



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

**BOLETÍN MENSUAL
SEPTIEMBRE**

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

04 | 2007

05 | 2007

06 | 2007

07 | 2007

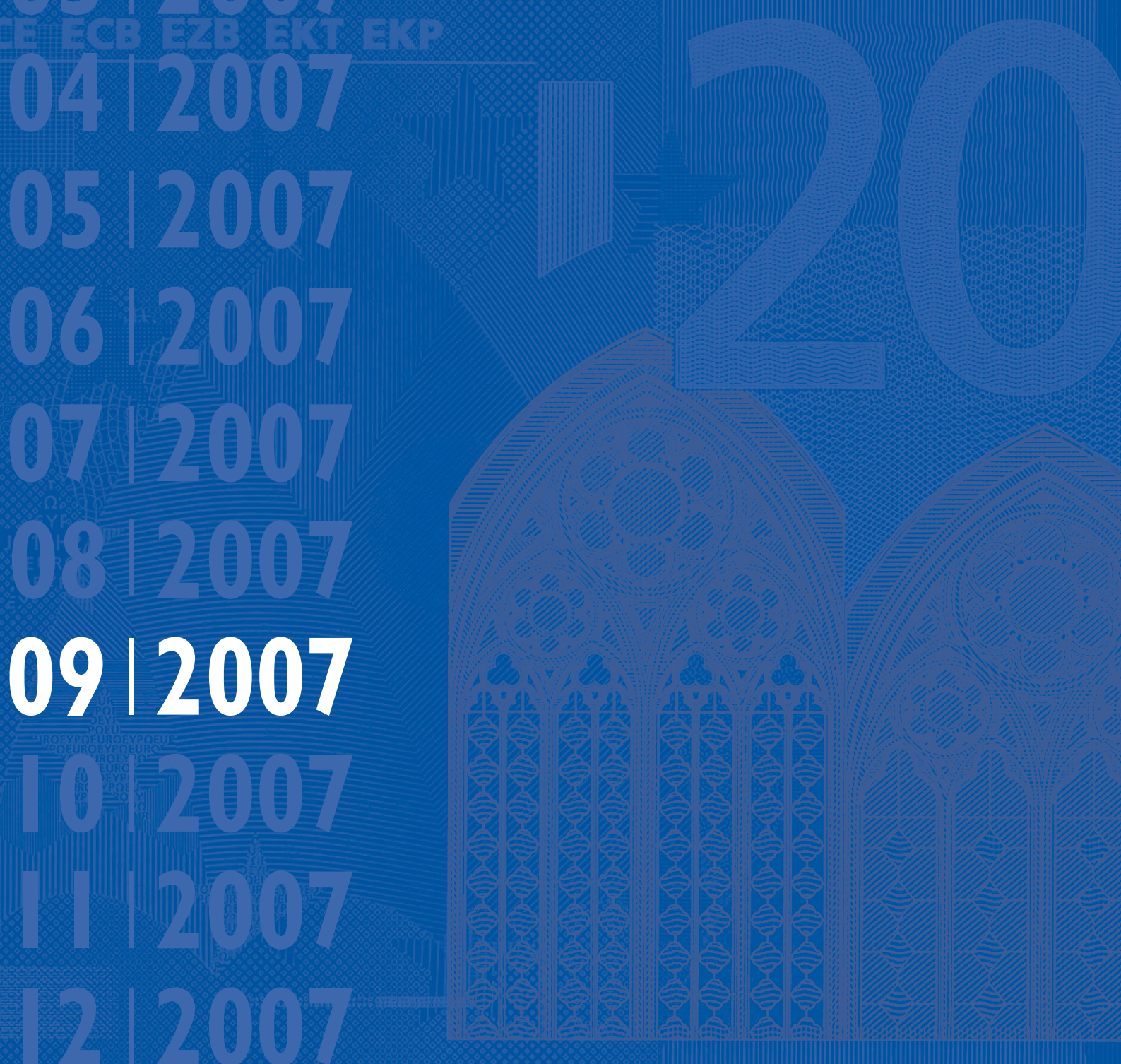
08 | 2007

09 | 2007

10 | 2007

11 | 2007

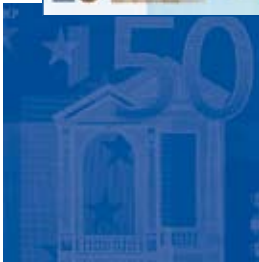
12 | 2007





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL SEPTIEMBRE 2007

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



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

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

Recuadros

- 1 Evolución del precio de la vivienda en los países de Europa Central y Oriental **13**
- 2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 14 de mayo y el 7 de agosto de 2007 **30**
- 3 Operaciones de mercado abierto adicionales del BCE en el período comprendido entre el 8 de agosto y el 5 de septiembre de 2007 **33**
- 4 Estacionalidad en las tasas de inflación implícitas **41**
- 5 La relación entre el crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas y el crecimiento del producto en el conjunto de la economía **47**
- 6 Evolución reciente de los ratios de apalancamiento de las sociedades no financieras **57**
- 7 Evolución reciente de los precios de los alimentos en los mercados internacionales y en la zona del euro **66**
- 8 Empleo en la zona del euro en el 2006: Un crecimiento más equilibrado **78**
- 9 Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro **83**
- 10 Impuestos lineales en Europa Central y Oriental **89**

5 ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO SI

9 ANEXOS

- 9
- 19 Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema **I**
- 65
- 74 El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real) **V**
- 86
- 93 Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2006 **IX**
- Glosario **XVII**

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 6 de septiembre de 2007, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en el 4%. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron también sin cambios en el 5% y el 3%, respectivamente. La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno ha corroborado que las perspectivas a medio plazo para la estabilidad de precios siguen estando sujetas a riesgos al alza, identificados en el contexto de su análisis económico y monetario. Los últimos datos macroeconómicos también han confirmado la fortaleza de los fundamentos económicos de la zona del euro, así como unas perspectivas a medio plazo favorables para el crecimiento del PIB real. En este contexto, la orientación de la política monetaria del BCE es aún acomodaticia, teniendo en cuenta, entre otros factores, el dinamismo del crecimiento del dinero y del crédito en la zona del euro. Al mismo tiempo, la volatilidad de los mercados financieros y la reevaluación