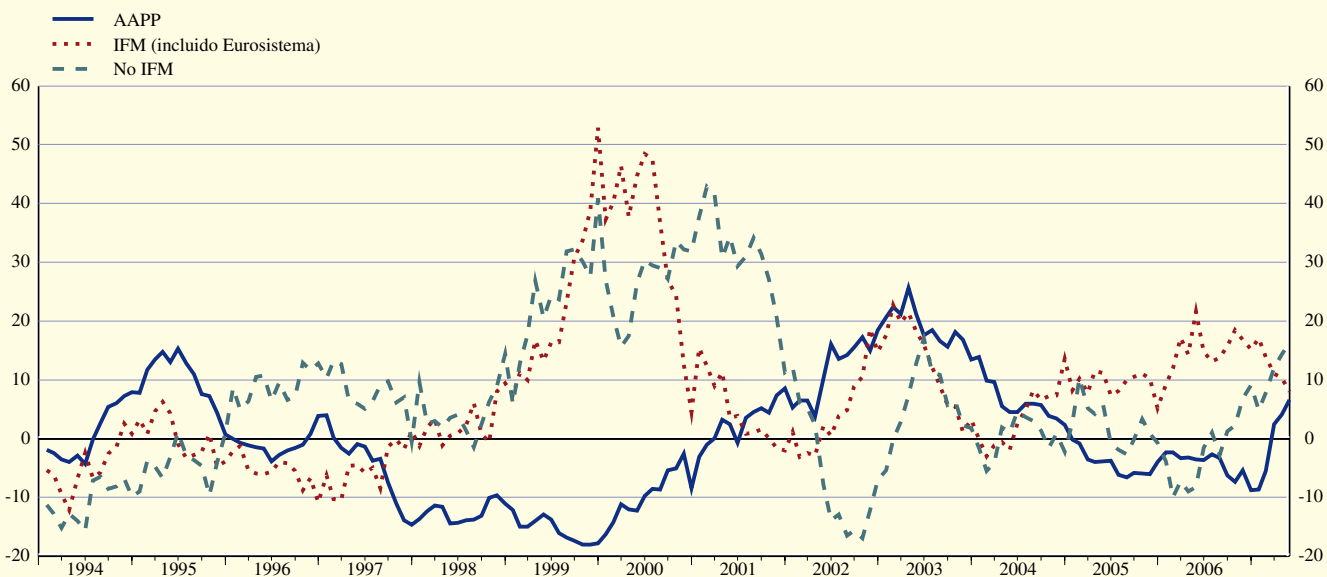
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2005	4,7	3,1	5,7	0,3	5,5	15,0	19,5	18,6	35,8	22,1	9,9	4,8
2006	4,5	4,7	13,8	1,2	3,1	13,4	16,4	11,8	41,3	27,4	5,2	4,4
2006 II	4,2	4,5	11,7	1,1	3,0	13,5	16,6	11,9	44,4	28,3	3,6	5,5
III	4,4	4,6	14,9	1,0	2,8	13,8	14,8	10,0	38,1	30,3	4,1	6,4
IV	5,1	5,4	19,5	1,8	3,1	11,1	15,5	11,0	36,3	27,0	5,5	4,7
2007 I	5,3	6,3	19,5	3,8	2,9	7,9	15,0	12,1	32,3	21,6	1,4	4,0
2006 Dic	5,2	6,0	18,2	3,0	3,1	9,3	14,9	11,7	32,0	25,3	2,7	5,3
2007 Ene	5,2	5,7	18,9	4,1	3,1	8,4	14,8	12,2	32,3	21,3	0,2	4,8
Feb	5,5	6,7	20,8	3,6	3,0	6,6	14,7	12,3	30,6	20,8	1,0	3,5
Mar	5,2	7,1	19,2	4,3	2,2	8,2	16,0	12,0	36,1	20,3	3,6	2,2
Abr	5,3	7,6	18,7	3,7	2,2	9,0	16,4	12,2	36,5	19,6	5,6	1,7
May	5,7	7,4	19,9	3,3	3,0	7,5	16,2	12,0	36,7	16,1	5,9	-3,4
En euros												
2005	4,3	0,9	9,2	-0,2	5,4	15,3	18,9	17,3	35,2	22,1	10,3	5,4
2006	3,8	3,1	11,3	0,3	3,2	13,6	15,2	10,1	37,8	30,4	5,4	3,6
2006 II	3,6	2,8	10,0	0,8	3,1	13,9	15,3	10,1	40,3	31,5	3,6	4,4
III	3,7	3,1	11,2	-0,2	2,9	13,7	13,3	8,0	33,5	34,2	4,1	5,0
IV	4,3	4,1	14,8	0,1	3,3	11,1	14,5	9,5	33,4	29,8	5,6	3,7
2007 I	4,7	5,5	15,3	1,7	3,2	7,9	13,7	10,8	28,8	22,9	1,5	3,5
2006 Dic	4,6	5,0	14,6	1,1	3,4	9,4	13,7	10,2	28,4	27,3	2,8	4,3
2007 Ene	4,7	5,0	15,0	2,1	3,5	8,3	13,3	10,6	28,8	22,5	0,2	4,2
Feb	4,8	5,8	15,8	1,5	3,3	6,6	13,5	11,2	27,2	21,9	1,1	3,2
Mar	4,5	6,3	15,5	1,6	2,5	8,1	15,0	11,2	32,2	21,3	3,8	1,8
Abr	4,7	7,1	15,6	1,2	2,5	8,9	15,7	11,3	34,0	20,8	5,8	1,3
May	5,1	6,7	16,5	0,9	3,3	7,2	15,4	11,1	34,3	16,9	6,1	-4,0

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

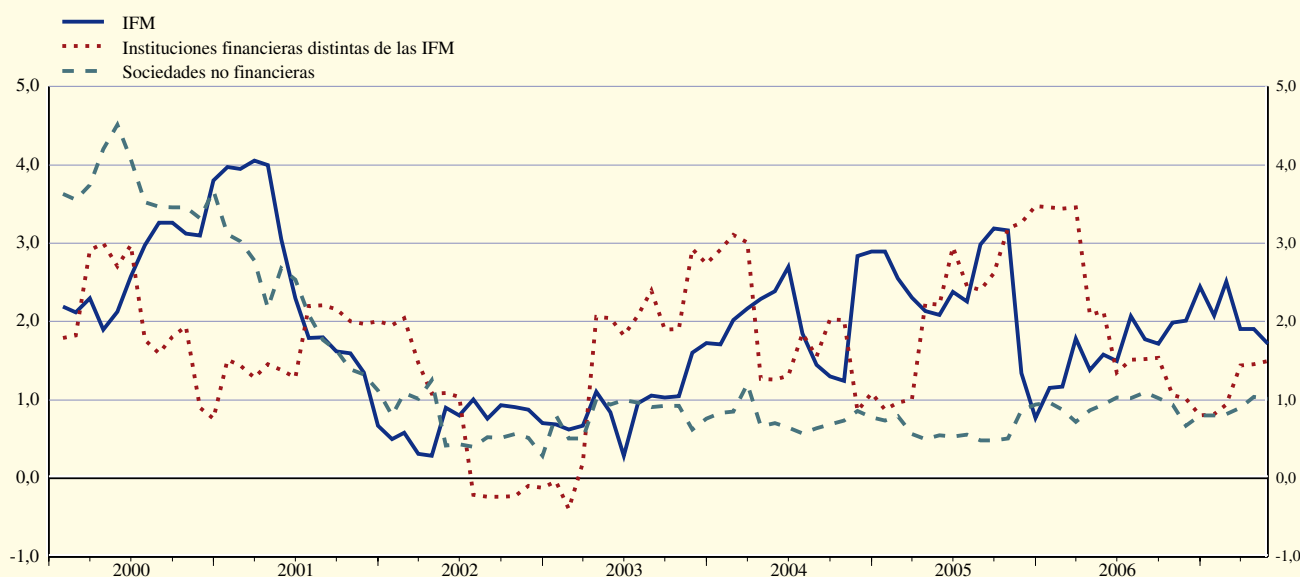
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 May	4.280,1	102,9	1,0	678,1	2,1	425,4	2,2	3.176,5	0,6
Jun	4.386,8	103,1	1,1	698,1	2,4	442,6	2,9	3.246,1	0,5
Jul	4.636,6	103,1	1,0	727,9	2,3	467,7	2,5	3.441,0	0,6
Ago	4.611,4	103,1	1,1	723,5	3,0	458,2	2,4	3.429,8	0,5
Sep	4.832,3	103,2	1,1	764,1	3,2	484,8	2,6	3.583,4	0,5
Oct	4.665,0	103,4	1,2	752,4	3,2	481,5	3,2	3.431,1	0,5
Nov	4.887,5	103,7	1,2	809,2	1,3	514,6	3,3	3.563,7	0,9
Dic	5.061,7	103,8	1,2	836,4	0,8	541,8	3,5	3.683,5	0,9
2006 Ene	5.294,6	103,8	1,2	884,8	1,2	536,8	3,5	3.873,0	1,0
Feb	5.434,6	103,8	1,2	938,8	1,2	562,7	3,4	3.933,1	0,9
Mar	5.635,1	103,9	1,2	962,3	1,8	580,0	3,5	4.092,7	0,7
Abr	5.662,8	104,0	1,1	948,8	1,4	573,9	2,1	4.140,1	0,9
May	5.370,9	104,1	1,2	896,7	1,6	534,5	2,1	3.939,7	0,9
Jun	5.382,6	104,3	1,1	905,0	1,5	530,6	1,3	3.947,0	1,0
Jul	5.378,9	104,4	1,3	918,4	2,1	544,4	1,5	3.916,1	1,0
Ago	5.543,0	104,4	1,3	958,6	1,8	595,7	1,5	3.988,7	1,1
Sep	5.687,1	104,5	1,2	986,1	1,7	607,7	1,5	4.093,3	1,0
Oct	5.866,6	104,6	1,1	1.015,6	2,0	614,5	1,1	4.236,6	0,9
Nov	5.922,6	104,6	0,9	1.024,3	2,0	603,8	1,0	4.294,5	0,7
Dic	6.136,7	104,9	1,1	1.056,3	2,4	623,2	0,8	4.457,2	0,8
2007 Ene	6.307,7	104,9	1,0	1.111,3	2,1	641,7	0,8	4.554,6	0,8
Feb	6.220,5	105,0	1,1	1.081,2	2,5	633,4	0,9	4.506,0	0,8
Mar	6.421,3	105,1	1,1	1.099,9	1,9	646,2	1,4	4.675,2	0,9
Abr	6.669,7	105,3	1,2	1.156,5	1,9	672,2	1,5	4.841,0	1,0
May	6.940,4	105,4	1,2	1.161,3	1,7	685,8	1,5	5.093,3	1,0

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

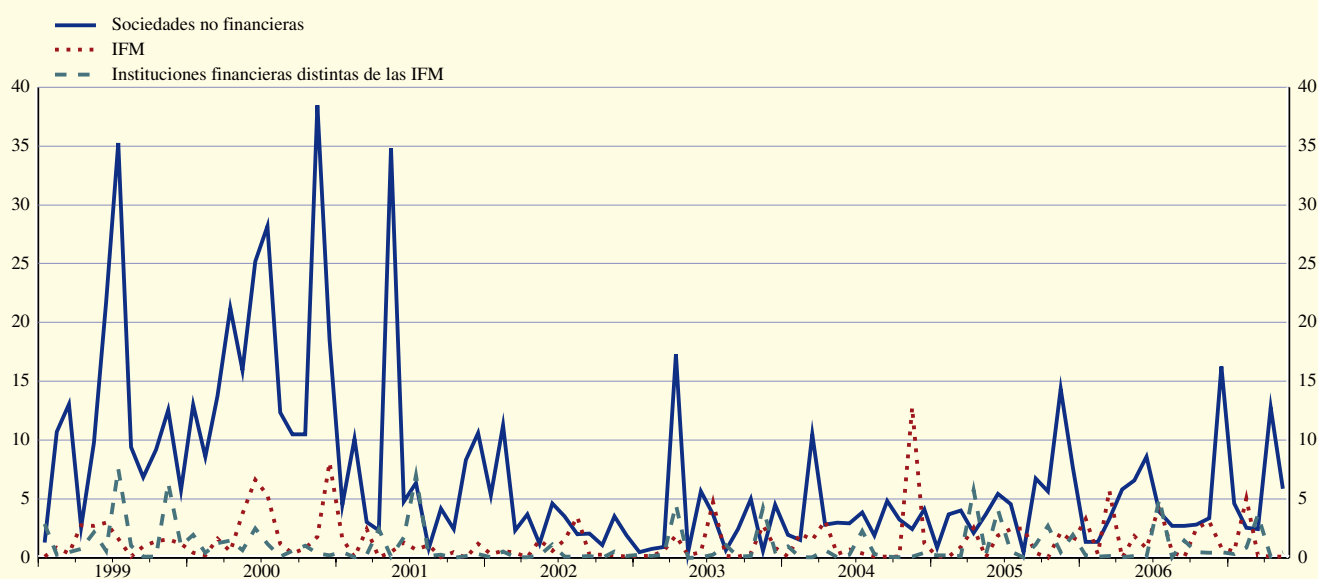
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2005 May	3,9	3,1	0,8	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	-0,1	3,7	2,8	0,8
Jun	11,4	4,9	6,5	1,9	1,0	0,9	4,1	0,7	3,3	5,4	3,2	2,3
Jul	7,5	6,6	0,9	2,4	2,9	-0,4	0,5	0,0	0,5	4,5	3,7	0,8
Ago	2,9	2,2	0,8	2,5	0,0	2,5	0,0	0,2	-0,1	0,4	2,0	-1,6
Sep	8,2	2,3	5,9	0,4	0,0	0,4	1,1	0,1	1,0	6,7	2,2	4,5
Oct	8,3	1,6	6,8	0,0	0,1	-0,1	2,7	0,0	2,7	5,6	1,4	4,2
Nov	17,0	3,9	13,0	2,1	0,0	2,1	0,5	0,1	0,4	14,4	3,9	10,5
Dic	10,9	7,4	3,5	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,7	2,6	5,0
2006 Ene	4,8	0,8	4,1	3,3	0,0	3,3	0,2	0,0	0,2	1,3	0,7	0,6
Feb	1,7	1,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	1,3	1,6	-0,3
Mar	9,1	5,4	3,7	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,1	3,3	5,4	-2,1
Abr	5,8	0,5	5,4	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,8	0,3	5,5
May	8,6	2,2	6,4	1,9	0,0	1,8	0,2	0,0	0,2	6,5	2,2	4,4
Jun	9,4	2,7	6,8	0,8	0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	8,6	2,4	6,2
Jul	13,4	6,6	6,8	4,5	0,0	4,5	5,0	3,5	1,5	3,9	3,1	0,8
Ago	3,2	1,8	1,4	0,4	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,1	2,7	1,6	1,1
Sep	4,2	0,5	3,7	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	2,7	0,5	2,2
Oct	5,8	1,2	4,6	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,8	1,2	1,6
Nov	6,9	2,1	4,8	3,1	0,0	3,1	0,4	0,2	0,3	3,3	1,9	1,5
Dic	17,6	5,1	12,5	0,9	0,3	0,5	0,5	0,0	0,5	16,3	4,7	11,5
2007 Ene	5,4	3,9	1,5	0,5	0,1	0,4	0,3	0,0	0,3	4,6	3,8	0,8
Feb	8,4	2,0	6,4	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
Mar	6,3	1,7	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	0,4	3,3	2,4	1,4	1,1
Abr	13,0	0,4	12,6	0,1	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,1	12,8	0,2	12,6
May	6,4	1,8	4,5	0,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,5	5,8	1,8	4,0

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006 Jun	0,81	2,57	2,88	2,57	2,04	2,53	1,22	2,70	3,22	3,27	2,65
Jul	0,81	2,70	3,04	2,80	2,08	2,58	1,24	2,78	3,31	3,99	2,76
Ago	0,85	2,79	2,97	2,82	2,23	2,63	1,32	2,92	3,25	3,78	2,86
Sep	0,86	2,87	3,15	2,66	2,26	2,68	1,36	2,99	3,45	3,82	2,96
Oct	0,90	3,04	3,30	2,87	2,30	2,75	1,45	3,19	3,58	4,24	3,14
Nov	0,91	3,10	3,34	2,80	2,30	2,81	1,49	3,26	3,47	3,66	3,23
Dic	0,92	3,27	3,31	2,79	2,38	2,87	1,51	3,47	4,99	3,88	3,41
2007 Ene	0,98	3,33	3,48	2,92	2,35	2,98	1,61	3,49	3,91	4,07	3,46
Feb	1,00	3,37	3,64	2,72	2,35	3,07	1,64	3,48	3,80	4,15	3,47
Mar	1,02	3,51	3,65	2,68	2,39	3,14	1,71	3,67	3,84	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	3,52	2,72	2,42	3,25	1,77	3,74	3,80	3,74	3,73

2. Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006 Jun	9,84	7,01	6,31	7,82	7,67	4,00	4,20	4,48	4,25	4,42	4,52	5,09	4,71
Jul	9,86	7,23	6,33	8,02	7,84	4,11	4,24	4,52	4,35	4,51	4,56	5,24	4,74
Ago	9,95	7,73	6,39	8,15	8,08	4,21	4,37	4,60	4,40	4,59	4,65	5,27	4,94
Sep	10,06	7,72	6,26	8,09	7,95	4,30	4,37	4,61	4,45	4,66	4,76	5,30	4,98
Oct	10,04	7,50	6,02	8,17	7,78	4,42	4,45	4,58	4,47	4,73	4,93	5,18	4,80
Nov	10,08	7,66	6,16	8,15	7,83	4,49	4,50	4,58	4,47	4,76	4,97	5,26	4,91
Dic	10,03	7,56	6,08	7,97	7,72	4,55	4,58	4,56	4,49	4,80	4,93	5,24	4,82
2007 Ene	10,15	7,63	6,71	8,39	8,26	4,67	4,60	4,60	4,50	4,83	5,13	5,43	4,92
Feb	10,33	7,69	6,86	8,27	8,30	4,71	4,71	4,70	4,61	4,90	5,27	5,38	5,14
Mar	10,23	7,51	6,71	8,34	8,15	4,78	4,76	4,71	4,62	4,94	5,26	5,60	5,20
Abr	10,30	7,77	6,72	8,24	8,17	4,84	4,73	4,75	4,67	5,00	5,28	5,57	5,21
May	10,31	8,09	6,74	8,28	8,30	4,87	4,77	4,80	4,72	5,04	5,38	5,65	5,27

3. Tipos de interés aplicados a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1	2	3	4	5	6	7
2006 Jun		5,45	4,47	4,84	4,33	3,76	4,12	4,23
Jul		5,52	4,57	4,99	4,38	3,85	4,21	4,37
Ago		5,56	4,70	5,09	4,60	3,98	4,33	4,49
Sep		5,69	4,75	5,02	4,54	4,04	4,41	4,47
Oct		5,76	4,91	5,17	4,57	4,24	4,38	4,45
Nov		5,82	5,00	5,25	4,68	4,31	4,62	4,58
Dic		5,80	5,08	5,24	4,71	4,50	4,77	4,63
2007 Ene		5,94	5,16	5,31	4,69	4,44	4,67	4,71
Feb		6,03	5,21	5,44	4,86	4,50	4,69	4,71
Mar		6,04	5,30	5,45	4,88	4,65	4,81	4,87
Abr		6,12	5,37	5,47	4,88	4,69	4,99	4,90
May		6,08	5,43	5,56	4,90	4,69	5,08	5,06

Fuente: BCE.

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

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

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

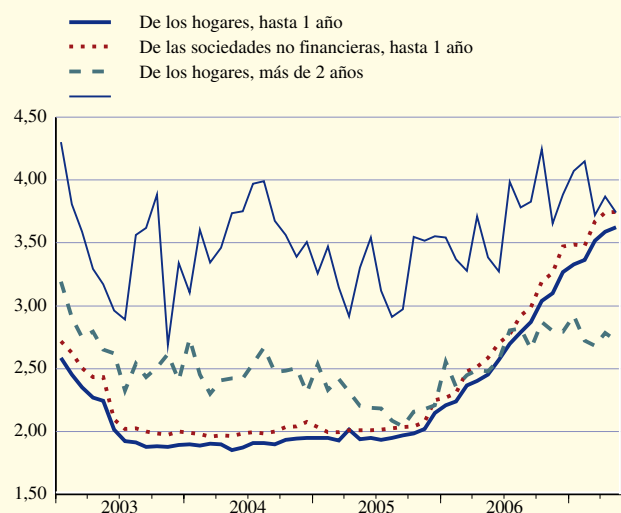
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 Jun	0,81	2,34	3,08	2,04	2,53	1,22	2,72	3,57	2,63
Jul	0,81	2,43	3,03	2,08	2,58	1,24	2,80	3,61	2,71
Ago	0,85	2,52	3,05	2,23	2,63	1,32	2,93	3,69	2,81
Sep	0,86	2,59	3,08	2,26	2,68	1,36	3,00	3,69	2,90
Oct	0,90	2,69	3,10	2,30	2,75	1,45	3,15	3,80	3,05
Nov	0,91	2,78	3,05	2,30	2,81	1,49	3,24	3,80	3,14
Dic	0,92	2,89	3,05	2,38	2,87	1,51	3,42	3,88	3,29
2007 Ene	0,98	2,99	3,06	2,35	2,98	1,61	3,45	3,91	3,36
Feb	1,00	3,07	3,12	2,35	3,07	1,64	3,49	3,92	3,41
Mar	1,02	3,16	3,05	2,39	3,14	1,71	3,61	3,93	3,54
Abr	1,04	3,23	3,06	2,42	3,20	1,75	3,67	3,93	3,59
May	1,06	3,29	3,02	2,42	3,25	1,77	3,72	3,93	3,66

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
2006 Jun	4,67	4,20	4,55	8,10	6,75	5,73	4,72	4,19	4,40
Jul	4,68	4,21	4,57	8,15	6,71	5,82	4,81	4,27	4,45
Ago	4,72	4,23	4,60	8,21	6,72	5,82	4,85	4,33	4,48
Sep	4,82	4,27	4,62	8,31	6,81	5,87	4,93	4,40	4,53
Oct	4,90	4,29	4,65	8,36	6,81	5,88	5,07	4,51	4,57
Nov	4,98	4,33	4,68	8,34	6,81	5,91	5,14	4,59	4,63
Dic	5,01	4,34	4,70	8,43	6,81	5,93	5,23	4,66	4,68
2007 Ene	5,05	4,38	4,72	8,55	6,84	5,95	5,30	4,76	4,77
Feb	5,11	4,46	4,79	8,67	6,95	5,96	5,37	4,83	4,83
Mar	5,14	4,46	4,79	8,64	6,88	5,95	5,43	4,90	4,84
Abr	5,14	4,48	4,80	8,69	6,96	5,97	5,50	4,94	4,87
May	5,16	4,48	4,82	8,73	6,91	5,97	5,50	4,98	4,89

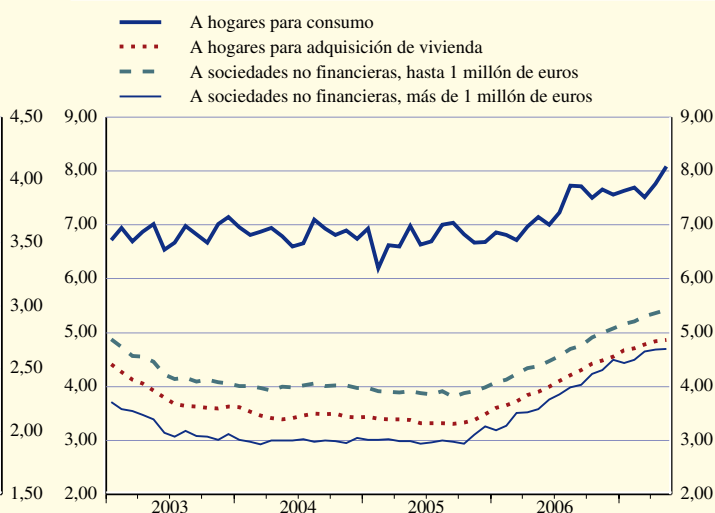
C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

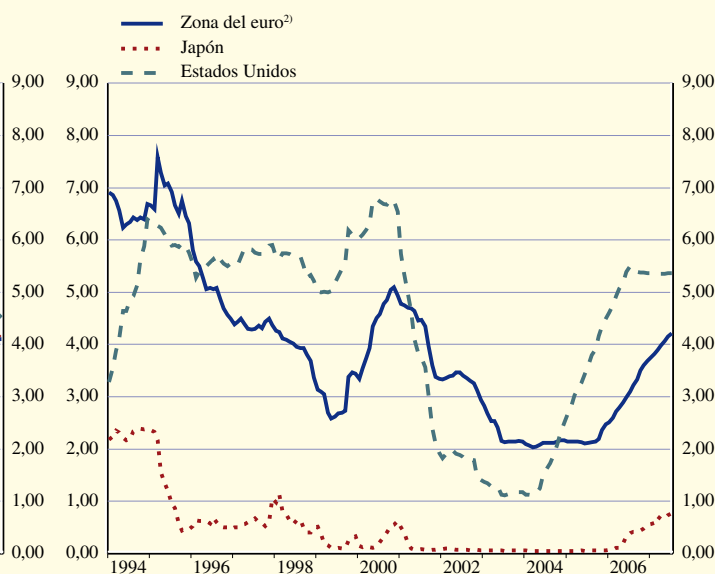
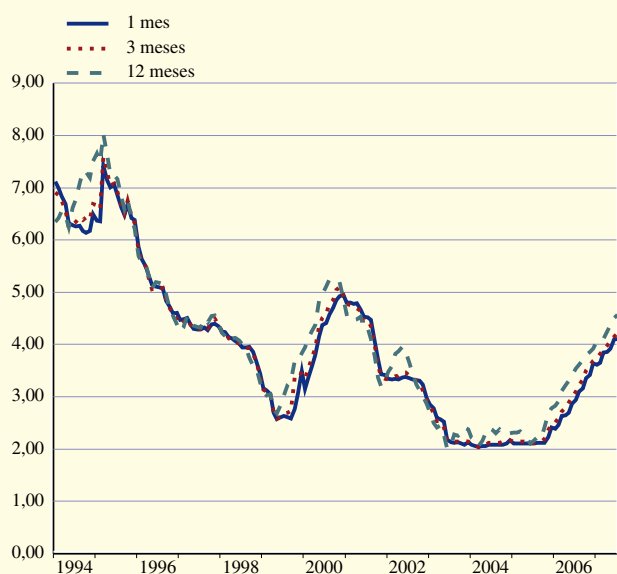
	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
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
2006 II	2,63	2,74	2,90	3,06	3,32	5,21	0,21
III	2,94	3,06	3,22	3,41	3,62	5,43	0,41
IV	3,36	3,46	3,59	3,72	3,86	5,37	0,49
2007 I	3,61	3,71	3,82	3,94	4,09	5,36	0,62
II	3,86	3,96	4,07	4,20	4,38	5,36	0,69
2006 Jul	2,81	2,94	3,10	3,29	3,54	5,50	0,40
Ago	2,97	3,09	3,23	3,41	3,62	5,42	0,41
Sep	3,04	3,16	3,34	3,53	3,72	5,38	0,42
Oct	3,28	3,35	3,50	3,64	3,80	5,37	0,44
Nov	3,33	3,42	3,60	3,73	3,86	5,37	0,48
Dic	3,50	3,64	3,68	3,79	3,92	5,36	0,56
2007 Ene	3,56	3,62	3,75	3,89	4,06	5,36	0,56
Feb	3,57	3,65	3,82	3,94	4,09	5,36	0,59
Mar	3,69	3,84	3,89	4,00	4,11	5,35	0,71
Abr	3,82	3,86	3,98	4,10	4,25	5,35	0,66
May	3,79	3,92	4,07	4,20	4,37	5,36	0,67
Jun	3,96	4,10	4,15	4,28	4,51	5,36	0,73
Jul	4,06	4,11	4,22	4,36	4,56	5,36	0,77

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

(mensuales; en porcentaje)

C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

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

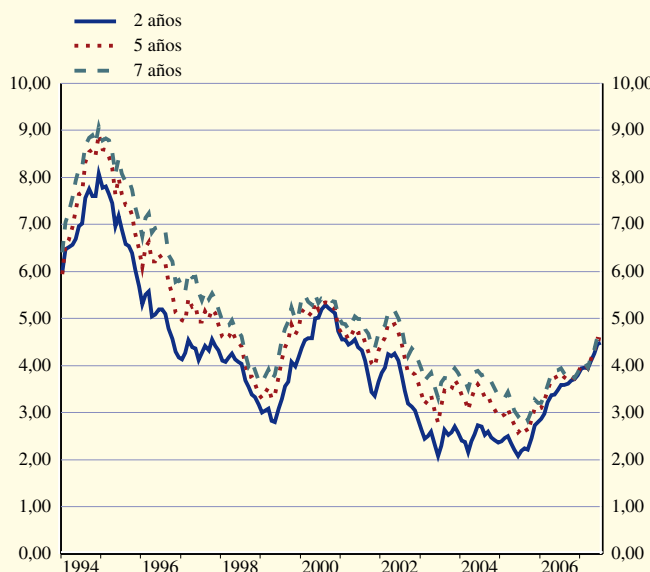
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del periodo)

	Zona del euro ^{1), 2)}					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2006	3,44	3,51	3,64	3,72	3,86	4,79	1,74
2006 II	3,41	3,53	3,75	3,88	4,05	5,07	1,90
III	3,60	3,66	3,76	3,84	3,97	4,90	1,80
IV	3,73	3,73	3,77	3,79	3,86	4,63	1,70
2007 I	3,95	3,96	3,99	4,02	4,08	4,68	1,68
II	4,27	4,30	4,34	4,38	4,42	4,84	1,74
2006 Jul	3,58	3,69	3,84	3,94	4,10	5,10	1,91
Ago	3,59	3,65	3,75	3,83	3,97	4,88	1,81
Sep	3,62	3,64	3,70	3,74	3,84	4,72	1,68
Oct	3,69	3,70	3,77	3,80	3,88	4,73	1,76
Nov	3,71	3,70	3,73	3,74	3,80	4,60	1,70
Dic	3,79	3,79	3,83	3,84	3,90	4,57	1,64
2007 Ene	3,94	3,96	4,02	4,02	4,10	4,76	1,71
Feb	3,96	3,98	4,02	4,07	4,12	4,73	1,71
Mar	3,94	3,94	3,95	3,96	4,02	4,56	1,62
Abr	4,11	4,12	4,15	4,20	4,25	4,69	1,67
May	4,26	4,28	4,31	4,34	4,37	4,75	1,67
Jun	4,45	4,51	4,57	4,62	4,66	5,11	1,89
Jul	4,48	4,52	4,55	4,59	4,63	5,01	1,89

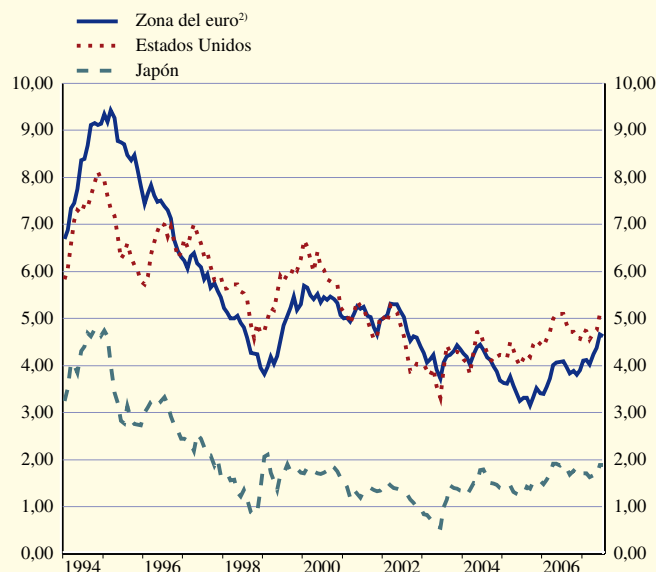
C25 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro²⁾

(mensuales; en porcentaje)



C26 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

- 1) Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculan ponderando los rendimientos nacionales armonizados de la deuda pública por el PIB. A partir de entonces, las ponderaciones utilizadas son los saldos nominales de deuda pública a cada plazo.
- 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.

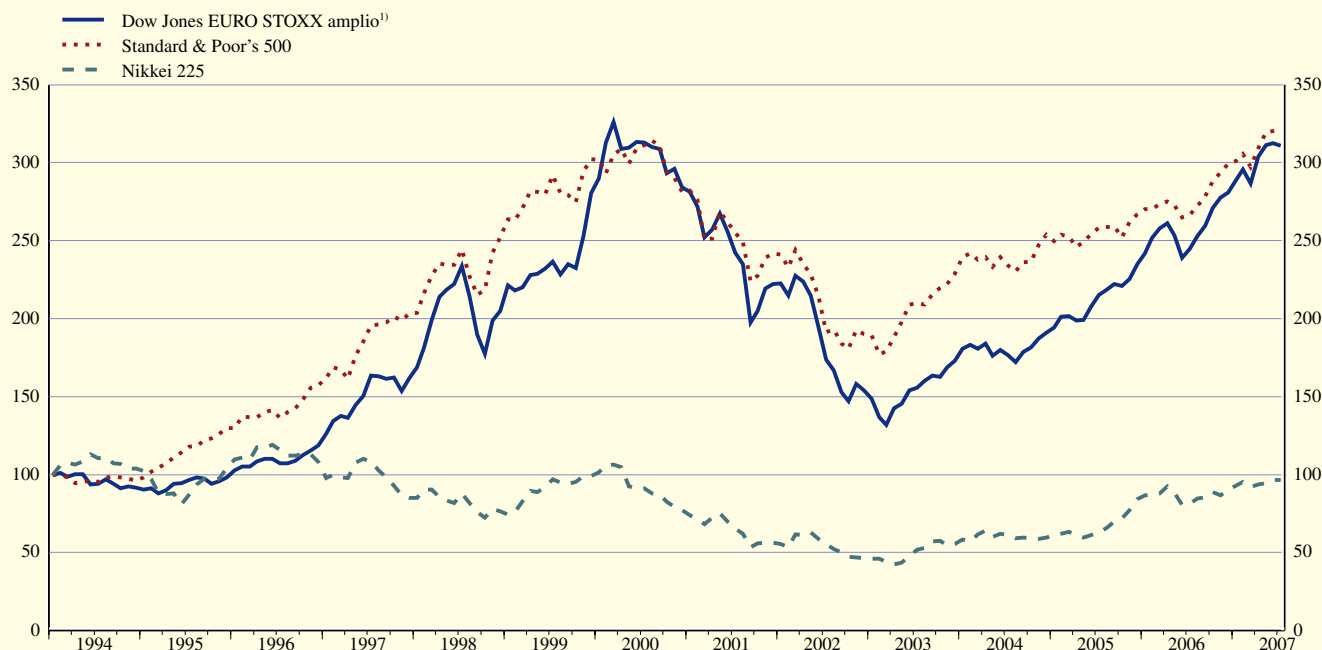
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												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	
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
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	16.121,2
2006 II	348,2	3.692,9	386,0	199,6	285,5	412,8	357,5	387,5	358,0	417,7	403,5	539,1	1.280,9	16.190,0
III	350,2	3.726,8	399,7	202,0	287,9	410,1	364,7	378,4	325,8	438,1	397,8	532,9	1.288,6	15.622,2
IV	383,3	4.032,4	450,4	219,3	315,1	432,7	400,7	419,5	343,1	490,8	450,1	526,3	1.389,2	16.465,0
2007 I	402,5	4.150,5	489,9	233,3	335,7	422,8	418,6	462,7	349,4	512,3	472,8	527,2	1.424,8	17.363,9
II	429,0	4.416,2	549,6	246,8	373,0	454,1	434,2	512,5	376,6	556,0	475,8	536,7	1.496,6	17.678,7
2006 Jul	339,6	3.617,3	389,0	196,6	277,0	409,5	348,2	369,8	321,7	415,7	393,3	548,6	1.261,2	15.133,2
Ago	351,1	3.743,9	399,7	200,9	289,3	418,2	366,5	375,9	324,4	442,3	394,9	525,3	1.287,2	15.786,8
Sep	359,9	3.817,6	410,4	208,4	297,2	401,9	379,1	389,6	331,3	456,0	405,6	525,4	1.317,5	15.930,9
Oct	375,8	3.975,8	435,6	216,9	306,8	419,4	397,5	405,6	341,1	475,6	431,1	532,2	1.363,4	16.515,7
Nov	384,8	4.052,8	451,8	220,1	319,2	438,6	401,3	420,2	343,6	490,5	456,8	517,4	1.389,4	16.103,9
Dic	389,5	4.070,4	464,4	221,0	319,3	440,4	403,4	433,3	344,6	507,0	463,1	529,4	1.416,2	16.790,2
2007 Ene	400,4	4.157,8	476,4	229,1	328,2	426,5	419,8	452,2	350,4	505,0	485,0	538,1	1.423,9	17.270,0
Feb	410,3	4.230,2	496,6	235,9	339,4	428,2	428,3	476,2	355,3	524,7	481,0	530,4	1.445,3	17.729,4
Mar	397,5	4.070,5	497,9	235,1	340,2	413,9	408,6	461,2	343,0	508,5	452,6	512,9	1.407,0	17.130,0
Abr	421,7	4.330,7	531,7	247,6	363,9	437,2	432,7	493,8	362,4	540,4	477,4	531,5	1.462,7	17.466,5
May	431,7	4.444,8	545,5	248,5	374,4	454,1	439,8	514,4	374,5	559,2	476,2	547,7	1.511,3	17.577,7
Jun	433,4	4.470,2	571,9	244,2	380,4	471,1	429,4	529,0	393,1	568,2	473,8	529,9	1.514,5	18.001,4
Jul	431,3	4.449,0	585,9	242,6	384,7	491,4	418,7	529,3	399,8	563,1	467,1	513,1	1.520,9	17.986,8

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo¹⁾

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
% del total ³⁾	100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8	85,8	14,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-	2,0	2,2
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	2,0	3,2
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,8
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	3,0
2006 II	102,4	2,5	1,5	2,8	2,0	0,8	0,5	0,5	0,3	3,9	0,5	2,4	3,1
III	102,5	2,1	1,5	2,3	2,0	0,5	0,4	1,8	0,2	0,6	0,6	2,0	3,1
IV	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,1	0,8	0,7	0,3	-4,2	0,6	1,6	2,8
2007 I	102,9	1,9	1,9	1,6	2,4	0,5	0,4	0,0	0,3	1,0	0,7	1,7	2,8
II	104,4	1,9	1,9	1,5	2,6	0,8	0,4	0,8	0,2	3,3	0,7	1,8	2,4
2007 Feb	102,8	1,8	1,9	1,5	2,4	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,3	0,2	1,7	2,9
Mar	103,5	1,9	1,9	1,7	2,4	0,3	0,1	0,0	0,1	1,5	0,2	1,8	2,5
Abr	104,2	1,9	1,9	1,5	2,5	0,3	0,1	0,9	0,0	1,4	0,3	1,8	2,6
May	104,4	1,9	1,9	1,4	2,6	0,2	0,1	-0,3	0,1	0,9	0,3	1,8	2,4
Jun	104,5	1,9	1,9	1,5	2,6	0,2	0,2	0,3	0,0	0,5	0,2	1,8	2,3
Jul ⁴⁾	.	1,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía	Alquileres					
% del total ³⁾	19,6	11,9	7,6	39,6	30,0	9,6	10,2	6,2	6,4	3,1	14,4	6,7
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,4	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
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
2006 II	2,0	2,2	1,6	3,1	0,7	11,6	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,3	2,2
III	2,8	2,1	3,9	2,0	0,7	6,3	2,5	2,1	2,6	-3,6	2,4	2,3
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
2007 Ene	2,8	2,2	3,7	0,9	0,9	0,9	2,6	2,0	2,9	-1,7	2,7	2,4
Feb	2,4	2,1	2,8	1,1	1,1	0,8	2,6	2,0	2,8	-1,8	2,8	2,6
Mar	2,3	1,9	2,9	1,4	1,2	1,8	2,6	2,0	2,9	-2,8	2,9	2,6
Abr	2,7	1,9	3,9	1,0	1,1	0,4	2,7	2,1	2,6	-2,2	2,7	3,7
May	2,4	1,9	3,1	0,9	1,0	0,3	2,8	2,0	2,8	-1,8	2,9	3,6
Jun	2,4	2,0	3,0	1,0	1,0	0,9	2,8	2,0	2,4	-1,8	3,0	3,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.
- En el año 2007.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales que abarcan normalmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre el precio de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía					
		Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo									
						Total	Duradero	No duradero							
Total excluida energía															
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,7	2,2	7,0	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	3,2	7,4	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,3	1,1	1,3	1,1	13,4	3,1	7,9	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,2	3,8	6,5	19,7	24,8	52,9
2006 II	115,8	5,8	3,9	2,6	4,4	1,2	1,7	1,6	1,8	17,3	4,0	7,0 ⁶⁾	30,0	26,2	56,2
III	116,9	5,4	3,7	3,6	6,3	1,7	1,9	1,8	1,9	11,7	4,3	-	13,4	26,6	55,7
IV	116,6	4,1	2,8	3,5	6,2	1,8	1,6	1,7	1,6	6,1	3,9	6,0 ⁶⁾	3,9	23,0	47,3
2007 I	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,5	1,9	1,5	1,2	.	-	-5,5	15,7	44,8
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,1	13,8	51,0
2007 Feb	117,2	2,9	2,5	3,5	6,0	2,1	1,6	2,0	1,6	1,1	-	-	-4,6	13,9	44,9
Mar	117,7	2,8	2,6	3,4	5,9	2,0	1,5	1,9	1,4	1,0	-	-	-2,3	17,6	47,3
Abr	118,2	2,4	2,6	3,4	5,8	2,0	1,7	1,8	1,6	-0,6	-	-	-5,6	15,3	50,2
May	118,6	2,4	2,6	3,2	5,4	2,0	1,7	1,7	1,7	-0,1	-	-	-3,9	11,9	50,3
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	0,3	14,2	52,6
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	-1,7	7,8	55,2

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	110,9	3,1	2,9	3,8	3,2	3,9	2,9	2,4
2004	113,9	2,7	2,3	3,2	3,0	3,1	2,4	2,2
2005	116,6	2,4	2,5	1,9	2,5	2,3	2,4	2,1
2006	119,4	2,4	2,7	1,8	2,7	2,0	2,3	2,3
2006 I	118,4	2,4	2,9	1,1	2,5	2,2	2,4	2,2
II	119,1	2,6	2,8	2,0	3,3	1,7	2,3	2,4
III	119,7	2,4	2,7	2,1	3,1	1,9	2,1	2,1
IV	120,4	2,2	2,4	1,9	2,2	2,3	2,3	2,5
2007 I	121,0	2,2	2,3	2,1	2,2	1,9	2,2	2,0

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) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.
- 2) Indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro, basado en fuentes no armonizadas.
- 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.