del riesgo de las últimas semanas han generado un incremento de la incertidumbre. Considerando este elevado nivel de incertidumbre, resulta apropiado obtener información adicional y examinar los nuevos datos antes de extraer conclusiones en relación con la política monetaria, en el contexto de la estrategia de política monetaria del BCE orientada al medio plazo y dirigida a garantizar la estabilidad de precios. En consecuencia, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento muy atento de todos los factores. Sobre la base de su evaluación, y actuando con firmeza en el momento oportuno, el Consejo de Gobierno garantizará que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo no lleguen a materializarse y que las expectativas de inflación a medio plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Esto resulta especialmente importante en momentos de volatilidad de los mercados financieros y de elevada incertidumbre. En relación con los mercados financieros, el Consejo de Gobierno continuará prestando mucha atención a su evolución en los próximos meses.

Comenzando con el análisis económico, los datos disponibles sugieren que la actividad económica de la zona del euro continúa su expansión a tasas sostenidas. La tasa intertrimestral de crecimiento del PIB real de la zona del euro se moderó en el segundo trimestre hasta situarse en el 0,3%, frente al 0,7% registrado en el trimestre anterior. No obstante, ha de tenerse en cuenta la volatilidad de estas tasas de crecimiento. En consecuencia, el crecimiento económico del primer semestre del 2007 fue, en conjunto, acorde con el crecimiento potencial. Los datos referidos a la actividad del tercer trimestre —procedentes de diversas encuestas de confianza y estimaciones basadas en indicadores adelantados— siguen siendo, en conjunto, favorables, y apoyan la valoración de que el PIB real crece a tasas sostenidas. En particular, los últimos datos sobre el desempleo resultan favorables y los niveles de todos los indicadores de confianza de agosto han sido elevados. Se espera que la actividad económica mundial siga siendo fuerte —puesto que la posible desaceleración de Estados Unidos se verá compensada en gran medida por la continuada fortaleza del crecimiento de los mercados emergentes— lo que debería seguir favoreciendo las exportaciones y la inversión en la zona del euro. Asimismo, el crecimiento del consumo en la zona del euro debería seguir fortaleciéndose con el paso del tiempo, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, a medida que la situación del empleo continúe mejorando. No obstante, en vista del posible impacto general del incremento de la volatilidad de los mercados financieros y de los cambios en la valoración del riesgo en la economía real, es necesario realizar un seguimiento apropiado de la evolución de la economía.