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					
			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	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios¹⁾								
2003	106,5	1,8	5,9	0,2	3,1	2,1	1,6	2,8
2004	107,8	1,2	-9,4	0,1	3,4	-0,1	2,3	2,7
2005	108,8	1,0	7,3	-1,2	3,4	0,3	2,0	2,0
2006	109,6	0,8	4,8	-1,6	1,2	0,3	2,4	2,1
2006 I	109,5	0,9	6,2	-1,6	1,6	0,2	2,4	2,2
II	109,8	1,1	5,4	-1,4	0,2	0,7	1,8	3,2
III	109,7	1,1	5,4	-1,4	1,0	0,2	3,0	2,5
IV	109,4	0,0	2,3	-2,1	2,1	0,2	2,4	0,6
2007 I	110,3	0,8	0,7	-1,4	0,5	0,1	3,0	2,1
Remuneración por asalariado								
2003	107,6	2,1	2,3	2,1	2,6	1,9	2,5	2,1
2004	109,8	2,1	2,2	2,6	2,6	1,5	1,9	2,3
2005	111,8	1,8	3,3	1,5	2,2	1,6	2,2	1,9
2006	114,2	2,2	3,0	2,6	3,1	2,0	1,6	2,1
2006 I	113,3	2,2	2,2	2,5	3,1	2,0	1,6	2,3
II	114,2	2,5	2,4	2,5	2,8	2,3	1,1	3,2
III	114,5	2,3	4,0	2,8	2,8	1,7	1,8	2,5
IV	114,9	1,8	3,5	2,5	3,6	2,0	2,0	0,5
2007 I	116,2	2,5	3,8	2,6	3,8	1,6	2,7	2,5
Productividad del trabajo²⁾								
2003	101,0	0,4	-3,3	1,9	-0,5	-0,2	0,9	-0,7
2004	101,9	0,9	12,8	2,5	-0,8	1,6	-0,4	-0,4
2005	102,7	0,8	-3,7	2,7	-1,1	1,3	0,3	-0,1
2006	104,2	1,4	-1,7	4,3	1,8	1,7	-0,8	0,0
2006 I	103,5	1,3	-3,8	4,2	1,4	1,8	-0,7	0,1
II	104,0	1,4	-2,8	4,0	2,6	1,6	-0,7	0,0
III	104,3	1,2	-1,3	4,3	1,8	1,5	-1,1	-0,1
IV	105,0	1,8	1,2	4,7	1,5	1,8	-0,4	0,0
2007 I	105,3	1,7	3,1	4,1	3,3	1,5	-0,3	0,4

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	107,3	2,1	2,0	2,1	2,4	1,2	-1,2	-1,7
2004	109,4	1,9	2,1	2,1	2,2	2,5	1,1	1,5
2005	111,4	1,9	2,2	2,0	2,4	2,3	2,7	3,7
2006	113,4	1,8	2,3	2,2	1,9	2,7	2,6	4,0
2006 I	112,5	1,7	2,7	2,4	2,4	2,4	2,7	5,4
II	113,1	1,9	2,6	2,4	2,8	2,7	3,0	5,0
III	113,7	1,9	2,2	2,1	1,9	2,8	2,8	3,6
IV	114,2	1,6	1,7	1,8	0,5	3,0	2,0	2,1
2007 I	115,2	2,4	1,7	1,7	1,6	3,0	2,2	0,5

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>								
2003	7.486,5	7.330,5	4.291,6	1.531,5	1.504,7	2,6	156,0	2.638,6	2.482,7
2004	7.767,1	7.608,2	4.442,3	1.586,1	1.570,9	8,9	158,8	2.837,5	2.678,7
2005	8.039,9	7.920,7	4.602,2	1.648,0	1.651,6	18,9	119,2	3.042,6	2.923,5
2006	8.417,6	8.315,7	4.785,8	1.713,1	1.783,5	33,3	101,9	3.383,6	3.281,7
2006 I	2.062,6	2.045,1	1.180,4	423,3	430,2	11,2	17,5	818,4	800,9
II	2.093,0	2.071,4	1.190,9	428,4	443,0	9,0	21,7	832,9	811,3
III	2.117,1	2.096,7	1.203,7	429,1	450,4	13,4	20,4	851,0	830,6
IV	2.144,9	2.102,6	1.210,8	432,3	459,9	-0,4	42,3	881,3	838,9
2007 I	2.178,8	2.142,4	1.217,3	438,3	474,8	12,0	36,4	891,3	854,9
	<i>en porcentaje del PIB</i>								
2006	100,0	98,8	56,9	20,4	21,2	0,4	1,2	-	-
	<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior ³⁾)</i>								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2006 I	0,9	0,6	0,6	1,1	1,2	-	-	3,5	2,8
II	0,9	0,9	0,3	0,2	2,2	-	-	0,9	0,8
III	0,6	0,8	0,7	0,6	0,9	-	-	1,4	2,0
IV	0,9	0,2	0,4	0,4	1,5	-	-	3,3	1,6
2007 I	0,7	1,1	0,0	0,8	2,4	-	-	0,8	1,7
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,1	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,9	1,5	1,4	2,3	-	-	6,8	6,7
2005	1,5	1,7	1,5	1,4	2,6	-	-	4,2	5,0
2006	2,8	2,5	1,7	2,0	4,8	-	-	8,2	7,9
2006 I	2,4	2,4	1,7	2,2	4,3	-	-	9,1	9,4
II	2,9	2,6	1,7	1,8	5,5	-	-	8,1	7,7
III	2,8	3,0	1,7	1,9	4,8	-	-	6,8	7,4
IV	3,3	2,5	2,0	2,3	5,9	-	-	9,5	7,4
2007 I	3,1	3,0	1,4	1,9	7,1	-	-	6,6	6,3
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>								
2006 I	0,9	0,6	0,3	0,2	0,2	-0,2	0,3	-	-
II	0,9	0,8	0,2	0,0	0,4	0,2	0,1	-	-
III	0,6	0,8	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,2	-	-
IV	0,9	0,2	0,2	0,1	0,3	-0,4	0,7	-	-
2007 I	0,7	1,0	0,0	0,2	0,5	0,4	-0,3	-	-
	<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>								
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,2	0,2	-0,7	-	-
2004	2,0	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,5	1,7	0,9	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2006	2,8	2,5	1,0	0,4	1,0	0,1	0,3	-	-
2006 I	2,4	2,4	1,0	0,5	0,9	0,0	0,1	-	-
II	2,9	2,6	1,0	0,4	1,1	0,1	0,3	-	-
III	2,8	2,9	1,0	0,4	1,0	0,6	-0,1	-	-
IV	3,3	2,5	1,1	0,5	1,2	-0,3	0,9	-	-
2007 I	3,1	2,9	0,8	0,4	1,5	0,3	0,2	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>								
2003	6.725,5	152,6	1.392,2	391,6	1.426,8	1.830,4	1.531,8	761,0
2004	6.971,0	157,8	1.421,3	412,9	1.483,2	1.906,4	1.589,4	796,1
2005	7.201,9	145,5	1.459,0	438,2	1.525,8	1.986,8	1.646,5	838,0
2006	7.515,2	143,5	1.528,2	481,2	1.576,9	2.084,4	1.701,0	902,4
2006 I	1.841,6	35,1	374,5	115,1	386,7	510,6	419,6	221,0
II	1.869,1	35,5	379,3	118,6	392,0	517,8	425,9	223,9
III	1.893,1	36,0	385,9	122,2	397,6	524,9	426,4	224,0
IV	1.911,4	36,9	388,4	125,4	400,5	531,1	429,1	233,5
2007 I	1.939,7	35,9	397,8	129,5	402,6	539,7	434,2	239,1
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2006	100,0	1,9	20,3	6,4	21,0	27,7	22,6	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior¹⁾)</i>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2006 I	0,8	-2,9	1,7	-0,2	0,8	1,0	0,6	1,5
II	1,0	0,5	1,1	2,7	1,2	1,0	0,3	0,2
III	0,6	-0,1	1,1	1,3	0,6	0,5	0,1	0,6
IV	0,7	2,0	0,7	1,5	0,7	0,6	0,4	2,8
2007 I	0,8	-1,4	1,1	2,1	0,3	1,2	0,5	-0,4
<i>tasas de variación interanual</i>								
2003	0,7	-5,9	0,4	0,3	0,4	1,6	1,0	1,4
2004	2,1	11,4	1,8	0,8	2,9	1,8	1,4	1,6
2005	1,5	-5,0	1,1	1,5	1,8	2,3	1,3	1,5
2006	2,6	-2,0	3,8	4,4	2,8	2,6	1,3	3,8
2006 I	2,3	-3,5	3,5	3,6	2,5	2,2	1,4	3,6
II	2,8	-1,8	3,9	4,5	3,0	2,9	1,4	3,5
III	2,8	-2,4	4,3	5,0	2,9	2,7	1,3	2,9
IV	3,1	-0,5	4,6	5,4	3,3	3,1	1,4	5,2
2007 I	3,1	1,0	4,0	7,8	2,8	3,3	1,3	3,2
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2006 I	0,8	-0,1	0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	-
II	1,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	-
III	0,6	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	-
IV	0,7	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2007 I	0,8	0,0	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	-
2004	2,1	0,3	0,4	0,0	0,6	0,5	0,3	-
2005	1,5	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,6	0,3	-
2006	2,6	0,0	0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	-
2006 I	2,3	-0,1	0,7	0,2	0,5	0,6	0,3	-
II	2,8	0,0	0,8	0,3	0,6	0,8	0,3	-
III	2,8	0,0	0,9	0,3	0,6	0,7	0,3	-
IV	3,1	0,0	0,9	0,3	0,7	0,9	0,3	-
2007 I	3,1	0,0	0,8	0,5	0,6	0,9	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total ¹⁾	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	2,1	102,5	2,2	2,2	2,1	2,4	3,4	0,5	0,1	0,6	2,2	-0,5
2005	1,2	103,9	1,3	1,3	1,1	0,9	2,8	0,4	-0,9	0,7	1,4	-0,4
2006	3,8	108,1	4,0	4,4	4,4	4,9	5,9	2,4	4,2	2,1	0,8	4,3
2006 II	3,2	107,9	4,3	4,4	4,7	5,7	5,7	2,6	3,7	2,4	0,9	3,7
III	4,2	108,7	4,2	4,5	4,4	5,8	5,7	1,7	5,1	1,2	1,5	4,4
IV	4,1	109,4	4,0	4,8	4,8	5,3	6,8	3,1	5,6	2,7	-3,3	6,8
2007 I	4,6	110,2	3,7	5,6	5,9	6,4	7,3	3,4	4,4	3,2	-7,4	11,0
2006 Dic	4,4	110,4	4,8	6,0	6,0	7,3	7,8	4,0	6,7	3,5	-4,2	8,7
2007 Ene	3,6	109,7	3,3	5,4	5,6	5,5	7,3	3,6	3,7	3,6	-7,7	9,8
Feb	4,9	110,2	3,9	5,8	6,0	7,1	7,7	2,6	4,9	2,2	-7,4	12,0
Mar	5,1	110,8	4,0	5,7	5,9	6,5	7,0	3,9	4,4	3,8	-7,2	11,1
Abr	2,9	109,9	2,7	3,8	3,9	3,6	5,4	2,1	1,5	2,2	-3,2	3,3
May	1,9	110,8	2,3	2,6	2,6	2,5	4,0	1,2	0,2	1,4	0,8	1,6
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2006 Dic	0,9	-	1,2	1,3	1,5	2,1	0,8	1,2	0,9	1,2	1,9	0,5
2007 Ene	-0,3	-	-0,6	-0,1	-0,1	-0,7	0,4	-0,4	-1,7	-0,2	-3,6	0,3
Feb	0,7	-	0,5	0,5	0,4	0,6	0,8	0,0	0,6	-0,1	-0,1	0,9
Mar	0,8	-	0,6	0,4	0,7	0,5	0,2	0,8	0,1	0,9	0,7	0,6
Abr	-1,9	-	-0,9	-1,1	-1,6	-1,5	-1,1	-1,1	-2,0	-0,9	0,8	-1,2
May	0,7	-	0,9	0,7	0,9	0,9	1,0	0,6	1,7	0,5	2,0	0,1

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2004	105,0	7,5	106,3	5,1	2,3	105,3	1,6	1,2	1,7	1,9	3,3	926	1,0
2005	110,9	4,6	110,8	3,6	2,2	106,7	1,3	0,6	1,7	2,3	1,2	941	1,6
2006	121,5	9,5	118,9	7,3	3,4	108,9	2,1	0,7	2,7	2,9	4,9	966	2,6
2006 III	123,3	10,6	119,9	6,5	3,9	109,3	2,4	1,3	2,8	3,5	5,1	939	-1,8
IV	125,3	6,9	121,9	7,6	3,4	109,7	2,3	-0,2	3,5	3,1	7,0	985	5,1
2007 I	127,9	8,5	124,4	7,6	2,6	109,6	1,6	0,3	2,4	4,3	4,3	951	-1,7
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	952	-1,9
2007 Ene	127,2	12,4	123,4	10,1	2,0	109,1	0,9	-0,4	1,6	2,5	3,7	942	-2,9
Feb	126,4	5,2	123,9	7,3	2,0	109,5	1,2	-0,7	2,6	4,9	3,9	938	-3,7
Mar	130,1	8,1	125,9	5,8	3,8	110,2	2,7	2,0	3,1	5,9	5,1	972	0,8
Abr	129,2	11,8	123,9	9,4	2,9	110,2	1,7	0,5	2,6	6,9	2,9	917	-5,8
May	131,3	9,0	126,2	4,9	1,1	109,4	0,1	-0,3	0,2	-0,9	0,8	967	-0,8
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	971	0,7
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2007 Ene	-	0,1	-	-0,1	-0,9	-	-1,0	-0,3	-1,2	-0,5	-2,4	-	-8,5
Feb	-	-0,6	-	0,4	0,4	-	0,4	0,2	0,7	1,0	0,4	-	-0,4
Mar	-	2,9	-	1,6	0,8	-	0,6	0,7	0,4	0,0	0,9	-	3,6
Abr	-	-0,7	-	-1,6	0,0	-	-0,1	-0,1	0,1	1,4	-1,0	-	-5,6
May	-	1,7	-	1,8	-0,5	-	-0,7	-0,7	-0,7	-3,1	-0,4	-	5,4
Jun	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	0,4

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 del cuadro 4 de la sección 5.2 (cálculos del BCE basados en datos de AEFA, Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

1) En el año 2000.

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial					Total ⁵⁾	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 ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003	93,1	-10	-25	10	4	80,8	-18	-5	-20	37	-10
2004	99,2	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,9	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,9	2	0	6	13	83,3	-9	-3	-9	15	-9
2006 II	106,8	2	0	6	13	83,0	-10	-3	-10	16	-9
III	108,2	4	3	5	12	83,8	-8	-3	-10	12	-8
IV	109,9	6	6	4	15	84,2	-7	-3	-7	10	-9
2007 I	110,0	6	7	4	14	84,6	-5	-2	-5	6	-8
II	111,6	6	8	4	15	84,5	-2	-1	0	2	-7
2007 Feb	109,7	5	7	3	12	-	-5	-3	-4	5	-8
Mar	111,1	6	8	4	14	-	-4	-1	-3	5	-8
Abr	111,0	7	9	4	15	84,8	-4	-2	-3	3	-9
May	112,1	6	8	5	14	-	-1	-1	2	1	-6
Jun	111,7	6	7	4	15	-	-2	-1	2	2	-7
Jul	111,0	5	5	5	14	84,2	-2	-1	1	0	-7

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2003	-16	-23	-9	-10	-12	16	0	4	-4	3	14
2004	-12	-20	-4	-8	-12	14	1	11	6	8	18
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	0	-5	5	0	3	14	13	18	13	18	23
2006 II	-1	-6	4	1	1	14	16	19	14	18	24
III	3	-2	7	2	5	13	14	19	14	19	25
IV	3	-3	8	2	8	13	11	20	13	21	26
2007 I	0	-8	9	-1	1	16	12	21	16	21	25
II	0	-6	6	1	4	13	14	22	19	22	25
2007 Feb	0	-8	8	-1	0	16	12	20	15	21	24
Mar	0	-9	9	0	2	15	13	22	18	22	28
Abr	1	-6	7	0	3	17	15	23	19	24	25
May	0	-7	7	2	5	11	13	23	20	23	25
Jun	1	-5	6	2	4	12	13	21	18	20	25
Jul	0	-7	6	3	8	14	13	21	16	21	26

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 2006.
- 3) Debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores.
- 4) 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.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,7	15,3	4,3	17,5	7,6	24,8	15,3	30,5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	136,139	0,4	0,5	0,1	-2,7	-1,5	0,8	0,7	0,7	1,7
2004	137,340	0,9	0,8	1,5	-1,1	-1,3	1,4	1,0	2,1	1,7
2005	138,439	0,8	1,0	0,0	-1,4	-1,3	2,7	0,6	2,1	1,4
2006	140,386	1,4	1,5	1,0	-0,4	-0,2	2,8	1,2	3,5	1,4
2006 I	139,620	1,1	1,2	0,7	0,3	-0,6	2,1	0,8	2,9	1,3
II	140,286	1,5	1,6	1,4	1,2	-0,1	2,0	1,5	3,6	1,4
III	140,617	1,5	1,6	0,9	-1,0	0,1	3,0	1,3	3,9	1,3
IV	141,021	1,5	1,5	1,0	-1,9	-0,3	4,0	1,3	3,6	1,4
2007 I	141,554	1,4	1,6	0,1	-1,6	0,0	4,8	1,0	3,7	0,9
	<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>									
2006 I	0,717	0,5	0,4	1,0	0,1	-0,1	0,6	0,6	0,9	0,7
II	0,666	0,5	0,4	0,6	0,7	0,2	0,7	0,5	0,9	0,3
III	0,331	0,2	0,4	-0,4	-2,0	0,0	0,9	0,0	1,0	0,3
IV	0,404	0,3	0,3	0,1	-0,5	-0,1	1,7	0,3	0,8	0,0
2007 I	0,533	0,4	0,4	0,1	-0,2	-0,1	1,1	0,4	0,9	0,3

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		75,4		24,6		48,0		52,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	12,539	8,7	9,344	7,4	3,195	17,6	5,983	7,3	6,556	10,4
2004	12,882	8,8	9,661	7,5	3,221	17,9	6,193	7,5	6,690	10,5
2005	12,660	8,6	9,569	7,4	3,090	17,4	6,140	7,4	6,520	10,1
2006	11,732	7,9	8,841	6,7	2,891	16,5	5,627	6,7	6,105	9,3
2006 II	11,787	7,9	8,921	6,8	2,866	16,4	5,694	6,8	6,092	9,3
III	11,579	7,8	8,712	6,6	2,866	16,4	5,539	6,6	6,039	9,2
IV	11,321	7,6	8,485	6,4	2,836	16,2	5,370	6,4	5,951	9,0
2007 I	10,794	7,2	8,070	6,1	2,724	15,7	5,100	6,1	5,695	8,6
II	10,420	7,0	7,800	5,9	2,620	15,2	4,894	5,8	5,527	8,4
2007 Ene	10,967	7,3	8,205	6,2	2,763	15,9	5,206	6,2	5,761	8,7
Feb	10,791	7,2	8,059	6,1	2,732	15,8	5,095	6,1	5,695	8,7
Mar	10,624	7,1	7,946	6,0	2,678	15,5	4,997	6,0	5,627	8,5
Abr	10,502	7,0	7,860	5,9	2,642	15,3	4,939	5,9	5,563	8,5
May	10,409	6,9	7,794	5,9	2,615	15,2	4,886	5,8	5,523	8,4
Jun	10,351	6,9	7,748	5,8	2,603	15,1	4,856	5,8	5,495	8,3

Fuente: Eurostat.

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

2) En el año 2006.

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

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



FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
		Impuest. directos	Hogares		Empresas		Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital	
			3	4	5	6									8	9	10
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	46,6	46,3	12,2	9,1	2,8	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,6	46,4	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,7
2001	45,8	45,6	12,3	9,2	2,8	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8
2002	45,3	45,0	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3
2003	45,2	44,5	11,5	8,9	2,3	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3
2004	44,7	44,3	11,4	8,6	2,5	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	41,0
2005	45,1	44,7	11,6	8,7	2,7	13,7	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,2
2006	45,8	45,5	12,2	8,8	3,1	13,9	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	42,0

2. Zona del euro - empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por inst. de la UE			
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	48,9	45,1	10,6	4,7	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,2
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,0	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2000	47,6	43,9	10,4	4,8	3,9	24,8	21,7	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,7
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,8	21,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9
2002	47,8	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	22,3	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3
2003	48,2	44,3	10,5	5,0	3,3	25,5	22,7	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,9
2004	47,6	43,7	10,4	5,0	3,1	25,2	22,5	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,4
2005	47,6	43,7	10,4	5,1	3,0	25,2	22,5	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,6
2006	47,4	43,3	10,3	5,0	2,9	25,1	22,3	1,7	0,5	4,1	2,5	1,6	0,0	44,4

3. Zona del euro - déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,8	10,6	4,7	4,8	1,9	2,3	8,2	11,6
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,9	1,9	2,3	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,4	4,8	4,9	1,9	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,9	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,3	10,4	4,9	5,1	1,9	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-2,8	-2,4	-0,3	-0,2	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,3	0,2	0,5	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,6	-1,6	-0,1	-0,2	0,3	1,4	20,4	10,3	5,0	5,2	1,9	2,1	8,1	12,3

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

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	0,1	-4,0	0,4	-6,2	0,0	-4,1	-3,5	0,4	-3,1	-1,6	-2,9	-2,8	2,5
2004	0,0	-3,7	1,4	-7,9	-0,2	-3,6	-3,5	-1,2	-1,8	-1,2	-3,3	-2,3	2,3
2005	-2,3	-3,2	1,0	-5,5	1,1	-3,0	-4,2	-0,3	-0,3	-1,6	-6,1	-1,5	2,7
2006	0,2	-1,7	2,9	-2,6	1,8	-2,5	-4,4	0,1	0,6	-1,1	-3,9	-1,4	3,9

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

- Los datos se refieren al Euro-13. Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen estos ingresos es igual a 0,0% del PIB). Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de *swaps* y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1997	73,9	2,8	16,0	6,4	48,8	55,5	28,4	13,6	13,5	18,4
1998	72,6	2,7	15,0	5,3	49,6	52,2	26,5	14,5	11,2	20,4
1999	71,8	2,9	14,2	4,2	50,5	48,5	25,3	11,9	11,2	23,3
2000	69,3	2,7	13,0	3,7	49,8	44,0	22,0	11,0	11,0	25,3
2001	68,2	2,8	12,3	4,0	49,2	41,9	20,5	10,3	11,0	26,3
2002	68,0	2,7	11,7	4,5	49,1	40,0	19,3	9,7	11,0	28,0
2003	69,2	2,1	12,3	5,0	49,9	39,3	19,4	10,2	9,8	29,9
2004	69,7	2,2	11,9	5,0	50,6	37,5	18,4	9,9	9,2	32,2
2005	70,5	2,4	11,7	4,7	51,6	35,5	17,3	10,4	7,8	35,0
2006	68,9	2,5	11,4	4,1	51,0	32,8	17,6	7,6	7,5	36,2

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
1997	73,9	61,9	6,0	5,4	0,6	9,4	64,5	8,4	18,1	25,3	30,6	71,9	2,0
1998	72,6	60,9	6,1	5,3	0,4	8,1	64,5	7,5	15,4	26,4	30,8	70,8	1,8
1999	71,8	60,3	6,0	5,1	0,4	7,3	64,5	6,6	13,6	27,9	30,4	69,7	2,1
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,8	5,8	13,4	27,9	28,0	67,3	1,9
2001	68,2	57,0	6,1	4,8	0,4	7,0	61,3	5,0	13,7	26,8	27,8	66,5	1,7
2002	68,0	56,6	6,3	4,8	0,4	7,6	60,4	5,0	15,3	25,2	27,5	66,6	1,5
2003	69,2	57,0	6,6	5,1	0,6	7,8	61,4	4,9	14,3	26,1	28,8	68,1	1,1
2004	69,7	57,4	6,7	5,1	0,4	7,8	61,8	4,6	14,3	26,5	28,9	68,6	1,1
2005	70,5	57,9	6,8	5,3	0,5	7,9	62,6	4,9	14,4	26,1	30,0	69,3	1,2
2006	68,9	56,3	6,6	5,4	0,6	7,5	61,4	4,6	13,7	25,2	30,0	68,0	0,9

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	98,6	63,9	31,2	107,8	48,8	62,4	104,3	6,3	52,0	64,6	56,8	28,6	44,3
2004	94,3	65,7	29,7	108,5	46,2	64,3	103,8	6,6	52,6	63,9	58,2	28,9	44,1
2005	93,2	67,9	27,4	107,5	43,2	66,2	106,2	6,1	52,7	63,5	63,6	28,4	41,4
2006	89,1	67,9	24,9	104,6	39,9	63,9	106,8	6,8	48,7	62,2	64,7	27,8	39,1

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

- 1) Los datos se refieren al Euro-13. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreeedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	1,8	2,2	-0,3	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,8	2,8	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,8	-0,2	-2,0	3,8
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,4	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,2	-0,6	-0,2	2,1
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,4	-0,5	-0,3	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,6	0,7	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,1	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,7	-0,4	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,6	-1,2	1,0	-2,3	2,7

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾											Otros ¹⁰⁾
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,1	-0,4	-0,7	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,3	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2005	3,1	-2,5	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1
2006	1,5	-1,6	-0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,5

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-13 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 2001.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2001 I	42,3	41,9	10,5	12,7	15,2	1,8	0,8	0,4	0,2	38,7
II	47,0	46,6	13,5	13,0	15,6	2,0	1,7	0,4	0,2	42,3
III	43,4	43,1	11,6	12,4	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,7
IV	49,0	48,5	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	43,9
2002 I	42,0	41,6	10,1	12,8	15,5	1,7	0,8	0,4	0,2	38,6
II	45,7	45,2	12,6	12,7	15,5	2,0	1,6	0,5	0,3	41,1
III	43,5	43,0	11,2	12,7	15,5	1,9	0,8	0,4	0,3	39,6
IV	49,1	48,5	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,0
2003 I	42,0	41,6	9,8	12,9	15,6	1,7	0,7	0,5	0,2	38,5
II	46,0	44,6	12,1	12,7	15,8	2,0	1,3	1,5	1,2	41,8
III	42,9	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,3
IV	49,3	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 I	41,5	41,1	9,6	12,9	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,1
II	45,2	44,4	12,2	13,1	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,2
III	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,0
IV	49,3	48,3	13,0	14,4	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,0
2005 I	42,1	41,6	10,0	13,0	15,4	1,7	0,6	0,5	0,2	38,6
II	45,0	44,4	11,9	13,3	15,3	2,0	1,0	0,6	0,3	40,9
III	43,4	42,7	11,0	12,9	15,3	1,9	0,7	0,7	0,3	39,6
IV	49,5	48,7	13,5	14,4	16,2	2,9	0,9	0,8	0,3	44,3
2006 I	42,8	42,4	10,3	13,4	15,4	1,7	0,8	0,5	0,3	39,3
II	46,2	45,8	12,7	13,7	15,4	2,0	1,2	0,5	0,3	42,1
III	43,7	43,3	11,5	13,0	15,4	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	50,0	49,3	14,3	14,4	16,0	2,9	0,9	0,7	0,3	45,0
2007 I	42,5	42,0	10,3	13,5	15,0	1,6	0,9	0,5	0,3	39,0

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 I	45,7	42,3	10,1	4,2	4,0	24,1	20,9	1,3	3,4	1,9	1,5	-3,4	0,6
II	46,3	42,8	10,2	4,6	3,9	24,1	20,8	1,3	3,5	2,4	1,1	0,7	4,5
III	46,1	42,4	10,0	4,6	3,8	24,0	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,6	1,2
IV	51,1	46,1	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-2,0	1,5
2002 I	46,3	42,9	10,3	4,3	3,7	24,6	21,2	1,4	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,6
II	46,7	43,3	10,3	4,9	3,5	24,4	21,2	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,0	2,5
III	46,8	43,1	10,0	4,7	3,5	24,9	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	47,0	43,5	10,4	4,5	3,5	25,1	21,6	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,0	-1,5
II	47,4	43,9	10,4	4,8	3,4	25,3	21,8	1,3	3,6	2,4	1,2	-1,4	2,0
III	47,0	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	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	46,6	43,2	10,3	4,6	3,2	25,1	21,5	1,2	3,4	1,9	1,4	-5,1	-1,8
II	46,7	43,4	10,4	4,9	3,1	25,0	21,6	1,2	3,3	2,3	1,0	-1,5	1,6
III	46,1	42,7	10,0	4,7	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,5	1,0	-3,4	-0,3
IV	50,7	45,9	11,0	5,7	3,0	26,2	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,4	1,6
2005 I	47,1	43,4	10,3	4,7	3,1	25,3	21,5	1,2	3,8	1,9	1,9	-5,0	-1,9
II	46,6	43,2	10,3	5,0	3,2	24,7	21,5	1,1	3,4	2,4	1,0	-1,6	1,6
III	45,9	42,4	9,9	4,8	2,9	24,8	21,4	1,2	3,4	2,5	0,9	-2,5	0,5
IV	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,2	22,7	1,4	4,8	3,1	1,6	-1,2	1,6
2006 I	45,8	42,7	10,1	4,5	3,0	25,1	21,4	1,2	3,2	1,9	1,3	-3,0	0,0
II	46,2	42,9	10,3	4,9	3,1	24,5	21,4	1,1	3,4	2,4	1,0	-0,0	3,1
III	46,3	42,1	9,8	4,7	2,9	24,6	21,2	1,2	4,3	2,5	1,7	-2,6	0,3
IV	50,8	45,3	10,7	5,8	2,7	26,1	22,4	1,4	5,5	3,3	2,2	-0,8	1,9
2007 I	44,9	41,6	9,9	4,5	3,0	24,2	20,7	1,2	3,3	2,0	1,2	-2,4	0,6

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

1) Los datos se refieren al Euro-13. Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero¹⁾

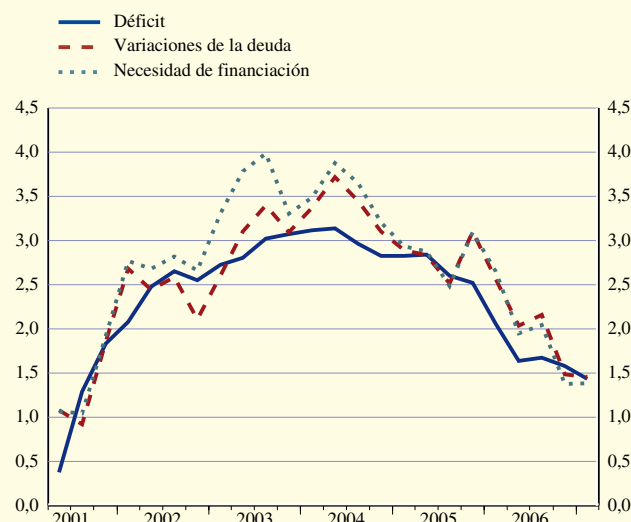
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2004 II	71,3	2,2	12,1	5,5	51,5
III	71,1	2,3	12,0	5,5	51,4
IV	69,7	2,2	11,9	5,0	50,6
2005 I	71,0	2,2	11,9	5,2	51,7
II	71,7	2,3	11,6	5,2	52,6
III	71,3	2,4	11,7	5,2	52,0
IV	70,5	2,4	11,7	4,7	51,6
2006 I	70,9	2,5	11,7	4,9	51,8
II	71,1	2,5	11,6	4,9	52,0
III	70,6	2,5	11,6	4,7	51,7
IV	68,9	2,5	11,4	4,1	51,0
2007 I	69,2	2,4	11,3	4,9	50,6

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Deficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Otros 10	Pro memoria: Necesidad de financiación 11
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9			
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7		Acciones y otras participaciones 8		
2004 II	5,8	-1,5	4,3	4,0	3,4	0,1	0,2	0,2	0,0	0,3	5,8
III	1,8	-3,4	-1,6	-1,2	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,2	2,1
IV	-3,1	-1,4	-4,5	-3,3	-2,5	0,1	-0,2	-0,6	0,0	-1,2	-3,0
2005 I	7,3	-5,0	2,3	2,2	1,3	0,1	0,3	0,5	0,1	0,0	7,2
II	5,5	-1,6	3,8	3,5	2,5	0,1	0,4	0,5	0,0	0,4	5,5
III	0,6	-2,5	-1,9	-2,5	-2,4	0,0	0,3	-0,3	0,0	0,5	0,5
IV	-0,6	-1,2	-1,8	-0,5	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-1,2	-0,5
2006 I	5,0	-3,0	2,0	1,3	1,1	0,1	0,6	-0,5	-0,3	0,9	5,2
II	3,3	0,0	3,2	3,2	2,5	0,1	0,4	0,2	0,7	-0,6	2,6
III	1,1	-2,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,8	1,0
IV	-3,0	-0,8	-3,8	-2,3	-1,4	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-1,5	-2,9
2007 I	4,7	-2,4	2,3	1,7	1,0	0,1	0,6	0,0	-0,4	0,9	5,0

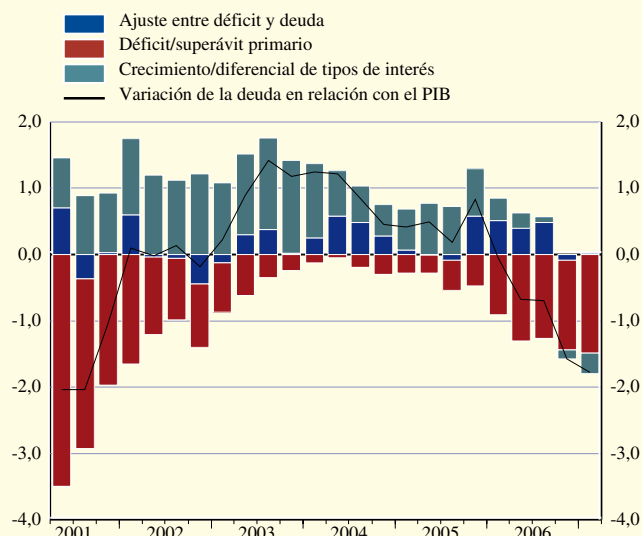
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



C29 Deuda según los criterios Maastricht

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



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

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



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones netas)

1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	60,7	100,5	32,6	-13,7	-58,6	16,6	77,3	-18,7	-68,6	72,9	-8,3	-27,1	12,5	-58,6
2005	-1,9	45,4	34,8	-11,6	-70,5	12,1	10,3	25,5	-210,0	146,1	-13,9	85,3	18,0	-35,8
2006	-9,7	28,6	35,8	1,4	-75,5	10,1	0,4	117,1	-158,8	263,5	-1,9	15,5	-1,3	-117,5
2006 I	-14,5	-3,5	5,0	4,4	-20,4	1,9	-12,6	72,8	-35,4	23,1	-7,6	86,8	5,9	-60,2
II	-7,2	6,8	12,5	-10,6	-15,8	1,3	-5,8	39,1	-20,0	97,6	-2,1	-34,9	-1,5	-33,3
III	-5,7	7,5	9,8	0,9	-23,9	2,1	-3,6	51,0	-43,9	22,3	7,9	67,8	-3,2	-47,4
IV	17,7	17,8	8,5	6,7	-15,4	4,8	22,5	-45,8	-59,4	120,4	-0,1	-104,2	-2,4	23,3
2007 I	-2,4	7,6	5,6	5,4	-21,0	5,2	2,8	-12,0	-24,2	122,2	-17,2	-91,4	-1,4	9,2
2006 May	-10,6	0,4	4,1	-9,5	-5,5	0,3	-10,3	25,6	-6,2	37,9	2,5	-6,9	-1,7	-15,3
Jun	9,1	5,3	5,0	2,9	-4,1	0,7	9,9	1,4	-15,8	68,7	1,8	-54,7	1,4	-11,2
Jul	-1,2	4,1	4,2	-1,1	-8,4	0,8	-0,4	8,2	-10,8	4,6	3,4	12,3	-1,3	-7,8
Ago	-5,9	-2,2	1,8	1,5	-7,0	1,0	-4,8	3,7	-5,5	-22,5	-2,5	35,0	-0,8	1,2
Sep	1,4	5,6	3,8	0,5	-8,5	0,2	1,7	39,1	-27,7	40,2	7,1	20,5	-1,1	-40,7
Oct	-0,8	5,6	2,6	-0,9	-8,1	0,5	-0,3	5,1	-10,0	30,8	6,3	-22,1	0,1	-4,8
Nov	4,8	7,2	2,1	2,7	-7,3	0,9	5,7	-11,0	-12,9	58,9	-2,0	-54,4	-0,6	5,3
Dic	13,7	5,0	3,8	4,9	0,0	3,4	17,1	-39,9	-36,5	30,7	-4,4	-27,7	-1,9	22,8
2007 Ene	-6,1	-4,4	0,2	-0,3	-1,7	2,3	-3,7	43,1	-7,4	33,5	-4,6	24,5	-3,0	-39,3
Feb	-5,7	2,3	2,3	1,5	-11,9	1,2	-4,5	-11,0	-11,0	23,0	-8,4	-14,2	-0,5	15,5
Mar	9,4	9,6	3,1	4,2	-7,4	1,6	11,1	-44,0	-5,9	65,6	-4,2	-101,7	2,2	33,0
Abr	-4,3	4,3	3,0	-4,3	-7,3	0,6	-3,7	17,7	-24,5	15,6	-4,1	32,5	-1,8	-14,0
May	-14,6	3,6	3,4	-16,5	-5,1	2,0	-12,6	0,7	-11,3	7,3	-2,2	7,6	-0,7	12,0
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2007 May	-0,2	46,1	35,4	-4,8	-76,8	15,4	15,2	13,0	-179,2	356,4	-13,8	-142,4	-8,1	-28,2

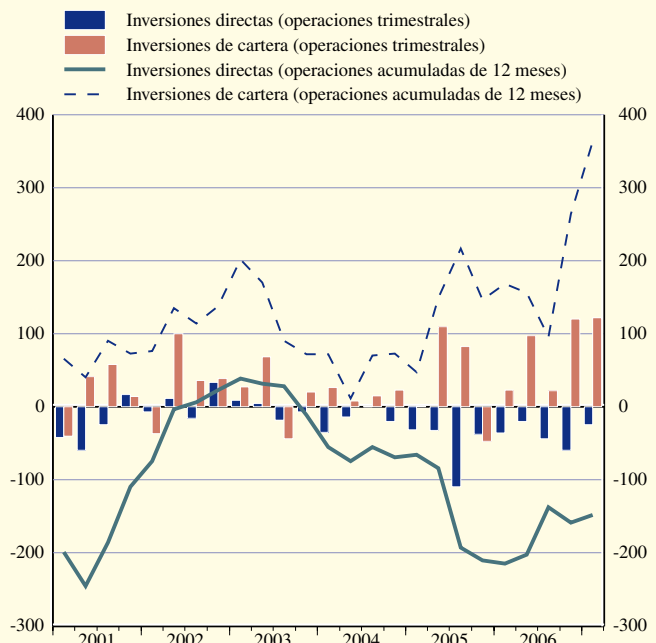
C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



C31 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

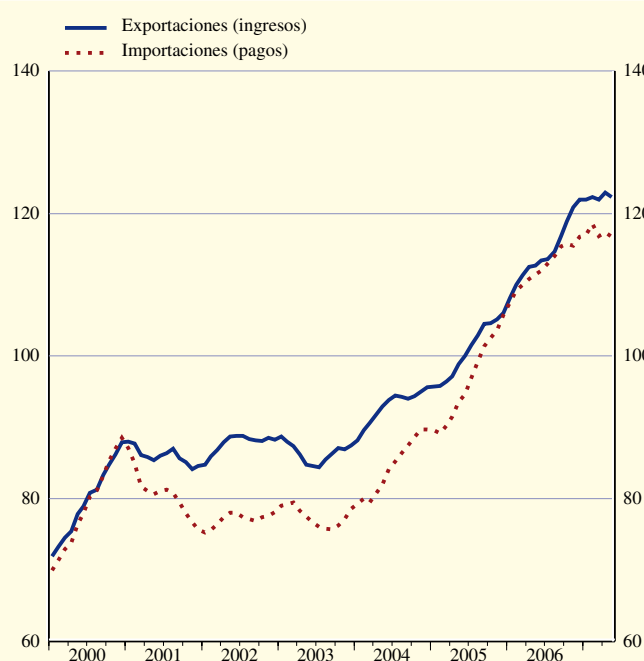
(mm de euros; operaciones)

2. Cuenta corriente y 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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2004	1.866,8	1.806,0	60,7	1.129,3	1.028,9	366,4	333,8	288,9	302,7	82,1	140,7	24,6	8,1
2005	2.066,1	2.067,9	-1,9	1.224,2	1.178,9	401,8	367,0	354,7	366,2	85,4	155,9	24,1	12,0
2006	2.343,0	2.352,8	-9,7	1.389,0	1.360,4	429,3	393,6	438,1	436,7	86,6	162,1	23,7	13,6
2006 I	545,2	559,7	-14,5	330,3	333,8	97,5	92,5	91,6	87,3	25,8	46,2	5,9	4,0
II	584,9	592,1	-7,2	343,5	336,6	107,5	95,1	116,4	127,0	17,5	33,4	4,5	3,2
III	575,8	581,4	-5,7	342,1	334,6	114,1	104,3	104,0	103,1	15,5	39,4	4,4	2,4
IV	637,2	619,5	17,7	373,2	355,4	110,2	101,7	126,1	119,3	27,7	43,1	8,8	4,0
2007 I	609,3	611,7	-2,4	359,5	351,9	103,6	98,0	119,4	114,0	26,8	47,8	7,7	2,5
2007 Mar	218,1	208,7	9,4	130,3	120,7	36,5	33,4	45,8	41,7	5,5	12,9	2,4	0,7
Abr	200,9	205,2	-4,3	119,2	114,8	35,4	32,4	41,4	45,7	5,0	12,3	1,4	0,7
May	209,3	223,9	-14,6	123,4	119,8	38,0	34,6	41,2	57,7	6,8	11,9	2,6	0,7
	Datos desestacionalizados												
2006 I	560,4	566,6	-6,2	333,9	330,0	106,5	96,6	98,0	99,8	22,0	40,2	.	.
II	576,3	580,8	-4,5	340,4	335,9	107,3	98,1	107,6	109,3	21,0	37,4	.	.
III	590,0	594,5	-4,4	350,5	346,2	107,0	98,3	111,1	109,1	21,5	40,8	.	.
IV	618,5	611,8	6,7	365,7	350,2	109,0	100,9	119,8	117,4	24,0	43,3	.	.
2007 I	629,1	624,7	4,4	365,8	350,4	113,4	102,7	128,1	130,8	21,8	40,8	.	.
2006 Sep	202,5	199,4	3,1	121,1	116,1	35,9	33,1	38,2	36,6	7,4	13,6	.	.
Oct	200,9	200,1	0,9	119,5	115,3	35,6	34,1	37,6	35,6	8,2	15,1	.	.
Nov	202,5	203,1	-0,6	122,1	115,0	36,6	33,9	37,9	39,9	5,9	14,2	.	.
Dic	215,1	208,6	6,5	124,2	119,9	36,8	33,0	44,2	41,9	9,9	13,9	.	.
2007 Ene	203,8	201,6	2,1	119,7	116,1	37,1	34,5	42,2	41,5	4,8	9,6	.	.
Feb	213,3	217,1	-3,8	123,0	119,6	37,9	34,4	40,3	44,0	12,1	19,1	.	.
Mar	212,0	206,0	6,0	123,1	114,8	38,4	33,9	45,5	45,3	5,0	12,1	.	.
Abr	204,9	206,5	-1,6	122,6	117,9	37,7	34,5	38,7	39,4	5,9	14,6	.	.
May	206,5	215,1	-8,6	121,1	117,7	37,7	35,6	39,1	48,7	8,5	13,2	.	.

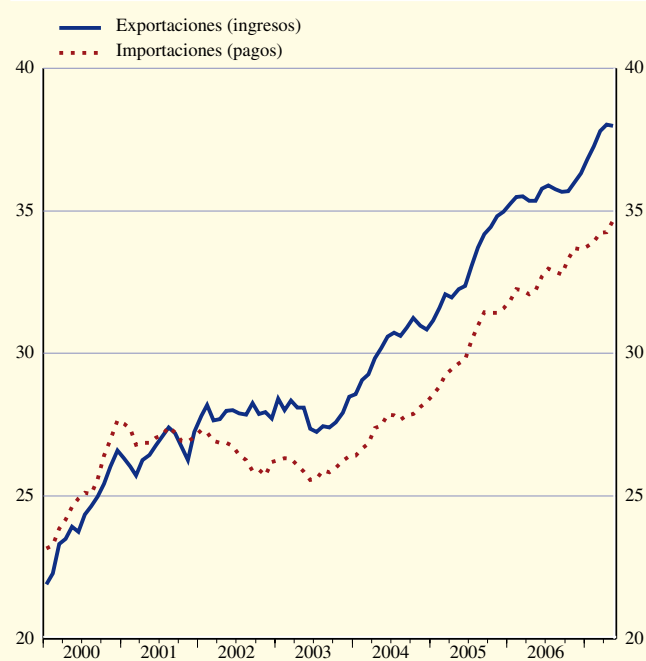
C32 Bienes

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



C33 Servicios

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



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros)

3. 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 particip.		Valores dist. de acciones		Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Ingresos	Pagos
					Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	15,5	7,9	273,4	294,7	100,6	76,2	13,4	12,8	24,5	56,2	67,7	77,0	67,2	72,4
2005	15,7	9,3	339,0	357,0	121,5	89,1	14,0	13,5	31,3	71,2	78,1	82,4	94,1	100,7
2006	16,1	10,0	421,9	426,7	129,2	72,4	18,4	16,3	38,1	99,5	100,4	89,4	135,8	149,0
2006 I	4,0	2,2	87,6	85,1	22,9	12,9	4,2	3,4	8,2	16,0	22,7	21,8	29,6	31,0
II	4,0	2,4	112,4	124,6	38,1	18,6	4,5	4,0	13,2	43,0	24,0	23,1	32,5	36,0
III	4,0	2,9	100,0	100,1	26,8	15,4	4,5	4,1	8,5	21,4	25,8	21,2	34,4	38,1
IV	4,2	2,5	121,9	116,8	41,3	25,6	5,2	4,9	8,1	19,1	27,9	23,4	39,4	43,9
2007 I	4,0	1,9	115,5	112,1	31,9	18,8	5,0	5,0	9,5	18,7	27,8	25,0	41,3	44,6

4. Inversiones directas

(operaciones netas)

	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 excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	-161,0	-171,1	-21,4	-149,8	10,1	0,1	10,0	92,4	95,7	0,7	95,0	-3,3	0,5	-3,8
2005	-301,6	-242,0	-11,0	-230,9	-59,7	-0,2	-59,5	91,6	64,0	0,7	63,2	27,7	-0,3	28,0
2006	-322,6	-265,8	-34,7	-231,1	-56,8	-1,0	-55,8	163,8	136,7	4,2	132,5	27,0	0,3	26,7
2006 I	-56,3	-49,6	-1,7	-47,9	-6,8	0,2	-7,0	20,9	17,8	1,6	16,2	3,1	-0,3	3,5
II	-112,5	-92,0	-6,5	-85,5	-20,5	-0,6	-19,9	92,5	79,6	0,5	79,1	12,8	1,0	11,9
III	-73,5	-65,1	-10,4	-54,6	-8,4	0,2	-8,6	29,6	25,6	1,2	24,4	4,0	-0,3	4,3
IV	-80,2	-59,1	-16,1	-43,0	-21,1	-0,7	-20,3	20,8	13,7	0,9	12,8	7,1	0,0	7,1
2007 I	-76,9	-53,3	-5,0	-48,3	-23,6	2,1	-25,7	52,7	21,3	0,8	20,5	31,4	-0,8	32,3
2006 May	-16,2	-20,4	-3,5	-16,9	4,2	-0,2	4,4	10,0	8,3	0,4	7,9	1,7	0,4	1,3
Jun	-13,3	-11,4	-1,2	-10,2	-1,9	-0,1	-1,8	-2,5	0,0	0,1	-0,1	-2,4	0,4	-2,8
Jul	-21,1	-18,1	-1,5	-16,5	-3,1	0,1	-3,1	10,3	7,1	0,4	6,7	3,3	-0,1	3,4
Ago	-4,3	-7,4	-3,6	-3,8	3,1	0,0	3,1	-1,2	4,6	0,4	4,1	-5,7	-0,1	-5,6
Sep	-48,0	-39,6	-5,3	-34,3	-8,5	0,1	-8,5	20,4	14,0	0,4	13,6	6,4	-0,1	6,5
Oct	-20,4	-11,8	-5,8	-6,0	-8,6	0,1	-8,7	10,4	5,1	1,1	4,0	5,3	1,5	3,8
Nov	-12,8	-17,0	-1,9	-15,1	4,1	-0,2	4,3	-0,1	0,1	-0,2	0,3	-0,2	-1,7	1,5
Dic	-47,0	-30,3	-8,5	-21,9	-16,6	-0,7	-15,9	10,4	8,5	0,0	8,5	2,0	0,1	1,9
2007 Ene	-22,7	-22,2	-2,7	-19,5	-0,4	2,3	-2,8	15,3	8,1	0,3	7,8	7,2	-1,0	8,1
Feb	-30,8	-10,9	5,7	-16,6	-19,9	-0,3	-19,6	19,9	11,6	4,2	7,4	8,3	0,2	8,0
Mar	-23,4	-20,2	-8,0	-12,2	-3,2	0,1	-3,4	17,6	1,6	-3,7	5,2	16,0	-0,1	16,1
Abr	-30,1	-19,1	-1,3	-17,8	-11,1	-0,4	-10,7	5,6	4,9	-0,1	5,0	0,7	0,6	0,1
May	-31,0	-28,1	-2,9	-25,2	-2,9	0,1	-3,0	19,8	24,5	0,6	23,9	-4,7	0,5	-5,2