Estas perspectivas también quedan reflejadas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre del 2007 que, por primera vez, incluyen a Chipre y a Malta. De acuerdo con las proyecciones, la tasa media anual de crecimiento del PIB real se situará, en el 2007, en un intervalo comprendido entre el 2,2% y el 2,8%, y entre el 1,8% y el 2,8% en el 2008. En comparación con las proyecciones de junio elaboradas por los expertos del Eurosistema, el intervalo proyectado para el crecimiento



del PIB real en el 2007 se han ajustado ligeramente a la baja, principalmente como reflejo de los supuestos de una ligera subida de los precios del petróleo y de unas condiciones de los mercados financieros algo más restrictivas, debido al aumento, en promedio, de las primas de riesgo.

En opinión del Consejo de Gobierno, los intervalos presentados constituyen un recordatorio de la incertidumbre general inherente a las proyecciones económicas, que conviene subrayar en el actual contexto de volatilidad de los mercados financieros. Se estima que los riesgos para estas proyecciones de crecimiento económico apuntan a la baja. Estos riesgos a la baja se relacionan principalmente con la posibilidad de que se intensifiquen los efectos de la actual revisión de los riesgos en los mercados financieros, con los desequilibrios y las presiones proteccionistas mundiales, así como con nuevas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas.

En lo que respecta a la evolución de los precios, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en agosto del 2007 en el 1,8%, sin variación respecto del mes anterior. No obstante, durante el resto de este año, es posible que las tasas de inflación vuelvan a situarse por encima del 2%. En las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre del 2007, se estima que la tasa de inflación anual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 1,9% y el 2,1% en el 2007, y entre el 1,5% y el 2,5% en el 2008. En el 2008, se espera que el menor impacto de los impuestos indirectos y de los precios de la energía se vea compensado por la intensificación de las presiones de los costes laborales unitarios. En comparación con las proyecciones de junio del 2007 de los expertos del Eurosistema, los nuevos intervalos para el 2007 y el 2008 se encuentran dentro de los límites proyectados anteriormente.

El Consejo de Gobierno estima que los riesgos para estas perspectivas de evolución de los precios apuntan al alza. Entre dichos riesgos se cuentan incrementos de los impuestos indirectos superiores a los anunciados hasta ahora y nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas.

Lo que es más importante, podrían producirse una evolución salarial más dinámica de lo esperado y un aumento de la capacidad de fijación de los precios en segmentos del mercado con un reducido nivel de competencia, lo que representaría riesgos al alza para la estabilidad de precios. Por tanto, resulta crucial que todas las partes asuman sus responsabilidades. La posible materialización de estos riesgos —o su disminución— requieren un atento seguimiento.

El análisis monetario confirma que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. De acuerdo con los últimos datos disponibles (que cubren el período hasta final de julio), la tasa subyacente de expansión del dinero y del crédito mantiene su fortaleza, lo que se refleja en la aceleración de la tasa interanual de crecimiento del agregado monetario amplio, M3, que ascendió hasta situarse en julio en el 11,7%, y en la intensa evolución de los préstamos de las instituciones financieras monetarias al sector privado, que sigue creciendo a tasas interanuales de dos dígitos.

A la hora de identificar y evaluar las tendencias subyacentes de la expansión monetaria relevantes para la política monetaria, es importante hacer abstracción de la volatilidad a corto plazo y de los efectos de factores temporales en la evolución de los distintos agregados monetarios. Desde la perspectiva adecuada más amplia orientada al medio plazo, existen diversos indicios de que la subida de los tipos de interés a corto plazo de los últimos trimestres ha influido en la evolución monetaria. Por ejemplo, los incrementos de los tipos a corto plazo han contribuido a una expansión más moderada de M1, puesto que los costes de oportunidad de mantener los componentes más líquidos de M3 han aumentado. Asimismo, dichos incrementos se han traducido en una cierta estabilización del crecimiento del crédito concedido al sector privado por las instituciones financieras monetarias, aunque se mantiene a tasas anuales de dos dígitos, y el crecimiento del endeudamiento de los hogares se ha moderado, en línea con la ralentización de los precios de la vivienda y de la actividad inmobiliaria. No obstante, esta evolución influirá adicionalmente en el

descenso de la tasa de crecimiento monetario, puesto que el aplanamiento de la curva de rendimientos ha acrecentado el interés por los activos monetarios frente a los instrumentos menos líquidos a más largo plazo, generando, por tanto, un incremento del agregado monetario amplio. Por otra parte, el crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras se ha reforzado en los últimos meses.