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

5. Inversiones de cartera: activos por instrumento y sector tenedor

	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones										
	Activos				Pasivos	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
	Eurosistema		IFM excluido Eurosistema			No IFM		Pasivos	Eurosistema		IFM excluido Eurosistema		No IFM		Pasivos
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13		14	15
2004	0,0	-22,4	-84,1	-3,7	126,8	0,6	-81,9	-98,1	-2,1	273,5	0,0	-43,1	-14,9	0,1	16,5
2005	-0,1	-14,4	-119,8	-3,5	263,2	-0,7	-119,6	-142,2	-0,8	248,6	0,1	-14,5	-0,1	0,1	45,6
2006	0,0	-25,2	-110,1	-6,1	289,7	-2,4	-168,7	-123,1	-1,1	464,4	-2,0	-48,6	-14,4	0,1	4,1
2006 I	0,0	-19,5	-77,6	-0,8	120,4	-0,2	-53,9	-36,1	-0,2	81,7	0,7	2,5	-10,0	-3,8	15,2
II	0,0	11,1	7,2	-2,6	32,8	1,0	-23,4	-25,6	0,1	116,5	-3,2	-7,6	-0,7	-3,2	-10,4
III	0,0	-4,7	-23,7	-0,9	53,5	-0,4	-51,9	-15,7	-0,2	80,9	1,9	-25,0	0,7	3,1	6,8
IV	0,0	-12,0	-16,0	-1,8	83,0	-2,9	-39,6	-45,7	-0,8	185,2	-1,4	-18,5	-4,3	4,0	-7,4
2007 I	0,0	-20,8	0,5	-0,8	107,3	-0,7	-50,5	-37,7	-1,2	137,4	0,7	-23,3	-13,3	-5,5	22,7
2006 May	0,0	3,2	12,3	-	-16,4	0,1	-10,8	-12,2	-	65,3	-1,6	-2,2	-2,0	-	2,3
Jun	0,0	4,5	1,0	-	60,7	0,6	-6,4	-2,7	-	25,9	-0,4	1,7	0,7	-	-16,8
Jul	0,0	3,2	-11,7	-	42,8	0,2	-13,2	-2,0	-	6,2	0,4	-18,1	-1,1	-	-2,0
Ago	0,0	-4,7	-7,2	-	-13,6	0,0	-8,9	-9,1	-	15,1	1,0	0,2	1,2	-	3,3
Sep	0,0	-3,2	-4,8	-	24,2	-0,6	-29,8	-4,6	-	59,6	0,5	-7,1	0,5	-	5,5
Oct	0,0	-4,9	-5,3	-	23,7	-1,8	-15,4	-21,2	-	53,5	-0,3	-5,8	-6,2	-	14,4
Nov	0,0	0,1	-10,2	-	26,9	-0,5	-25,5	-11,5	-	71,1	-0,4	-9,6	4,2	-	14,2
Dic	0,0	-7,3	-0,5	-	32,4	-0,6	1,3	-13,0	-	60,6	-0,8	-3,1	-2,4	-	-36,1
2007 Ene	0,0	-5,6	-1,3	-	44,2	-0,1	-32,0	-10,1	-	34,3	0,5	-7,7	-7,9	-	19,3
Feb	0,0	-19,0	-9,2	-	38,3	-0,1	-16,3	-9,7	-	37,7	0,1	-5,2	-2,2	-	8,6
Mar	0,0	3,8	11,0	-	24,8	-0,6	-2,3	-17,9	-	65,4	0,2	-10,4	-3,2	-	-5,2
Abr	0,0	1,0	-12,9	-	1,1	0,0	-22,8	-3,4	-	39,5	0,0	-3,2	0,2	-	16,2
May	0,0	-9,2	7,3	-	12,2	-0,2	-29,9	-18,2	-	38,6	0,0	-8,2	-1,9	-	16,8

6. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores			
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos		
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2004	-310,7	283,6	0,4	7,8	-1,6	-2,0	-3,8	-260,1	245,7	6,2	-17,0	-266,3	262,7	-49,3	-9,1	33,8
2005	-569,1	654,3	-0,9	6,7	5,1	-2,4	-2,2	-395,5	483,5	-96,9	55,3	-298,6	428,2	-177,7	-6,0	166,4
2006	-758,3	773,9	-2,9	18,6	3,3	-3,0	1,2	-523,6	492,2	-134,2	84,1	-389,5	408,1	-235,1	25,0	261,8
2006 I	-219,2	305,9	-3,2	7,0	7,6	3,8	-2,2	-135,7	222,9	-12,9	13,1	-122,8	209,8	-87,8	-10,5	78,3
II	-113,7	78,8	0,9	2,1	-11,0	-12,1	0,3	-57,5	9,0	-15,1	21,6	-42,4	-12,5	-46,0	6,7	67,4
III	-144,5	212,3	0,5	4,9	12,3	8,5	6,3	-119,9	161,7	-32,6	21,3	-87,3	140,5	-37,4	10,7	39,4
IV	-281,0	176,8	-1,1	4,7	-5,5	-3,2	-3,2	-210,6	98,6	-73,6	28,2	-136,9	70,3	-63,8	18,1	76,8
2007 I	-414,2	322,8	-5,3	6,1	3,8	5,2	1,4	-290,4	266,7	-76,6	29,7	-213,9	237,0	-122,2	-39,2	48,5
2006 May	-75,7	68,8	0,1	4,4	-4,3	-4,7	-4,7	-45,0	40,4	-3,0	2,5	-42,0	38,0	-26,4	-7,0	28,7
Jun	48,2	-102,9	0,8	-0,9	-2,2	-2,6	0,7	52,1	-113,0	-11,9	9,0	64,1	-122,0	-2,5	10,8	10,3
Jul	-58,8	71,1	1,6	1,0	7,2	7,1	2,1	-48,5	64,9	-10,4	8,6	-38,1	56,3	-19,1	8,0	3,1
Ago	11,1	23,9	-1,5	1,3	0,6	0,0	-0,6	7,3	18,7	-7,1	6,7	14,4	12,0	4,8	0,2	4,5
Sep	-96,8	117,3	0,5	2,5	4,6	1,5	4,8	-78,6	78,1	-15,1	6,0	-63,5	72,1	-23,2	2,5	31,8
Oct	-106,9	84,8	-0,5	-1,1	-2,4	-4,1	-2,1	-78,5	64,3	-42,1	5,5	-36,5	58,8	-25,4	3,2	23,7
Nov	-151,4	97,0	0,5	3,2	-3,8	-4,3	1,6	-106,4	71,3	-10,8	27,9	-95,6	43,4	-41,7	-8,5	21,0
Dic	-22,7	-5,0	-1,1	2,5	0,7	5,2	-2,7	-25,6	-37,0	-20,8	-5,1	-4,8	-31,9	3,3	23,4	32,1
2007 Ene	-154,3	178,8	-1,4	3,8	1,0	1,3	-4,8	-100,6	154,6	-31,9	10,4	-68,7	144,2	-53,2	-33,3	25,1
Feb	-130,7	116,5	-3,6	-0,4	0,1	1,5	4,4	-90,0	81,5	-7,9	8,6	-82,1	72,9	-37,3	-7,7	31,1
Mar	-129,2	27,4	-0,3	2,7	2,6	2,4	1,7	-99,8	30,6	-36,7	10,8	-63,1	19,8	-31,8	1,8	-7,6
Abr	-154,2	186,7	0,8	2,1	1,1	-2,3	0,5	-125,6	163,8	-17,0	9,1	-108,6	154,7	-30,4	-6,9	20,2
May	-68,3	75,9	-2,5	-0,8	-4,8	-5,0	-0,3	-27,2	76,5	-25,1	38,1	-2,1	38,3	-33,9	-5,8	0,5

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

7. Otras inversiones por sector e instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	0,6	-0,3	7,8	0,0	0,0	-0,4	1,7	-2,0	-1,3	0,0	-3,7	-0,2
2005	-0,9	0,0	6,6	0,0	0,0	6,3	8,8	-2,4	-1,1	0,0	-1,9	-0,3
2006	-2,9	0,0	18,6	0,0	0,0	4,2	7,2	-3,0	-0,8	0,0	1,3	-0,1
2006 I	-3,2	0,0	6,9	0,1	0,0	7,7	4,0	3,8	-0,2	0,0	-1,8	-0,4
II	0,9	0,0	2,1	0,0	0,0	-10,8	1,4	-12,1	-0,3	0,0	0,2	0,1
III	0,5	0,0	4,8	0,0	0,0	12,3	3,7	8,5	0,1	0,0	6,2	0,1
IV	-1,1	0,0	4,7	0,0	0,0	-5,0	-1,9	-3,2	-0,5	0,0	-3,3	0,0
2007 I	-5,3	0,0	6,1	0,1	0,0	3,9	-1,3	5,2	-0,2	0,0	1,5	-0,1

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2004	-256,2	-4,0	242,8	2,9	-6,2	-39,0	-30,0	-9,1	-4,1	9,5	22,8	1,6
2005	-392,3	-3,2	481,9	1,6	-8,9	-152,2	-146,2	-6,0	-16,7	11,8	148,8	5,8
2006	-519,6	-4,1	489,2	3,0	-6,9	-217,7	-242,7	25,0	-10,6	15,1	239,9	6,8
2006 I	-131,8	-3,9	217,0	5,9	-3,8	-75,7	-65,2	-10,5	-8,4	4,4	68,2	5,6
II	-58,0	0,5	14,6	-5,6	-3,7	-44,2	-50,9	6,7	1,9	4,1	67,9	-4,7
III	-118,8	-1,0	159,5	2,3	2,4	-36,0	-46,8	10,7	-3,8	3,2	33,2	3,0
IV	-210,9	0,4	98,2	0,4	-1,7	-61,8	-79,8	18,1	-0,3	3,4	70,5	2,9
2007 I	-282,2	-8,3	264,7	2,0	-2,4	-111,6	-72,4	-39,2	-8,2	-2,0	45,2	5,3

8. Activos de reserva

	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos
					Total	Efectivos y depósitos		Valores			Derivados financieros	
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y partici- paciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	12,5	1,2	0,5	4,0	6,8	-2,9	3,3	0,5	18,3	-12,2	-0,1	0,0
2005	18,0	3,9	-0,2	8,6	5,8	0,2	7,2	0,0	-4,9	3,3	0,0	0,0
2006	-1,3	4,2	-0,5	5,2	-10,4	6,1	-2,8	0,0	-19,4	5,7	0,0	0,2
2006 I	5,9	0,8	0,0	3,4	2,2	6,2	-4,8	0,0	-4,1	4,9	0,0	-0,5
II	-1,5	1,4	0,0	-0,5	-3,1	0,9	2,4	0,0	-7,2	0,7	0,0	0,7
III	-3,2	0,9	-0,3	0,8	-4,6	1,0	-2,9	0,0	-4,1	1,4	0,0	0,0
IV	-2,4	1,1	-0,2	1,6	-4,9	-2,0	2,5	0,0	-4,0	-1,3	0,0	0,0
2007 I	-1,4	0,4	0,0	0,8	-2,6	1,4	-5,0	0,4	-5,5	6,1	0,0	0,0

Fuente: BCE.

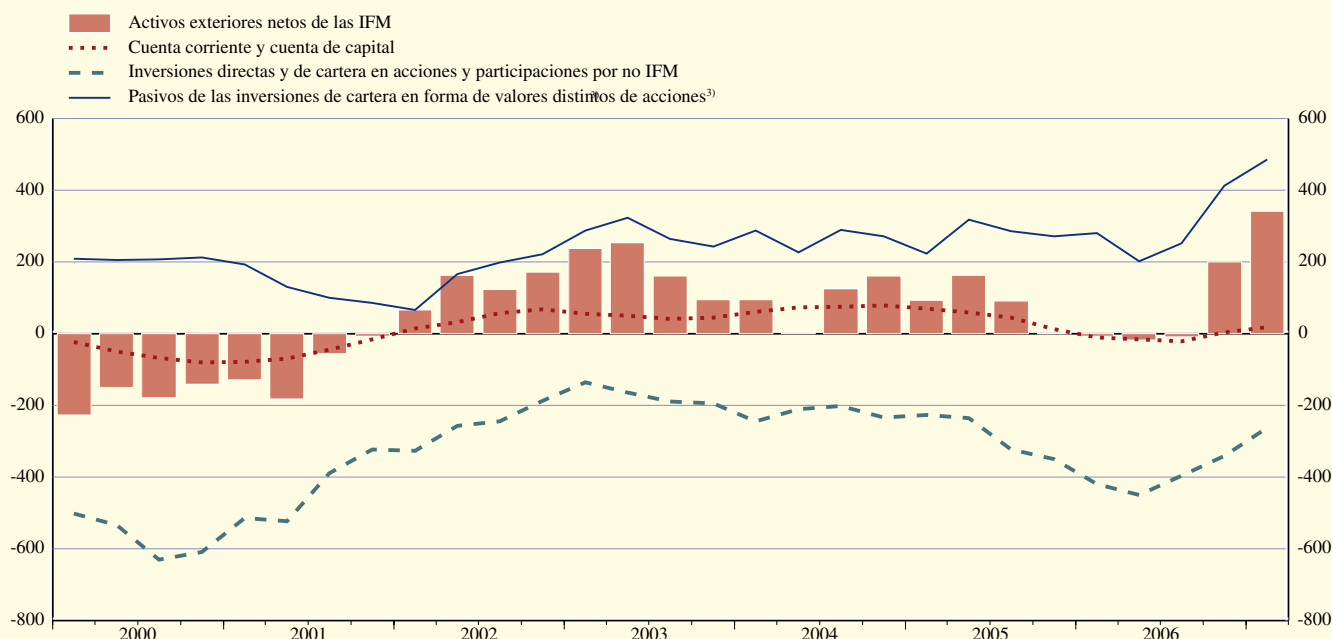
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y participaciones ²⁾	Valores distintos de acciones ³⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	79,1	-139,7	91,7	-196,8	116,9	270,5	-51,0	29,7	-8,3	-58,0	134,0	160,8
2005	12,0	-290,5	92,0	-261,6	220,2	270,4	-172,6	164,2	-13,9	-35,8	-15,5	0,5
2006	2,8	-286,9	163,4	-247,1	228,8	413,0	-231,5	262,8	-1,9	-118,6	184,8	200,4
2006 I	-11,9	-54,8	21,3	-123,6	115,4	74,7	-80,1	76,1	-7,6	-60,0	-50,7	-38,1
II	-5,5	-105,4	91,5	-19,0	26,3	101,5	-56,9	67,7	-2,1	-34,2	63,8	60,2
III	-2,9	-63,3	29,8	-38,7	20,2	78,1	-25,1	45,6	7,9	-47,4	4,3	2,1
IV	23,1	-63,3	20,9	-65,7	66,9	158,7	-69,4	73,4	-0,1	23,0	167,4	176,1
2007 I	2,8	-74,1	53,6	-50,5	88,6	147,3	-118,5	49,9	-17,2	9,2	91,1	102,2
2006 May	-10,1	-12,5	9,6	-1,9	-16,7	63,3	-30,7	24,0	2,5	-15,4	12,0	6,4
Jun	9,9	-12,0	-2,8	-0,9	58,7	18,4	-4,8	11,1	1,8	-11,1	68,2	70,3
Jul	-0,2	-19,7	10,4	-14,8	24,6	7,6	-11,9	5,2	3,4	-8,0	-3,2	3,9
Ago	-4,6	-0,7	-1,1	-15,1	-8,4	11,1	5,4	3,8	-2,5	1,2	-11,0	-19,0
Sep	2,0	-42,9	20,4	-8,9	4,0	59,4	-18,5	36,6	7,1	-40,6	18,6	17,2
Oct	-0,2	-14,7	8,9	-32,6	13,2	51,6	-27,8	21,5	6,4	-5,5	20,9	25,8
Nov	5,8	-10,7	1,6	-17,4	31,4	80,3	-45,5	22,5	-2,0	5,1	71,3	69,2
Dic	17,4	-37,9	10,3	-15,7	22,3	26,8	3,9	29,4	-4,4	23,3	75,3	81,1
2007 Ene	-3,7	-22,3	16,2	-19,3	34,2	47,2	-52,2	20,3	-4,6	-39,3	-23,5	-22,9
Feb	-4,5	-36,2	19,6	-21,1	42,9	41,8	-37,2	35,5	-8,4	15,5	48,0	40,6
Mar	11,1	-15,6	17,7	-10,1	11,5	58,4	-29,1	-5,9	-4,2	33,0	66,6	84,5
Abr	-3,7	-28,4	5,1	-16,2	-1,2	34,6	-29,3	20,7	-4,1	-14,0	-36,4	-39,4
May	-12,6	-28,2	19,3	-12,8	10,5	41,3	-38,7	0,2	-2,2	12,0	-11,3	-14,3
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2007 May	16,6	-269,3	125,8	-184,8	243,7	478,4	-285,6	200,9	-13,8	-28,5	283,3	296,9

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

7.3 Desagregación geográfica de la balanza de pagos y posición de inversión internacional

(mm de euros)

1. Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE					
II 2006 a I 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ingresos												
Cuenta corriente	2.407,1	910,8	49,3	76,1	469,3	255,4	60,8	31,6	55,3	156,8	389,7	862,9
Bienes	1.418,2	515,1	32,4	51,5	227,8	203,3	0,1	17,8	34,1	80,2	199,0	572,0
Servicios	435,4	156,4	9,0	11,9	104,7	25,5	5,4	6,5	11,1	42,5	79,2	139,8
Renta	465,9	174,9	7,4	12,1	125,2	23,9	6,4	6,8	9,9	28,2	104,2	141,9
de la cual: rentas de la inversión	449,8	169,5	7,3	12,0	123,4	23,7	3,0	6,7	9,9	21,8	102,7	139,2
Tranferencias corrientes	87,5	64,5	0,5	0,7	11,7	2,6	49,0	0,6	0,2	5,8	7,3	9,1
Cuenta de capital	25,5	20,8	0,0	0,0	0,8	0,1	19,8	0,0	0,4	0,4	0,9	2,9
Pagos												
Cuenta corriente	2.404,7	794,1	40,2	73,5	384,2	199,0	97,3	24,2	88,5	148,4	338,4	1.011,1
Bienes	1.378,6	404,8	27,4	47,2	171,7	158,4	0,0	11,2	53,9	69,5	133,5	705,7
Servicios	399,1	129,4	7,3	9,6	84,3	28,1	0,1	5,8	7,6	30,9	86,0	139,4
Renta	463,4	156,2	5,0	15,9	118,6	9,1	7,7	5,5	26,5	42,7	112,0	120,6
de la cual: rentas de la inversión	453,7	150,6	4,9	15,8	117,4	4,8	7,7	5,4	26,3	42,2	111,1	118,2
Tranferencias corrientes	163,6	103,7	0,5	0,9	9,6	3,3	89,5	1,8	0,5	5,3	7,0	45,4
Cuenta de capital	12,1	1,8	0,0	0,2	1,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,5	1,6	8,0
Neto												
Cuenta corriente	2,4	116,8	9,1	2,7	85,1	56,4	-36,5	7,3	-33,1	8,4	51,3	-148,2
Bienes	39,7	110,3	4,9	4,3	56,0	44,9	0,1	6,6	-19,8	10,7	65,5	-133,6
Servicios	36,4	27,0	1,7	2,3	20,4	-2,6	5,2	0,7	3,4	11,6	-6,7	0,4
Renta	2,5	18,7	2,5	-3,8	6,6	14,9	-1,4	1,3	-16,5	-14,4	-7,8	21,2
de la cual: rentas de la inversión	-3,9	18,9	2,4	-3,9	6,1	18,9	-4,7	1,3	-16,5	-20,4	-8,3	21,1
Tranferencias corrientes	-76,1	-39,2	0,0	-0,2	2,1	-0,8	-40,5	-1,2	-0,3	0,5	0,3	-36,2
Cuenta de capital	13,4	19,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	19,6	-0,1	0,4	-0,1	-0,7	-5,1

2. Balanza de pagos: inversiones directas

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extraterritoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
II 2006 a I 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones directas	-147,6	-60,9	6,8	5,7	-49,5	-24,0	0,1	-10,8	9,5	-12,2	-35,7	26,3	-63,9
En el exterior	-343,2	-151,2	-0,1	3,0	-125,6	-28,4	0,0	-16,5	3,7	-16,8	-67,9	-32,8	-61,6
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-269,6	-129,7	-0,6	4,6	-106,7	-26,9	0,0	-6,8	6,0	-8,6	-48,4	-28,5	-53,6
Otro capital	-73,6	-21,6	0,5	-1,6	-18,9	-1,5	0,0	-9,6	-2,4	-8,2	-19,5	-4,3	-8,0
En la zona del euro	195,5	90,4	6,9	2,7	76,1	4,5	0,1	5,6	5,8	4,7	32,2	59,2	-2,3
Acc. y particip/ beneficios reinv.	140,2	61,4	7,9	-1,3	53,7	1,0	0,1	0,0	3,0	7,9	13,9	50,4	3,6
Otro capital	55,3	28,9	-1,0	4,0	22,4	3,5	0,0	5,7	2,9	-3,2	18,2	8,8	-5,9

Fuente: BCE.

7.3 Desagregación geográfica de la balanza de pagos y la posición de inversión internacional

(mm de euros)

3. Balanza de pagos: inversiones de cartera, activos por instrumento

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
II 2006 a I 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones de cartera: activos	-445,7	-101,0	-7,2	-14,2	-80,7	-0,7	1,7	-8,1	0,4	-3,7	-191,7	-96,6	-45,0
Acciones y participaciones	-58,5	2,7	-2,3	-0,9	4,4	1,5	-0,1	0,1	1,4	0,6	-33,9	-34,0	4,7
Valores distintos de acciones	-387,2	-103,7	-4,9	-13,3	-85,1	-2,2	1,8	-8,2	-1,0	-4,3	-157,8	-62,6	-49,6
Bonos y obligaciones	-293,1	-79,9	-5,0	-10,0	-65,8	-1,1	2,0	-6,5	-4,6	-1,7	-118,7	-36,7	-45,0
Inst. del mercado monetario	-94,2	-23,8	0,2	-3,3	-19,3	-1,1	-0,2	-1,7	3,7	-2,6	-39,1	-25,9	-4,6

4. Balanza de pagos: otras inversiones por sector

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
II 2006 a I 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Otras inversiones	-162,6	-214,3	-16,1	8,4	-192,6	-22,8	8,8	0,4	32,8	-9,9	64,5	-40,2	15,8	-11,7
Activos	-953,3	-701,8	-35,9	-4,3	-623,2	-35,4	-3,0	-0,6	15,4	-46,4	-67,4	-79,6	-3,3	-69,7
AAPP	-0,5	-8,8	-0,7	0,2	-7,8	0,0	-0,6	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,1	-1,1	9,8
IFM	-683,3	-476,2	-34,9	-1,3	-408,7	-31,2	-0,1	0,5	11,8	-42,2	-65,3	-54,4	-2,3	-55,2
Otros sectores	-269,5	-216,8	-0,4	-3,2	-206,7	-4,2	-2,3	-1,0	4,0	-4,2	-2,1	-25,2	0,1	-24,3
Pasivos	790,7	487,4	19,8	12,7	430,6	12,6	11,7	1,0	17,4	36,5	131,9	39,4	19,1	58,0
AAPP	4,8	5,5	0,0	0,0	0,2	0,0	5,2	0,0	-0,3	-0,6	-0,2	0,1	2,5	-2,1
IFM	553,8	303,9	19,1	10,4	264,7	9,6	0,0	-0,4	15,3	38,7	98,6	33,4	16,5	47,8
Otros sectores	232,1	178,1	0,7	2,2	165,7	3,0	6,5	1,4	2,4	-1,6	33,5	5,9	0,1	12,3

5. Posición de inversión internacional

(saldo vivos a fin de periodo)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Inversiones directas	324,1	-142,8	0,8	-17,3	-292,9	166,8	-0,2	25,2	4,7	35,3	-1,6	-13,9	-0,3	417,5
En el exterior	2.710,3	957,2	33,8	81,0	651,8	190,6	0,0	76,1	68,8	241,8	558,1	316,1	0,0	492,2
Acc. y partic./beneficios reinv.	2.184,8	753,5	29,7	56,8	502,1	164,9	0,0	64,9	63,6	193,8	419,2	297,1	0,0	392,8
Otro capital	525,4	203,7	4,1	24,2	149,6	25,7	0,0	11,2	5,2	48,1	138,9	19,0	0,0	99,4
En la zona del euro	2.386,2	1.100,0	33,0	98,3	944,7	23,8	0,2	50,9	64,1	206,6	559,6	330,0	0,3	74,6
Acc. y partic./beneficios reinv.	1.777,9	874,0	26,9	81,9	757,1	8,0	0,1	45,9	53,5	142,2	396,0	199,7	0,0	66,7
Otro capital	608,2	226,0	6,1	16,4	187,6	15,8	0,1	5,1	10,7	64,4	163,6	130,2	0,3	8,0
Inversiones de cartera: activos	3.874,9	1.202,7	61,2	119,3	861,3	90,8	70,0	83,4	270,4	122,3	1.308,8	411,5	30,8	445,0
Acciones y participaciones	1.733,6	422,4	10,9	46,5	342,4	22,6	0,0	21,7	182,4	112,1	617,1	155,6	1,4	220,9
Valores distintos de acciones	2.141,3	780,3	50,3	72,8	519,0	68,2	70,0	61,7	88,0	10,2	691,7	255,9	29,4	224,1
Bonos y obligaciones	1.826,7	652,8	45,9	61,6	408,2	67,2	69,9	60,2	62,4	7,8	592,5	228,7	28,7	193,7
Inst. del mercado monetario	314,6	127,5	4,3	11,2	110,8	1,0	0,1	1,5	25,6	2,4	99,2	27,2	0,7	30,5
Otras inversiones	-304,2	-50,7	51,8	15,4	17,8	9,3	-145,0	4,5	9,4	-81,5	-13,0	-216,6	-22,8	66,4
Activos	3.664,7	1.872,1	77,0	62,0	1.618,3	105,1	9,8	21,7	92,6	209,2	510,6	354,2	41,8	562,6
AAPP	102,2	17,4	0,2	0,3	8,9	0,5	7,5	0,1	0,1	0,1	3,3	1,2	35,8	44,2
IFM	2.515,2	1.432,7	65,7	44,5	1.243,0	78,5	0,9	11,6	67,1	122,0	316,3	245,0	5,4	315,2
Otros sectores	1.047,4	422,0	11,0	17,2	366,4	26,0	1,4	10,0	25,4	87,2	191,0	107,9	0,6	203,2
Pasivos	3.969,0	1.922,8	25,2	46,6	1.600,5	95,8	154,8	17,2	83,1	290,7	523,6	570,7	64,6	496,2
AAPP	46,5	23,7	0,0	0,3	3,3	0,0	20,1	0,0	0,8	0,1	7,4	0,2	3,3	11,1
IFM	3.180,6	1.491,7	20,0	26,3	1.270,8	74,0	100,6	12,2	55,5	243,9	400,6	518,2	60,0	398,5
Otros sectores	741,9	407,4	5,2	20,0	326,4	21,8	34,0	5,0	26,8	46,7	115,6	52,3	1,4	86,6

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

(mm de euros, salvo indicación en contrario; saldos a fin de período)

1. Posición de inversión internacional: resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
2002	-714,9	-9,8	179,5	-940,9	-12,6	-307,1	366,1
2003	-784,9	-10,5	87,4	-916,1	-7,5	-255,4	306,7
2004	-829,9	-10,7	106,7	-996,6	-14,9	-206,2	281,0
2005	-817,1	-10,2	324,1	-1.142,6	-14,4	-304,2	320,1
2006 IV	-1.059,4	-12,6	385,9	-1.510,3	-14,9	-245,9	325,8
2007 I	-1.073,2	-12,6	368,9	-1.594,1	6,9	-186,4	331,5
Activos: saldos vivos							
2002	7.419,6	102,0	2.005,9	2.291,9	133,1	2.622,6	366,1
2003	7.964,9	106,5	2.169,3	2.658,1	160,8	2.670,0	306,7
2004	8.768,7	112,7	2.337,1	3.035,8	174,1	2.940,8	281,0
2005	10.806,1	134,3	2.710,3	3.874,9	236,1	3.664,7	320,1
2006 IV	12.288,2	146,1	2.959,6	4.376,2	288,6	4.337,8	325,8
2007 I	12.995,2	152,4	3.019,3	4.562,3	339,2	4.742,9	331,5
Pasivos: saldos vivos							
2002	8.134,5	111,9	1.826,4	3.232,7	145,7	2.929,7	-
2003	8.749,8	116,9	2.081,9	3.574,2	168,3	2.925,4	-
2004	9.598,6	123,4	2.230,4	4.032,3	189,0	3.147,0	-
2005	11.623,2	144,5	2.386,2	5.017,6	250,5	3.969,0	-
2006 IV	13.347,5	158,7	2.573,8	5.886,5	303,5	4.583,7	-
2007 I	14.068,4	165,0	2.650,4	6.156,4	332,3	4.929,3	-

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro					
	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)			Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	1.544,6	132,3	1.412,3	461,3	1,6	459,7	1.295,6	42,1	1.253,5	530,8	2,7	528,1
2003	1.726,8	124,4	1.602,4	442,5	2,1	440,4	1.510,1	46,2	1.464,0	571,8	3,2	568,6
2004	1.897,4	144,6	1.752,8	439,7	3,1	436,5	1.661,2	43,9	1.617,4	569,1	8,2	560,9
2005	2.184,8	166,5	2.018,3	525,4	6,6	518,8	1.777,9	45,9	1.732,1	608,2	10,1	598,1
2006 IV	2.385,7	192,6	2.193,1	574,0	2,8	571,1	1.937,8	47,7	1.890,2	635,9	10,1	625,8
2007 I	2.427,1	206,9	2.220,1	592,2	3,4	588,8	1.960,9	45,6	1.915,3	689,5	12,7	676,8

3. Inversiones de cartera: activos por instrumento y sector tenedor

	Acciones y participaciones				Pasivos	Valores distintos de acciones											
	Activos					Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario						
	Eurosistema		IFM excluido Eurosistema			Eurosistema		IFM excluido Eurosistema		No IFM		Eurosistema		IFM excluido Eurosistema		No IFM	
			AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores					AAPP	Otros sectores		
	1	2	3	4		5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1.364,4	7,2	403,1	6,3	784,7	1.660,1	1,3	189,4	1,1	47,1	208,2		
2003	1,7	53,5	11,5	1.026,2	1.570,4	9,3	460,2	8,0	846,0	1.755,7	1,1	191,5	0,6	48,5	248,0		
2004	2,1	73,9	16,1	1.160,6	1.755,9	7,9	540,7	9,7	938,0	2.041,3	0,9	231,4	0,4	54,2	235,1		
2005	3,0	100,8	26,6	1.603,3	2.428,0	8,3	693,0	11,6	1.113,9	2.271,9	0,8	260,5	0,4	52,9	317,6		
2006 IV	2,8	131,4	34,7	1.816,0	2.980,6	10,4	809,1	11,4	1.197,1	2.603,1	0,9	300,8	0,2	61,3	302,7		
2007 I	2,8	148,5	35,6	1.856,0	3.123,5	10,5	848,4	12,6	1.248,3	2.720,9	0,1	325,3	5,8	68,1	312,0		

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

(mm de euros, salvo indicación en contrario; saldos a fin de periodo)

4. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema					AAPP							
	Activos		Pasivos			Activos					Pasivos		
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2002	4,9	0,3	57,2	0,1	1,4	62,1	57,4	4,7	55,4	0,1	42,6	13,8	
2003	5,2	0,7	66,0	0,2	0,2	59,0	53,2	5,8	42,4	0,0	42,3	3,8	
2004	4,7	0,3	74,5	0,2	0,2	62,3	54,1	8,3	42,6	0,0	42,4	3,4	
2005	5,4	0,4	82,2	0,2	0,1	57,5	45,7	11,8	44,6	0,0	42,8	3,6	
2006 IV	8,4	0,4	100,0	0,2	0,0	56,0	40,7	15,3	45,1	0,0	44,0	3,7	
2007 I	13,6	0,3	105,9	0,3	0,0	52,0	41,8	10,2	45,0	0,0	46,1	3,9	

	IFM (excluido el Eurosistema)					Otros sectores							
	Activos		Pasivos			Activos					Pasivos		
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos					
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24		
2002	1.685,1	61,0	2.250,8	48,4	174,4	487,4	199,3	288,1	90,7	104,5	364,3	47,8	
2003	1.734,6	38,5	2.241,9	31,0	169,2	535,9	206,7	329,2	84,3	107,2	387,3	45,7	
2004	1.950,5	45,4	2.423,0	42,2	172,4	568,8	236,8	332,0	93,5	110,2	401,4	49,7	
2005	2.453,1	56,3	3.045,8	52,4	185,1	730,4	374,9	355,5	131,9	125,3	547,5	69,1	
2006 IV	2.879,0	58,7	3.413,8	55,8	173,9	977,8	598,1	379,7	138,5	124,9	749,3	92,1	
2007 I	3.141,4	70,0	3.657,9	64,4	185,1	1.088,2	650,5	437,8	147,2	131,4	812,0	107,4	

5. Reservas internacionales

	Activos de reserva												Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva							Otros activos	Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera prede- terminados	
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y partici- paciones	Bonos y obliga- ciones					Instrum. del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
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	58,5	35,6	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	69,6	37,7	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006 III	325,1	174,2	367,958	4,5	7,0	139,4	4,5	25,3	109,7	0,5	79,1	30,1	-0,1	0,0	26,8	-21,9
IV	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,4	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 I	331,5	180,4	363,108	4,6	4,3	142,2	4,9	27,6	109,4	0,1	84,6	24,7	0,3	0,0	25,1	-22,6
2007 Abr	330,0	179,9	361,562	4,6	4,1	141,4	4,2	25,7	111,1	-	-	-	0,4	0,0	27,3	-25,0
May	327,4	176,5	360,323	4,7	4,4	141,8	4,4	26,6	110,8	-	-	-	0,1	0,0	27,3	-23,8
Jun	325,3	172,8	358,767	4,7	4,3	143,5	5,7	27,7	110,1	-	-	-	0,0	0,0	26,6	-24,6
de los cuales depositados en el Banco Central Europeo																
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	0,0	10,6	12,9	0,0	0,0	2,9	-0,9
2006 III	40,8	10,1	21,312	0,2	0,0	30,5	1,4	3,8	25,3	0,0	18,4	6,9	0,0	0,0	2,9	-0,7
IV	39,9	9,9	20,572	0,4	0,0	29,6	1,6	1,5	26,5	0,0	19,1	7,4	0,0	0,0	2,8	-0,3
2007 I	40,5	10,3	20,632	0,4	0,0	29,9	1,4	3,3	25,2	0,0	19,5	5,8	0,0	0,0	3,0	-0,6
2007 Abr	40,5	10,3	20,632	0,4	0,0	29,8	0,8	3,9	25,1	-	-	-	0,0	0,0	3,4	-1,2
May	40,7	10,1	20,632	0,4	0,0	30,2	0,7	3,7	25,7	-	-	-	0,0	0,0	3,1	-0,7
Jun	40,5	9,4	19,442	0,4	0,0	30,7	1,2	3,0	26,5	-	-	-	0,0	0,0	3,2	-1,6

Fuente: BCE.

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)													
2003	-2,3	0,5	1.056,8	499,2	221,3	299,8	915,6	987,7	552,9	164,0	240,0	708,9	109,1
2004	8,9	9,4	1.142,8	545,7	246,7	314,6	994,9	1.073,3	604,4	183,3	255,4	767,3	129,2
2005	7,8	13,5	1.237,1	590,0	269,6	334,7	1.068,2	1.223,1	705,0	206,5	275,9	842,4	186,3
2006	11,2	13,4	1.379,9	662,9	289,0	366,2	1.183,0	1.391,9	825,7	207,7	302,9	938,6	224,8
2005 IV	9,8	15,9	321,6	154,4	69,2	86,6	276,4	328,1	189,5	56,1	72,6	222,8	53,8
2006 I	15,9	22,4	331,9	158,6	71,4	89,6	282,6	337,9	198,2	52,9	73,6	224,2	55,2
II	9,4	14,4	340,5	162,5	71,2	90,0	290,7	344,7	204,3	52,2	75,3	231,8	57,3
III	7,9	10,4	346,2	167,4	71,4	91,0	296,5	353,7	212,5	51,3	75,7	236,8	60,0
IV	11,8	7,7	361,3	174,4	75,0	95,7	313,2	355,5	210,7	51,4	78,3	245,8	52,4
2007 I	9,5	5,4	366,0	175,4	77,6	96,8	312,3	358,1	211,5	52,5	78,8	250,2	46,7
2006 Dic	6,5	2,6	122,6	58,6	24,7	33,0	104,5	120,9	71,2	16,9	26,4	82,4	17,3
2007 Ene	12,1	8,3	121,6	58,2	25,8	32,4	102,8	119,8	71,0	18,2	25,8	83,1	16,1
Feb	9,9	7,5	121,7	58,2	26,0	32,0	103,4	121,0	71,6	18,0	26,4	84,0	15,4
Mar	6,9	0,8	122,7	59,1	25,8	32,4	106,1	117,3	68,9	16,3	26,6	83,1	15,2
Abr	10,9	6,0	122,4	58,1	26,1	31,9	104,6	118,7	71,1	16,4	26,1	81,7	17,1
May	7,5	2,6	123,9	58,7	26,4	33,0	.	120,3	72,2	16,9	26,8	.	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2003	1,0	3,6	108,5	105,9	106,8	113,1	108,2	101,9	100,2	97,1	109,7	100,2	103,2
2004	9,0	6,5	117,5	115,6	119,9	118,4	117,9	107,9	104,2	109,2	117,4	108,2	105,3
2005	4,9	5,1	123,7	120,2	129,5	123,5	124,0	113,8	107,5	123,7	123,6	116,3	109,9
2006	7,4	5,7	133,3	129,5	136,2	131,2	133,7	120,8	113,8	124,2	131,0	125,2	109,8
2005 IV	5,6	5,4	126,5	123,1	131,9	125,8	127,0	116,9	108,5	133,2	126,8	121,1	110,8
2006 I	10,5	8,6	128,6	124,9	134,1	128,6	128,2	117,4	109,9	124,0	127,1	120,0	105,7
II	5,2	3,8	132,0	127,9	134,7	128,6	132,1	119,2	112,0	124,6	131,0	124,5	106,3
III	5,0	4,6	133,8	130,4	135,3	130,6	134,2	121,8	115,9	123,7	130,6	125,8	115,9
IV	9,1	6,1	138,7	134,8	140,7	136,9	140,4	124,7	117,6	124,4	135,4	130,6	111,2
2007 I	7,8	6,3	139,6	134,1	145,2	137,4	139,1	125,3	117,5	128,2	136,0	132,0	100,8
2006 Dic	4,3	1,7	141,0	135,9	138,5	141,2	140,6	126,8	118,4	123,6	136,7	131,5	106,0
2007 Ene	11,1	9,4	139,7	133,7	145,6	138,4	137,8	126,1	118,4	133,6	133,5	131,7	104,0
Feb	7,8	8,3	139,1	133,1	146,4	135,7	138,0	126,9	119,4	130,5	136,8	132,4	101,0
Mar	5,1	1,6	140,1	135,4	143,6	138,1	141,5	123,0	114,7	120,5	137,9	131,8	97,3
Abr	8,1	6,4	139,0	132,5	145,6	135,7	139,1	123,8	117,2	121,8	134,2	129,5	105,1
May	4,8	4,3	140,7	133,9	147,9	139,7	.	126,5	120,1	126,3	139,7	.	.
Índices de valor unitario (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2003	-3,2	-3,0	97,6	96,2	96,3	101,1	97,4	94,8	93,6	92,3	99,5	96,0	86,4
2004	-0,1	2,6	97,5	96,4	95,7	101,4	97,1	97,3	98,4	91,8	98,9	96,3	99,5
2005	2,8	7,9	100,2	100,2	96,8	103,4	99,1	105,0	111,2	91,2	101,5	98,3	137,5
2006	3,5	7,4	103,8	104,5	98,7	106,5	101,8	112,8	123,1	91,4	105,1	101,8	166,7
2005 IV	4,0	9,9	101,9	102,5	97,6	105,0	100,2	109,8	118,5	92,1	104,1	99,9	157,9
2006 I	4,9	12,8	103,5	103,7	99,0	106,3	101,5	112,7	122,4	93,3	105,3	101,5	170,0
II	4,0	10,2	103,4	103,8	98,3	106,8	101,3	113,2	123,9	91,6	104,6	101,1	175,3
III	2,8	5,7	103,8	104,9	98,1	106,3	101,7	113,6	124,4	90,6	105,5	102,2	168,3
IV	2,5	1,6	104,4	105,7	99,2	106,7	102,7	111,6	121,6	90,2	105,1	102,2	153,3
2007 I	1,6	-0,8	105,1	106,9	99,4	107,5	103,4	111,8	122,2	89,5	105,4	103,0	150,8
2006 Dic	2,1	0,9	104,5	105,6	99,3	106,9	102,6	112,0	122,4	89,6	105,2	102,2	159,3
2007 Ene	1,0	-1,0	104,7	106,6	99,0	107,2	103,0	111,5	122,1	89,1	105,3	102,8	151,0
Feb	2,0	-0,7	105,3	107,1	99,1	108,0	103,5	111,9	122,2	90,6	105,4	103,4	148,6
Mar	1,7	-0,8	105,3	107,0	100,2	107,4	103,6	112,0	122,3	88,9	105,5	102,7	152,8
Abr	2,6	-0,4	105,9	107,6	100,2	107,7	103,8	112,6	123,4	88,4	106,2	102,8	158,7
May	2,5	-1,7	105,9	107,5	99,6	108,0	.	111,7	122,4	87,5	104,8	.	.

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

7.5 Comercio exterior de bienes

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

2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			Africa	América Latina	Otros países
	1	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros	6	7	8	9	China	Japón	Otros países asiáticos	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2003	1.056,8	24,9	38,6	194,5	125,0	29,1	63,3	24,8	167,0	35,1	31,2	135,3	59,2	37,9	90,9
2004	1.142,8	25,7	42,2	205,4	138,3	35,9	66,2	32,1	172,5	40,3	33,2	150,4	64,2	40,4	96,1
2005	1.237,1	29,0	45,1	203,2	157,9	43,6	70,7	34,8	185,0	43,3	34,0	165,9	72,9	46,9	104,8
2006	1.379,9	31,1	49,6	214,5	193,8	55,4	76,7	38,6	199,5	53,5	34,4	183,2	76,9	54,3	118,3
2005 IV	321,6	7,5	11,3	51,2	42,5	11,5	17,7	9,5	48,3	11,5	8,5	42,2	19,3	12,5	28,0
2006 I	331,9	7,5	11,6	53,1	44,5	12,5	18,0	9,6	49,5	12,7	8,8	43,4	19,3	13,1	28,2
II	340,5	7,7	12,3	53,3	47,6	13,0	18,4	9,8	49,6	12,7	8,4	45,2	18,9	13,3	30,1
III	346,2	7,8	12,7	54,3	49,5	14,2	19,3	9,6	49,6	13,5	8,6	45,9	19,0	13,7	28,6
IV	361,3	8,0	13,0	53,8	52,2	15,6	20,8	9,5	50,9	14,6	8,6	48,8	19,8	14,2	31,4
2007 I	366,0	8,4	13,5	56,2	53,8	15,8	20,5	10,1	49,0	14,2	8,7	49,0	21,2	14,8	30,8
2006 Dic	122,6	2,7	4,4	18,0	17,8	5,1	7,0	3,1	17,7	4,9	2,8	16,5	6,7	4,8	11,2
2007 Ene	121,6	2,8	4,6	18,9	17,8	5,2	7,0	3,5	16,6	4,6	2,9	16,5	7,1	4,9	9,2
Feb	121,7	2,8	4,4	18,7	17,9	5,2	6,8	3,2	16,3	4,8	2,9	16,2	7,0	5,0	10,5
Mar	122,7	2,8	4,5	18,6	18,1	5,4	6,7	3,4	16,1	4,7	2,9	16,3	7,1	5,0	11,1
Abr	122,4	2,8	4,3	18,4	18,2	5,4	6,8	3,3	16,8	4,9	2,9	16,0	7,0	5,1	10,5
May	123,9	.	.	.	.	5,6	6,8	3,3	15,7	5,2	2,9	16,2	7,0	5,1	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2006	100,0	2,3	3,6	15,6	14,0	4,0	5,6	2,8	14,5	3,9	2,5	13,3	5,6	3,9	8,6
Importaciones (c.i.f.)															
2003	987,7	23,7	36,9	138,6	108,9	47,2	50,4	19,2	110,5	74,4	52,0	141,8	68,8	39,7	75,6
2004	1.073,3	25,4	39,8	145,0	116,6	56,4	53,5	23,2	113,1	92,1	54,4	161,0	72,8	45,2	74,9
2005	1.223,1	26,3	42,2	152,6	129,2	76,7	58,0	25,2	119,9	117,9	53,1	189,8	95,9	53,5	82,8
2006	1.391,9	27,4	47,4	165,6	153,7	94,5	62,1	29,1	128,3	143,7	56,5	212,9	109,4	66,0	95,3
2005 IV	328,1	6,6	11,0	39,5	34,0	21,1	15,2	6,7	31,1	32,0	13,7	52,9	26,3	14,8	23,4
2006 I	337,9	6,7	11,3	41,3	35,2	23,3	15,0	7,0	31,7	33,1	14,1	52,0	26,9	15,5	24,8
II	344,7	6,7	11,4	42,7	37,3	24,4	15,4	7,5	31,7	34,8	14,0	53,3	26,9	16,0	22,7
III	353,7	7,0	12,0	41,3	39,4	23,8	15,9	7,3	32,2	36,1	14,3	54,7	27,8	16,7	25,1
IV	355,5	6,9	12,6	40,4	41,8	23,0	15,8	7,3	32,8	39,8	14,0	52,9	27,8	17,8	22,7
2007 I	358,1	7,0	12,7	40,4	41,9	22,8	16,7	7,9	33,2	41,6	14,5	51,8	25,8	18,1	23,6
2006 Dic	120,9	2,4	4,5	13,5	14,3	7,8	5,3	2,5	11,4	13,7	4,7	17,3	9,4	6,2	8,1
2007 Ene	119,8	2,4	4,3	13,5	14,1	7,6	5,5	2,6	11,1	13,7	5,0	17,5	8,8	6,2	7,4
Feb	121,0	2,2	4,2	13,6	13,8	7,7	5,6	2,7	11,3	13,9	4,9	18,0	8,8	6,1	8,2
Mar	117,3	2,3	4,2	13,3	14,0	7,6	5,6	2,6	10,7	14,1	4,6	16,4	8,2	5,8	8,0
Abr	118,7	2,4	4,2	13,7	14,1	8,0	5,6	2,6	10,8	12,9	4,4	17,5	8,5	5,7	8,3
May	120,3	.	.	.	.	7,7	5,5	2,6	10,9	13,1	4,9	17,5	9,2	5,8	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2006	100,0	2,0	3,4	11,9	11,0	6,8	4,5	2,1	9,2	10,3	4,1	15,3	7,9	4,7	6,8
Saldo															
2003	69,1	1,2	1,7	55,9	16,1	-18,1	12,9	5,6	56,5	-39,3	-20,8	-6,4	-9,7	-1,8	15,4
2004	69,5	0,4	2,4	60,4	21,7	-20,5	12,7	8,9	59,5	-51,8	-21,1	-10,6	-8,6	-4,9	21,2
2005	14,0	2,7	2,9	50,6	28,7	-33,1	12,7	9,6	65,1	-74,6	-19,1	-23,9	-23,0	-6,7	22,0
2006	-12,0	3,8	2,2	48,9	40,1	-39,1	14,5	9,5	71,2	-90,2	-22,0	-29,6	-32,5	-11,6	23,0
2005 IV	-6,6	0,9	0,4	11,8	8,5	-9,6	2,5	2,8	17,2	-20,5	-5,2	-10,6	-7,0	-2,3	4,6
2006 I	-6,0	0,8	0,2	11,8	9,4	-10,8	3,0	2,6	17,8	-20,4	-5,3	-8,5	-7,6	-2,4	3,4
II	-4,2	1,1	0,8	10,7	10,3	-11,4	3,0	2,3	17,9	-22,0	-5,5	-8,1	-8,0	-2,6	7,4
III	-7,5	0,8	0,7	13,0	10,1	-9,6	3,4	2,3	17,3	-22,7	-5,8	-8,8	-8,8	-3,0	3,5
IV	5,8	1,1	0,5	13,4	10,4	-7,3	5,1	2,2	18,1	-25,1	-5,4	-4,1	-8,1	-3,6	8,7
2007 I	7,9	1,4	0,7	15,8	11,9	-7,1	3,8	2,2	15,9	-27,4	-5,8	-2,9	-4,6	-3,2	7,2
2006 Dic	1,6	0,3	-0,1	4,5	3,5	-2,6	1,6	0,6	6,2	-8,8	-1,8	-0,8	-2,7	-1,4	3,1
2007 Ene	1,8	0,4	0,2	5,4	3,8	-2,4	1,5	1,0	5,5	-9,1	-2,1	-1,0	-1,8	-1,3	1,8
Feb	0,7	0,6	0,2	5,1	4,0	-2,4	1,2	0,5	5,0	-9,0	-2,0	-1,8	-1,8	-1,1	2,3
Mar	5,4	0,5	0,3	5,3	4,1	-2,2	1,1	0,7	5,4	-9,3	-1,7	-0,1	-1,1	-0,8	3,1
Abr	3,7	0,4	0,1	4,7	4,1	-2,5	1,2	0,7	6,0	-8,0	-1,6	-1,5	-1,5	-0,6	2,2
May	3,6	.	.	.	.	-2,1	1,3	0,7	4,8	-7,9	-2,0	-1,3	-2,3	-0,7	.

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



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-24						TCE-44	
	Nominal 1	Real, IPC 2	Real, IPRI 3	Real, defactor del PIB 4	Real, CLUM 5	Real, CLUT 6	Nominal 7	Real, IPC 8
2004	104,3	105,1	104,2	103,1	100,1	103,0	111,2	105,6
2005	103,3	104,1	102,5	100,9	97,9	101,3	109,7	103,7
2006	103,6	104,4	102,9	100,7	95,9	100,1	110,0	103,4
2006 II	103,8	104,6	103,0	100,8	95,9	100,6	110,1	103,7
III	104,5	105,3	103,7	101,4	96,5	100,8	111,2	104,5
IV	104,6	105,3	104,1	101,4	96,3	100,2	111,3	104,3
2007 I	105,5	105,9	104,8	102,2	96,3	100,8	112,0	104,7
II	107,1	107,3	106,1	-	-	-	113,5	105,6
2006 Jul	104,5	105,4	103,8	-	-	-	111,3	104,7
Ago	104,6	105,4	103,8	-	-	-	111,3	104,6
Sep	104,4	105,2	103,4	-	-	-	111,1	104,3
Oct	103,9	104,7	103,4	-	-	-	110,4	103,6
Nov	104,5	105,2	103,9	-	-	-	111,1	104,2
Dic	105,5	106,0	104,9	-	-	-	112,3	105,0
2007 Ene	104,9	105,5	104,4	-	-	-	111,5	104,3
Feb	105,4	105,9	104,8	-	-	-	111,9	104,5
Mar	106,1	106,4	105,2	-	-	-	112,7	105,2
Abr	107,1	107,4	106,3	-	-	-	113,7	106,0
May	107,3	107,4	106,2	-	-	-	113,6	105,7
Jun	106,9	106,9	105,9	-	-	-	113,1	105,2
Jul	107,6	107,6	106,5	-	-	-	113,9	105,8
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2007 Jul	0,6	0,6	0,6	-	-	-	0,6	0,6
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2007 Jul	2,9	2,1	2,6	-	-	-	2,3	1,1

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

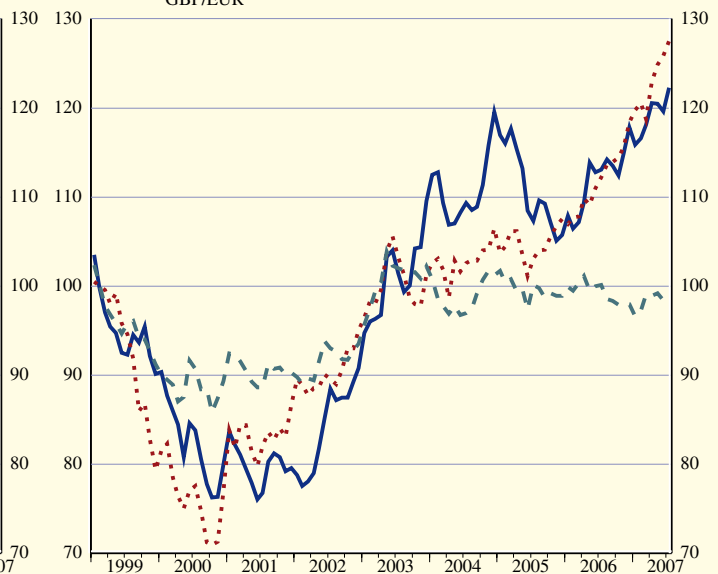
— TCE-24 nominal
 TCE-24 real deflactado por el IPC



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
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1,422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
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
2006 IV	7,4557	9,1350	0,67314	1,2887	151,72	1,5928	1,209,29	10,0269	2,0091	1,4669	8,2712	1,6740
2007 I	7,4524	9,1894	0,67062	1,3106	156,43	1,6162	1,230,80	10,2334	2,0073	1,5357	8,1690	1,6670
II	7,4500	9,2573	0,67880	1,3481	162,89	1,6478	1,252,05	10,5372	2,0562	1,4791	8,1060	1,6214
2007 Ene	7,4539	9,0795	0,66341	1,2999	156,56	1,6155	1,217,83	10,1390	1,9983	1,5285	8,2780	1,6602
Feb	7,4541	9,1896	0,66800	1,3074	157,60	1,6212	1,225,25	10,2130	2,0049	1,5309	8,0876	1,6708
Mar	7,4494	9,2992	0,68021	1,3242	155,24	1,6124	1,248,82	10,3464	2,0186	1,5472	8,1340	1,6704
Abr	7,4530	9,2372	0,67934	1,3516	160,68	1,6375	1,257,99	10,5634	2,0476	1,5334	8,1194	1,6336
May	7,4519	9,2061	0,68136	1,3511	163,22	1,6506	1,253,27	10,5642	2,0581	1,4796	8,1394	1,6378
Jun	7,4452	9,3290	0,67562	1,3419	164,55	1,6543	1,245,39	10,4854	2,0619	1,4293	8,0590	1,5930
Jul	7,4410	9,1842	0,67440	1,3716	166,76	1,6567	1,259,70	10,7247	2,0789	1,4417	7,9380	1,5809
	% variación sobre mes anterior											
2007 Jul	-0,1	-1,6	-0,2	2,2	1,3	0,1	1,1	2,3	0,8	0,9	-1,5	-0,8
	% variación sobre año anterior											
2007 Jul	-0,3	-0,4	-2,0	8,1	13,7	5,6	4,5	8,8	3,5	0,8	0,0	-6,3

	Corona checa	Corona estonia	Libra chipriota	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Lira maltesa	Zloty polaco	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano ¹⁾
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	40,022	1,9533	40,510
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	38,599	1,9558	3,6209
2006	28,342	15,6466	0,57578	0,6962	3,4528	264,26	0,4293	3,8959	37,234	1,9558	3,5258
2006 IV	28,044	15,6466	0,57748	0,6969	3,4528	260,25	0,4293	3,8478	35,929	1,9558	3,4791
2007 I	28,037	15,6466	0,57915	0,7023	3,4528	252,32	0,4293	3,8863	34,347	1,9558	3,3812
II	28,272	15,6466	0,58272	0,6986	3,4528	248,31	0,4293	3,8005	33,751	1,9558	3,2789
2007 Ene	27,840	15,6466	0,57842	0,6975	3,4528	253,88	0,4293	3,8795	34,751	1,9558	3,3922
Feb	28,233	15,6466	0,57918	0,7003	3,4528	253,30	0,4293	3,8943	34,490	1,9558	3,3823
Mar	28,057	15,6466	0,57985	0,7088	3,4528	249,86	0,4293	3,8859	33,813	1,9558	3,3692
Abr	28,015	15,6466	0,58148	0,7036	3,4528	246,00	0,4293	3,8144	33,491	1,9558	3,3338
May	28,231	15,6466	0,58303	0,6965	3,4528	248,42	0,4293	3,7819	33,736	1,9558	3,2836
Jun	28,546	15,6466	0,58352	0,6963	3,4528	250,29	0,4293	3,8074	34,002	1,9558	3,2243
Jul	28,359	15,6466	0,58412	0,6969	3,4528	246,90	0,4293	3,7682	33,326	1,9558	3,1345
	% variación sobre mes anterior										
2007 Jul	-0,7	0,0	0,1	0,1	0,0	-1,4	0,0	-1,0	-2,0	0,0	-2,8
	% variación sobre año anterior										
2007 Jul	-0,3	0,0	1,6	0,1	0,0	-11,0	0,0	-5,7	-13,2	0,0	-12,2

	Yuan renminbi chino ²⁾	Kuna croata ²⁾	Corona islandesa	Rupia indonesia ²⁾	Ringgit malasio ²⁾	Dólar neozelandés	Peso filipino ²⁾	Rublo ruso ²⁾	Rand sudafricano	Baht tailandés ²⁾	Nueva lira turca ³⁾
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2004	10,2967	7,4967	87,14	11,127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1,777,052
2005	10,1955	7,4008	78,23	12,072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771
2006	10,0096	7,3247	87,76	11,512,37	4,6044	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	1,8090
2006 IV	10,1339	7,3657	88,94	11,771,01	4,6734	1,9143	64,108	34,2713	9,4458	47,109	1,8781
2007 I	10,1688	7,3656	89,28	11,934,33	4,5842	1,8836	63,609	34,4795	9,4919	44,538	1,8492
II	10,3476	7,3494	85,82	12,082,62	4,6204	1,8188	63,134	34,8589	9,5688	44,011	1,8029
2007 Ene	10,1238	7,3711	91,02	11,796,04	4,5596	1,8699	63,552	34,4578	9,3440	45,850	1,8536
Feb	10,1326	7,3612	88,00	11,855,46	4,5706	1,8859	63,167	34,4060	9,3797	44,434	1,8260
Mar	10,2467	7,3641	88,69	12,144,32	4,6212	1,8952	64,069	34,5680	9,7417	43,320	1,8659
Abr	10,4400	7,3967	88,36	12,290,98	4,6449	1,8394	64,421	34,9054	9,6089	44,010	1,8362
May	10,3689	7,3258	85,12	11,927,80	4,5962	1,8441	63,136	34,8999	9,4855	44,507	1,8029
Jun	10,2415	7,3313	84,26	12,056,30	4,6237	1,7738	61,968	34,7739	9,6198	43,492	1,7728
Jul	10,3899	7,2947	83,16	12,441,28	4,7184	1,7446	62,418	35,0292	9,5712	41,870	1,7574
	% variación sobre mes anterior										
2007 Jul	1,4	-0,5	-1,3	3,2	2,0	-1,6	0,7	0,7	-0,5	-3,7	-0,9
	% variación sobre año anterior										
2007 Jul	2,5	0,6	-11,8	7,4	1,4	-15,1	-5,8	2,6	6,5	-13,1	-10,8

Fuente: BCE.

1) Los datos anteriores a julio del 2005 corresponden al leu rumano. 1 nuevo leu equivale a 10.000 lei antiguos.

2) Desde el 1 de abril del 2005, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.

3) Los datos anteriores a enero del 2005 corresponden a la lira turca; 1 nueva lira turca equivale a 1.000.000 de liras turcas antiguas.



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	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Rumanía	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
IAPC														
2005	6,0	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	9,1	2,8	0,8	2,1
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	2,2	6,6	3,8	4,0	2,6	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2006 IV	5,7	1,1	1,6	4,5	1,5	6,2	4,2	6,4	1,1	1,3	4,8	3,5	1,4	2,7
2007 I	5,3	1,7	1,9	5,1	1,4	7,6	4,4	8,8	0,8	2,0	3,9	2,1	1,7	2,8
II	4,7	2,6	1,5	5,8	1,8	8,5	5,0	8,5	-0,9	2,3	3,9	1,7	1,4	2,6
2007 Feb	4,6	1,7	1,9	4,6	1,2	7,2	4,4	9,0	0,8	1,9	3,9	2,0	1,7	2,8
Mar	4,4	2,1	1,9	5,6	1,4	8,5	4,8	9,0	0,5	2,4	3,7	2,1	1,6	3,1
Abr	4,4	2,7	1,7	5,6	1,6	8,8	4,9	8,7	-1,1	2,2	3,8	2,0	1,6	2,8
May	4,5	2,4	1,7	5,9	1,9	7,8	5,0	8,4	-1,0	2,3	3,9	1,5	1,2	2,5
Jun	5,3	2,6	1,3	6,0	1,7	8,9	5,0	8,5	-0,6	2,6	3,9	1,5	1,3	2,4
Déficit (-) superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB														
2004	2,2	-2,9	2,0	2,3	-4,1	-1,0	-1,5	-6,5	-4,9	-5,7	-1,5	-2,4	0,8	-3,1
2005	1,9	-3,5	4,7	2,3	-2,3	-0,2	-0,5	-7,8	-3,1	-4,3	-1,4	-2,8	2,1	-3,1
2006	3,3	-2,9	4,2	3,8	-1,5	0,4	-0,3	-9,2	-2,6	-3,9	-1,9	-3,4	2,2	-2,8
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB														
2004	37,9	30,7	44,0	5,2	70,3	14,5	19,4	59,4	73,9	45,7	18,8	41,5	52,4	40,3
2005	29,2	30,4	36,3	4,4	69,2	12,0	18,6	61,7	72,4	47,1	15,8	34,5	52,2	42,2
2006	22,8	30,4	30,2	4,1	65,3	10,0	18,2	66,0	66,5	47,8	12,4	30,7	46,9	43,5
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período														
2007 Ene	4,27	3,84	4,00	-	4,36	4,92	4,28	6,96	4,34	5,17	7,39	4,25	3,90	4,94
Feb	4,24	3,78	4,05	-	4,42	5,07	4,28	6,96	4,38	5,19	7,52	4,28	3,93	4,97
Mar	4,22	3,76	3,96	-	4,47	5,14	4,24	6,79	4,38	5,19	7,53	4,24	3,79	4,88
Abr	4,28	3,92	4,18	-	4,44	5,52	4,18	6,65	4,44	5,28	7,39	4,26	4,04	5,10
May	4,26	4,21	4,34	-	4,44	6,03	4,36	6,53	4,61	5,29	7,39	4,40	4,15	5,20
Jun	4,57	4,51	4,65	-	4,44	5,62	4,57	6,71	5,12	5,52	7,05	4,66	4,44	5,49
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período														
2007 Ene	4,06	2,58	3,92	3,90	3,82	3,82	3,79	8,15	3,85	4,20	6,69	4,50	3,35	5,49
Feb	4,09	2,59	3,99	3,94	3,87	5,61	3,87	-	4,10	4,20	7,13	4,60	3,43	5,57
Mar	4,19	2,56	4,07	4,06	3,97	6,30	4,05	8,10	4,18	4,22	7,49	4,48	3,43	5,55
Abr	4,30	2,60	4,16	4,42	3,99	9,32	4,41	8,20	4,19	4,31	7,33	4,05	3,51	5,65
May	4,40	2,77	4,28	4,69	3,99	9,99	4,89	-	4,23	4,44	7,62	4,16	3,57	5,77
Jun	4,53	2,93	4,37	4,74	3,99	8,09	4,91	8,02	4,36	4,52	7,26	4,27	3,67	5,88
PIB real														
2005	6,2	6,5	3,1	10,5	3,9	10,6	7,6	4,1	3,3	3,6	4,2	6,0	2,9	1,8
2006	6,1	6,4	3,5	11,4	3,8	11,9	7,5	3,9	3,3	6,1	7,7	8,3	4,2	2,8
2006 IV	5,7	6,1	3,7	10,9	3,6	11,7	7,0	3,3	3,1	6,6	7,7	9,6	4,3	3,1
2007 I	6,2	6,2	2,3	9,8	3,8	11,2	8,0	2,9	3,5	-	6,0	9,0	3,3	3,0
II	-	-	-	-	-	-	7,7	-	-	-	-	-	-	3,0
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB														
2005	-11,0	-2,4	3,9	-9,5	-5,1	-11,2	-5,9	-6,0	-5,8	-1,4	-7,9	-8,6	7,1	-2,3
2006	-15,1	-3,9	2,4	-12,3	-5,9	-19,9	-9,7	-4,8	-3,5	-1,7	-10,4	-8,4	6,7	-3,6
2006 III	-4,4	-5,1	4,2	-12,6	8,6	-22,7	-11,1	-4,1	4,4	-0,7	-9,5	-10,1	7,3	-3,8
IV	-24,5	-5,3	1,3	-14,5	-19,5	-25,3	-10,0	-2,9	-3,1	-2,7	-10,7	-7,3	7,4	-3,7
2007 I	-27,2	2,0	-1,3	-17,1	-13,2	-23,7	-12,2	-4,3	-9,0	-2,2	-14,9	0,1	9,4	-4,0
Costes laborales unitarios														
2005	2,4	-0,7	0,9	2,7	1,3	15,2	3,4	3,1	-0,5	0,3	-	0,5	0,6	-
2006	4,5	1,0	2,2	5,7	0,1	14,0	7,0	-	0,0	-	-	1,2	-0,4	-
2006 III	-	0,8	2,6	5,6	-	-	11,1	-	-0,2	-	-	0,3	0,6	-
IV	-	1,8	3,4	8,3	-	-	10,0	-	0,0	-	-	0,6	0,1	-
2007 I	-	3,7	5,0	14,9	-	-	9,2	-	-0,4	-	-	0,3	4,6	-
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)														
2005	10,1	7,9	4,8	7,9	5,2	8,9	8,2	7,2	7,3	17,7	7,1	16,3	7,4	4,8
2006	8,9	7,1	3,9	5,9	4,6	6,9	5,6	7,5	7,3	13,8	7,3	13,3	7,1	5,3
2006 IV	8,1	6,5	3,6	5,6	4,3	6,2	4,8	7,6	6,9	12,3	7,2	12,4	6,5	5,3
2007 I	7,7	5,9	3,9	4,9	4,2	6,2	4,8	7,4	6,6	10,9	6,5	11,3	6,3	5,5
II	7,2	5,8	3,5	5,1	4,1	5,8	4,9	7,7	6,4	10,5	7,2	10,8	5,6	-
2007 Feb	7,7	5,9	4,0	4,8	4,2	6,2	4,8	7,4	6,6	10,9	6,5	11,3	6,3	5,5
Mar	7,5	5,7	4,0	5,0	4,1	6,1	4,7	7,4	6,6	10,6	6,5	11,1	6,2	5,4
Abr	7,5	5,9	3,5	5,1	4,1	5,9	5,0	7,6	6,4	10,7	7,2	10,8	5,9	5,4
May	7,2	5,8	3,5	5,2	4,1	5,8	4,9	7,7	6,5	10,5	7,3	10,8	5,8	-
Jun	7,0	5,7	3,5	5,1	3,9	5,7	4,7	7,7	6,4	10,2	7,3	10,7	5,3	-

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

9.2 En Estados Unidos y Japón

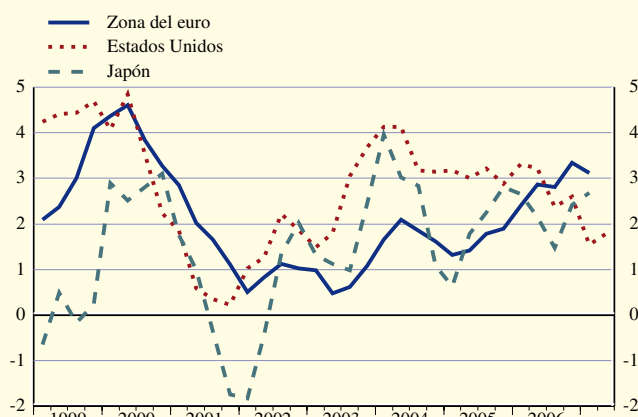
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ en %	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2003	2,3	0,8	2,5	1,3	6,0	7,0	1,22	4,00	1,1312	-4,8	48,0
2004	2,7	0,1	3,6	3,0	5,5	4,7	1,62	4,26	1,2439	-4,6	48,8
2005	3,4	-0,1	3,1	4,0	5,1	4,3	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2006	3,2	0,1	2,9	5,0	4,6	4,7	5,19	4,79	1,2556	-2,3	48,5
2006 II	4,0	0,1	3,2	5,5	4,6	4,8	5,21	5,07	1,2582	-2,3	48,6
III	3,3	-2,2	2,4	6,1	4,7	4,6	5,43	4,90	1,2743	-2,6	48,5
IV	1,9	0,7	2,6	3,6	4,5	4,9	5,37	4,63	1,2887	-1,9	48,5
2007 I	2,4	-0,4	1,5	2,3	4,5	5,3	5,36	4,68	1,3106	-2,6	49,4
II	2,7	.	1,8	1,7	4,5	6,2	5,36	4,84	1,3481	.	.
2007 Mar	2,8	-	-	2,5	4,4	5,7	5,35	4,56	1,3242	-	-
Abr	2,6	-	-	1,7	4,5	6,1	5,35	4,69	1,3516	-	-
May	2,7	-	-	1,9	4,5	6,3	5,36	4,75	1,3511	-	-
Jun	2,7	-	-	1,6	4,5	6,1	5,36	5,11	1,3419	-	-
Jul	.	-	-	.	.	.	5,36	5,01	1,3716	-	-
Japón											
2003	-0,2	-3,9	1,5	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,9	151,4
2004	0,0	-4,9	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-6,2	157,6
2005	-0,3	-0,6	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	-6,4	164,2
2006	0,2	-2,6	2,2	4,8	4,1	1,1	0,30	1,74	146,02	.	.
2006 II	0,2	-2,4	2,2	4,7	4,1	1,4	0,21	1,90	143,81	.	.
III	0,6	-2,8	1,5	5,6	4,1	0,6	0,41	1,80	148,09	.	.
IV	0,3	-3,6	2,4	5,9	4,1	0,6	0,49	1,70	151,72	.	.
2007 I	-0,1	-2,2	2,7	3,0	4,0	1,0	0,62	1,68	156,43	.	.
II	-0,1	.	.	2,3	.	1,5	0,69	1,74	162,89	.	.
2007 Mar	-0,1	-1,6	-	1,9	4,0	1,1	0,71	1,62	155,24	-	-
Abr	0,0	.	-	2,2	3,8	1,1	0,66	1,67	160,68	-	-
May	0,0	.	-	3,8	3,8	1,5	0,67	1,67	163,22	-	-
Jun	-0,2	.	-	1,0	.	1,8	0,73	1,89	164,55	-	-
Jul	.	.	-	.	.	.	0,77	1,89	166,76	-	-

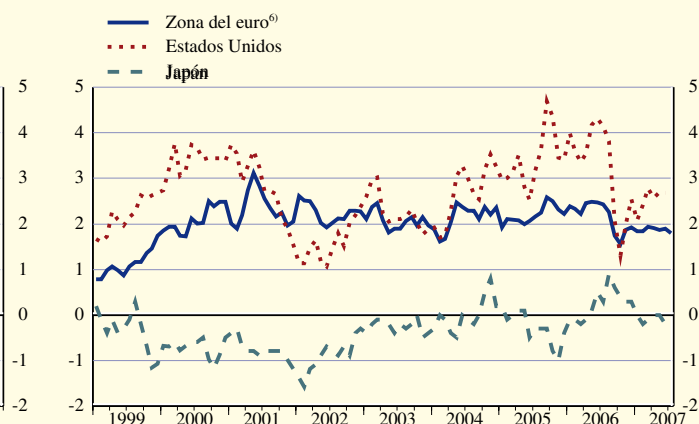
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



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

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

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

3) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.

4) Para más información, véase sección 8.2.

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

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos totales por sector (<i>intermediarios financieros</i>)	S17
C9	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (<i>intermediarios financieros</i>)	S17
C10	Depósitos totales por sector (<i>sociedades no financieras y hogares</i>)	S18
C11	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (<i>sociedades no financieras y hogares</i>)	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	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S45
C26	Rendimientos de la deuda pública a diez años	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	Inversiones netas directas y de cartera	S60
C32	Bienes	S61
C33	Servicios	S61
C34	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S65
C35	Tipos de cambio efectivos	S72
C36	Tipos de cambio bilaterales	S72
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C38	Índices de precios de consumo	S75



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

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

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

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

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

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

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

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

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

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

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

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

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

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

La renta nacional neta sólo se define para los sectores residentes y se calcula como suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define sólo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), y más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos (lo que se conoce también como variaciones del patri-

monio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones). Para los sectores de hogares y de sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre estos saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera, respectivamente.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital, las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente, se excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenido a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de sal-

dos nocionales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nocionales en el mes t queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

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

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

donde I_t es el índice de saldos nocionales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

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

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nocionales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

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

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de bienes también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services» se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintas bases de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 1 de agosto de 2007.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2007 se refieren al Euro-13 (la zona del euro que incluye Eslovenia) 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 y el 2007, calculadas tomando como base los años 2000 y 2006, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de Grecia y de Eslovenia, respectivamente, a la zona del euro. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Eslovenia 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. A partir del 2007 los datos se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia.

Dado que la composición del ECU no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999 en monedas participantes convertidas a ECU al correspondiente tipo de cambio del ECU se ven afectados por los movimientos 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, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, 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 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 en-

idad 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 operaciones principales de financiación (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 Eurosistema. 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 bancos centrales nacionales 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».

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 e incluyen las posiciones de instituciones distintas de IFM residentes en la zona del euro mantenidas por IFM residentes en la zona; también incluyen algunos activos/pasivos de la Administración Central.

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 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Monetary Financial Institutions and Markets Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers. Third Edition» (BCE, marzo 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

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 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 las interacciones entre estos sectores y entre el resto del mundo de la zona del euro. Los datos que se presentan sobre precios corrientes —no desestacionalizados y a 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 financia-

ción), y 6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas cuentas no financieras de la zona del euro (es decir, cuentas 1 a 5 descritas anteriormente), siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, y los saldos vivos de los balances financieros conforme a una presentación más analítica. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite la descripción de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras y los saldos vivos del balance financiero conforme a una presentación más analítica.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro

trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (cuadros 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-13 (es decir, el Euro-12 más Eslovenia) (composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente 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 inte-

rés 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 la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos a dos, tres, cinco y siete años correspondían a valores a fin de período, y los rendimientos a diez años, a medias del período. A partir de ese momento, todos son medias del período. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculaban a partir de los rendimientos armonizados de la deuda pública de los distintos países ponderados por el PIB. A partir de esa fecha, las ponderaciones corresponden a los saldos nominales de la deuda pública en cada banda de plazos. Para Estados Unidos y Japón, los rendimientos a diez años son medias del período.

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) nº 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo³. 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) nº 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001⁴. 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) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁵, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁶. 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

3 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

4 DO L 86, de 27.3.2001, p. 11.

5 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

6 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, salvo las ventas de automóviles y motocicletas y las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su

mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁷, 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 2002⁸, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas. 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 los Reglamentos (CE) nº 501/2004 y

7 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

8 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

1222/2004 y de datos proporcionados por los bancos centrales nacionales.

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)⁹, modificada por la orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹⁰, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo del 2007), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

La presentación de las operaciones netas en la cuenta financiera sigue las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI: un incremento de los activos aparece con el signo menos, al mismo tiempo que un aumento de los pasivos figura con el signo más. En la cuenta corriente y en la cuenta de capital, tanto los ingresos como los pagos se presentan con el signo más.

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 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.

El cuadro 2 de la sección 7.1 presenta datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. En el cuadro 5 figura el detalle por sectores tenedores de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, 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 está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las operaciones 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, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la ba-

9 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

10 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

lanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) 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 operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro últimos trimestres disponibles; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional correspondiente al final del último año disponible. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. 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», del Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (p.i.i.) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable. Los datos trimestrales sobre posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral, o lo están con retraso, parte de los datos trimestrales sobre la citada posición se estiman a partir de las operaciones financieras y los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio. En el cuadro 5 de la sección 7.4 se

recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. 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 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI 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, que se actualizó el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse 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 conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.5 se recogen los datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente principal es Eurostat. El BCE calcula los índices del comercio en términos reales a partir de los índices de valor unitario y de comercio en términos nominales facilitados por Eurostat, y desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los datos del comercio en términos nominales.

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. 3. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China continental no incluyen Hong Kong.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importacio-

nes, no son totalmente comparables con las rúbricas de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 a 7.3). 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-24 está integrado por los 14 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-44 incluye, además de los del TCE-24, los siguientes países: Argelia,

Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 8, titulado «Los tipos de cambio efectivos del euro tras las recientes ampliaciones de la zona del euro y de la UE», en el Boletín Mensual de marzo del 2007, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



13 DE ENERO DE 2005

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%, 3% y 1%, respectivamente.

14 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 25 mm de euros a 30 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 2005. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2005. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2006.

3 DE FEBRERO, 3 DE MARZO, 7 DE ABRIL, 4 DE MAYO, 2 DE JUNIO, 7 DE JULIO, 4 DE AGOSTO, 1 DE SEPTIEMBRE, 6 DE OCTUBRE Y 3 DE NOVIEMBRE DE 2005

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%, 3% y 1%, respectivamente.

1 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 6 de diciembre de 2005. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,25% y el 1,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 6 de diciembre de 2005.

16 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 30 mm de euros a 40 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 2006. Al fijar este importe se han tomado en consideración dos factores. En primer lugar, se espera que las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro vuelvan a aumentar en el año 2006. En segundo lugar, 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 2007.

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.

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2004 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 y 239 del Informe Anual del BCE del 2001, en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002, en las páginas 235 y 236 del Informe Anual del BCE del 2003 y en la página 239 del Informe Anual del BCE del 2004, respectivamente.

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 margi-

nal 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 financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan 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 Y 2 DE AGOSTO 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 4%, 5% y 3%, respectivamente.





DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2006

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2006. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre mayo y julio del 2007. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.europa.eu.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2005», abril 2006.

«Informe Anual 2006», abril 2007.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Informe de Convergencia», mayo 2006.

«Convergence Report December 2006».

«Informe de Convergencia 2006: Introducción y resumen», diciembre 2006.

«Convergence Report May 2007».

«Informe de Convergencia mayo 2007: Introducción, marco para el análisis y resúmenes de países».

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«Previsibilidad de la política monetaria del BCE», enero 2006.

«*Hedge funds*: evolución e implicaciones», enero 2006.

«Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», febrero 2006.

«Políticas presupuestarias y mercados financieros», febrero 2006.

«La importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económicos», abril 2006.

«Gestión de carteras del BCE», abril 2006.

«Acuerdos monetarios y cambiarios de la zona del euro con algunos terceros países y territorios», abril 2006.

«Contribución del BCE y del Eurosistema a la integración financiera europea», mayo 2006.

«La lista única del sistema de activos de garantía del Eurosistema», mayo 2006.

«Emisión de acciones en la zona del euro», mayo 2006.

«Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», julio 2006.

«Competitividad y comportamiento de las exportaciones de la zona del euro», julio 2006.

«Saldo monetarios por sectores: factores determinantes y evolución reciente», agosto 2006.

«Evolución de los sistemas de grandes pagos en la zona del euro», agosto 2006.

«El cambio demográfico en la zona del euro: Proyecciones y consecuencias», octubre 2006.

«Cuentas financieras y no financieras integradas de los sectores institucionales de la zona del euro», octubre 2006.

«“Activismo” de la política monetaria», noviembre 2006.

«La experiencia del Eurosistema con las operaciones de ajuste al final del período de mantenimiento de reservas», noviembre 2006.

«Desarrollo del sector financiero en Europa central, oriental y sudoriental», noviembre 2006.

«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.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 1 «The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments», por K. M. Löber, febrero 2006.
- 2 «The application of multilingualism in the European Union context», por P. Athanassiou, marzo 2006.
- 3 «National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview», por J. García-Andrade y P. Athanassiou, octubre 2006.
- 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. Drēviņa, K. Laurinavičius y A. Tupits, julio 2007.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 43 «The accumulation of foreign reserves», por un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, febrero 2006.
- 44 «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, abril 2006.
- 45 «Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts», por N. Benalal, J. L. Díaz del Hoyo, B. Pierluigi y N. Vidalis, mayo 2006.
- 46 «Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence», por F. Altissimo, M. Ehrmann y F. Smets, junio 2006.
- 47 «The reform and implementation of the Stability and Growth Pact», por R. Morris, H. Ongena y L. Schuknecht, junio 2006.
- 48 «Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries», por el Grupo de Trabajo sobre la Ampliación del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2006.
- 49 «Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem», por U. Bindseil y F. Papadia, agosto 2006.

- 50 «Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market», por M. Laganá, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes y A. Persaud, agosto 2006.
- 51 «Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area», por A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger y T. Westermann, agosto 2006.
- 52 «Cross-border labour mobility within an enlarged EU», por F. F. Heinz y M. Ward-Warmedinger, octubre 2006.
- 53 «Labour productivity developments in the euro area», por R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker y J. Turunen, octubre 2006.
- 54 «Quantitative quality indicators for statistics – an application to euro area balance of payment», por V. Damia y C. Picón Aguilar, noviembre 2006.
- 55 «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», por U. Baumann y F. di Mauro, febrero 2007.
- 56 «Assessing fiscal soundness: theory and practice», por N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother y J.-P. Vidal, marzo 2007.
- 57 «Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe», por S. Herrmann y E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 «Long-term growth prospects for the Russian economy», por R. Beck, A. Kamps y E. Mileva, marzo 2007.
- 59 «The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years' experience», por C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen, abril 2007.
- 60 «Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa», por U. Böwer, A. Geis y A. Winkler, abril 2007.
- 61 «Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach», por O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini y T. Zumer, abril 2007.
- 62 «Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective», por Juan Angel Garcia y Adrian 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.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

Research Bulletin, n.º 4, abril 2006 (sólo Internet).

Research Bulletin, n.º 5, diciembre 2006.

Research Bulletin, n.º 6, junio 2007.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

748 «Financial dollarisation: the role of banks and interest rates», por H. S. Basso, O. Calvo-Gonzalez y M. Jurgilas, mayo 2007.

749 «Excess money growth and inflation dynamics», por B. Roffia y A. Zaghini, mayo 2007.

- 750 «Long-run macroeconomic relations in the global economy», por S. Dees, S. Holly, M. H. Pesaran y L. V. Smith, mayo 2007.
- 751 «A look into the factor model black box: publication lags and the role of hard and soft data in forecasting GDP», por M. Bańbura y G. Rünstler, mayo 2007.
- 752 «Econometric analyses with backdated data: unified Germany and the euro area», por E. Angelini y M. Marcellino, mayo 2007.
- 753 «Trade credit defaults and liquidity provision by firms», por F. Boissay y R. Gropp, mayo 2007.
- 754 «Euro area inflation persistence in an estimated nonlinear DSGE model», por G. Amisano y O. Tristani, mayo 2007.
- 755 «Durable goods and their effect on household saving ratios in the euro area», por J. Jalava e I. K. Kavonius, mayo 2007.
- 756 «Maintaining low inflation: money, interest rates and policy stance», por S. Reynard, mayo 2007.
- 757 «The cyclicality of consumption, wages and employment of the public sector in the euro area», por A. Lamo, J. J. Pérez y L. Schuknecht, mayo 2007.
- 758 «Red tape and delayed entry», por A. Ciccone y E. Papaioannou, junio 2007.
- 759 «Linear-quadratic approximation, external habit and targeting rules», por P. Levine, J. G. Pearlman y R. Pierse, junio 2007.
- 760 «Modelling intra- and extra-area trade substitution and exchange rate pass-through in the euro area», por A. Dieppe y T. Warmedinger, junio 2007.
- 761 «External imbalances and the US current account: how supply-side changes affect an exchange rate adjustment», por P. Engler, M. Fidora y C. Thimann, junio 2007.
- 762 «Patterns of current account adjustment: insights from past experience», por B. Algieri y T. Bracke, junio 2007.
- 763 «Short- and long-run tax elasticities: the case of the Netherlands», por G. Wolswijk, junio 2007.
- 764 «Robust monetary policy with imperfect knowledge», por A. Orphanides y J. C. Williams, junio 2007.
- 765 «Sequential optimisation, front-loaded information, and US consumption», por A. Willman, junio 2007.
- 766 «How and when do markets tip? Lessons from the Battle of the Bund», por E. Cantillon y P. L. Yin, junio 2007.
- 767 «Explaining monetary policy in press conferences», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, junio 2007.
- 768 «A new approach to measuring competition in the loan markets of the euro area», por M. van Leuvensteijn, J. A. Bikker, A. A.R.J.M. van Rixtel y C. Kok Sørensen, junio 2007.
- 769 «The ‘Great Moderation’ in the United Kingdom» por L. Benati, junio 2007.
- 770 «Welfare implications of Calvo vs. Rotemberg pricing assumptions» por G. Lombardo y D. Vestin, junio 2007.
- 771 «Policy rate decisions and unbiased parameter estimation in typical monetary policy rules» por J. Podpiera, junio 2007.
- 772 «Can adjustment costs explain the variability and counter-cyclicality of the labour share at the firm and aggregate level?» por P. Vermeulen, junio 2007.
- 773 «Exchange rate volatility and growth in small open economies at the EMU periphery», por G. Schnabl, julio 2007.
- 774 «Shocks, structures or monetary policies? The euro area and the United States after 2001», por L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno, julio 2007.
- 775 «The dynamic behaviour of budget components and output», por A. Afonso y P. Claey's, julio 2007.
- 776 «Insights gained from conversations with labour market decision-makers», por T. F. Bewley, julio 2007.
- 777 «Downward nominal wage rigidity in the OECD», por S. Holden y F. Wulfsberg, julio 2007.

- 778 «Employment protection legislation and wages», por M. Leonardi y G. Pica, julio 2007.
- 779 «On-the-job search and the cyclical dynamics of the labour market», por M. U. Krause y T. A. Lubik, julio 2007.
- 780 «Dynamics and monetary policy in a fair wage model of the business cycle», por D. de la Croix, G. de Walque y R. Wouters, julio 2007.
- 781 «Wage inequality in Spain: recent developments», por M. Izquierdo y A. Lacuesta, julio 2007.
- 782 «Panel data estimates of the production function and product and labour market imperfections», por S. Dobbelaere y J. Mairesse, julio 2007.
- 783 «The cyclical nature of effective wages within employer-employee matches: evidence from German panel data», por S. Anger, julio 2007.
- 784 «Understanding the dynamics of labour shares and inflation», por M. Lawless y K. Whelan, julio 2007.
- 785 «Aggregating Phillips curves», por J. Imbs, E. Jondeau y F. Pelgrin, julio 2007.
- 786 «The economic impact of merger control: what is special about banking?», por E. Carletti, P. Hartmann y S. Ongena, julio 2007.
- 787 «Finance and growth: a macroeconomic assessment of the evidence from a European angle», por E. Papaioannou, julio 2007.
- 788 «Evaluating the real effect of bank branching deregulation: comparing contiguous counties across US state borders», por R. R. Huang, julio 2007.
- 789 «Modelling the impact of external factors on the euro area's HICP and real economy: a focus on pass-through and the trade balance», por L. Landolfo, julio 2007.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables», enero 2006 (sólo en Internet).
- «Requerimientos de recopilación de datos de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo de conformidad con el marco para el reciclaje de billetes», enero 2006 (sólo en Internet).
- «Euro money market survey 2005», enero 2006.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2006.
- «Hacia una zona única de pagos para el euro: objetivos y plazos (cuarto informe)», febrero 2006 (sólo en Internet, excepto la versión inglesa).
- «Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet», febrero 2006 (sólo en Internet).
- «Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment», febrero 2006 (sólo en Internet).
- «National implementation of Regulation ECB/2001/13», febrero 2006 (sólo en Internet).
- «Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book)», marzo 2006.
- «Estadísticas del BCE: Panorámica general», abril 2006.
- «TARGET Annual Report 2005», mayo 2006.
- «Financial Stability Review», junio 2006.
- «Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)», junio 2006 (sólo en Internet).
- «Communication on TARGET2», julio 2006 (sólo en Internet).
- «Government Finance Statistics Guide», agosto 2006.
- «Régimen transitorio para la aplicación del marco para el reciclaje de billetes en los nuevos Estados miembros participantes», agosto 2006.
- «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», septiembre 2006.

«Differences in MFI interest rates across euro area countries», septiembre 2006.

«Indicators of financial integration in the euro area», septiembre 2006.

«Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries», octubre 2006 (sólo en Internet).

«EU banking structures», octubre 2006.

«EU banking sector stability», noviembre 2006.

«The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics», noviembre 2006.

«Third progress report on TARGET2», noviembre 2006 (sólo en Internet).

«La opinión del Eurosistema sobre una "SEPA para las tarjetas"», noviembre 2006 (sólo en Internet).

«Financial Stability Review», diciembre 2006.

«The European Central Bank - History, role and functions», segunda edición revisada, diciembre 2006.

«Assessment of accounting standards from a financial stability perspective», diciembre 2006 (sólo en Internet).

«Research Bulletin No 5», diciembre 2006.

«Ampliación del período de transición establecido en el marco para el reciclaje de billetes del BCE en seis países de la zona del euro», diciembre 2006.

«Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – addendum incorporating 2005 data (Blue Book)», diciembre 2006.

«Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem credit assessment framework», diciembre 2006 (sólo en Internet).

«Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties», diciembre 2006 (sólo en Internet).

«Government finance statistics guide», enero 2007.

«Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», enero 2007.

«Letter from the President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament», enero 2007.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics - Annual quality report», febrero 2007.

«List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2007 (sólo en Internet).

«Financial statistics for a global economy - proceedings of the 3rd ECB conference on statistics», febrero 2007.

«Euro Money Market Study 2006», febrero 2007 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», febrero 2007.

«Monetary financial institutions and markets statistics sector manual», marzo 2007.

«Financial integration in Europe», marzo 2007.

«TARGET2-Securities - The blueprint», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Technical feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Operational feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Legal feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Economic feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System», abril 2007.

«How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins», abril 2007.

«Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU», abril 2007.

«TARGET Annual Report 2006», mayo 2007 (sólo en Internet).

«European Union balance of payments: international investment position statistical methods», mayo 2007.

«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Members States of the European Union: statistical tables», mayo 2007 (sólo en Internet).

«The euro bonds and derivatives markets», junio 2007.
«The euro bonds and derivatives markets», junio 2007 (sólo en Internet).
«Review of the international role of the euro», junio 2007.
«Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications», junio 2007.
«Financial Stability Review», junio 2007.
«Monetary policy: A journey from theory to practice», junio 2007.
«The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions», julio 2007 (solo en Internet).
«Fifth SEPA progress report», julio 2007 (solo en Internet).
«Potential impact of Solvency II on financial stability», julio 2007.
«The role of central counterparties-issues related to central counterparty clearing», ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, julio 2007.
«European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions», julio 2007.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«El Banco Central Europeo, el Eurosistema, el Sistema Europeo de Bancos Centrales», mayo 2006.
«TARGET2 – Securities brochure», septiembre 2006.
«The single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market», noviembre 2006.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Activos exteriores netos de las IFM: activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): la diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Balance consolidado del sector de las IFM: obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Comercio exterior de bienes: exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB a precios constantes por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuenta financiera: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Curva de rendimientos: representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Deuda (Administraciones Públicas): la deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

Deuda pública indexada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB): encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo,

precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Otras inversiones: rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal

establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado: la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

Reservas internacionales: activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida puján tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-24, integrado por los 14 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-44, compuesto por el TCE-24 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.