En la situación actual, conviene subrayar que la volatilidad de los mercados financieros ejerce de manera temporal una influencia considerable en la evolución monetaria. En ocasiones anteriores, la percepción y la actitud del sector privado con respecto al riesgo, así como el consiguiente comportamiento de las carteras, han influido considerablemente en la evolución monetaria. Los datos monetarios de julio podrían mostrar ya en parte la influencia de dichas consideraciones relacionadas con las carteras y esto podría ocurrir incluso en mayor medida en los datos de agosto que se publicarán a finales de septiembre. Sin embargo, como se ha demostrado en el pasado, un análisis exhaustivo y detallado de los datos monetarios puede mejorar la comprensión del impacto de la situación financiera en la evolución monetaria y contribuir a identificar las señales del crecimiento del dinero relevantes para la política monetaria en relación con las tendencias inflacionistas a más largo plazo. En estas circunstancias, el análisis monetario del BCE, basado en un conjunto amplio de indicadores, resulta muy adecuado.

En conjunto, la continuada fortaleza de la expansión monetaria y crediticia apunta a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Por tanto, la evolución monetaria sigue requiriendo un seguimiento muy atento.

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario ha confirmado la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, en un entorno de fortaleza de los fundamentos económicos de la zona del euro. En consecuencia, la orientación de la política monetaria del BCE es aún acomodaticia, teniendo en cuenta, entre otros factores, el vigoroso crecimiento del dinero y del

crédito en la zona del euro. Al mismo tiempo, dado el alto nivel de incertidumbre, resulta necesario obtener nuevos datos antes de extraer conclusiones respecto a la política monetaria. Por tanto, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento muy atento de todos los factores. Sobre la base de su evaluación, y actuando con firmeza en el momento oportuno, el Consejo de Gobierno garantizará que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo no lleguen a materializarse y que las expectativas de inflación a medio plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. En las circunstancias actuales, resulta fundamental que las expectativas de inflación se mantengan firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios. En lo que se refiere a los mercados financieros, el Consejo de Gobierno seguirá prestando mucha atención a su evolución en los próximos meses.

En lo que concierne a la política fiscal, los progresos en el ámbito de la consolidación presupuestaria en términos estructurales siguen siendo lentos y existe el riesgo de que en algunos países se apliquen políticas fiscales expansionistas con sesgo procíclico. Respecto a la ejecución de los presupuestos del 2007 y la planificación de los del 2008, es fundamental que no se repitan los errores cometidos durante la fase alcista de los años 1999 y 2000. En el momento actual, los países con desequilibrios presupuestarios han de corregirlos de acuerdo con las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Todos los países de la zona del euro han de respetar el compromiso del Eurogrupo de lograr los objetivos presupuestarios a medio plazo en el 2008 o en el 2009, y en el 2010 a más tardar. Aquellos países que han alcanzado ya posiciones presupuestarias saneadas han de abstenerse de aplicar políticas fiscales procíclicas.

En cuanto a las reformas estructurales, el Consejo de Gobierno acoge favorablemente la intensificación de los esfuerzos para incrementar la capacidad productiva de la zona del euro mediante una mejora del empleo. Los mercados de trabajo de la zona del euro han mostrado claros signos de progreso en los últimos años, lo que refleja, en parte, el impacto de las reformas de los mercados

laborales aplicadas en el pasado. Sin embargo, son necesarios nuevos esfuerzos para mejorar la movilidad profesional y geográfica y aumentar la competencia, a fin de superar las tasas relativamente bajas de participación en el mercado de trabajo y las altas tasas de desempleo que persisten en algunos países y regiones.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

En general, el crecimiento de la economía mundial sigue siendo sólido, respaldado especialmente por el auge de la actividad en las economías emergentes. La inflación, medida por los precios de consumo, se ha mantenido, en general, estable en los países industrializados, pero se observan indicios de un aumento de las presiones inflacionistas en vista de las limitaciones de la capacidad productiva y de la subida de los precios de las materias primas. Los riesgos negativos para las perspectivas de la economía mundial se han elevado recientemente, sobre todo como resultado de las tensiones en el segmento de alto riesgo (subprime) del mercado hipotecario estadounidense y del consiguiente temor a que los efectos se propaguen cada vez más a otros segmentos del mercado. Los riesgos también tienen relación con los desequilibrios mundiales, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzcan nuevas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

En general, la actividad económica mundial sigue siendo sólida, respaldada, sobre todo, por el auge de la actividad en las economías emergentes. Concretamente, los países más grandes de Asia continúan registrando elevadas tasas de crecimiento, y la región se mantiene como principal motor del crecimiento mundial. Si bien las repercusiones internacionales de la desaceleración económica en Estados Unidos han sido hasta ahora limitadas, todavía está por ver si la turbulencia que ha afectado recientemente a los mercados financieros se traducirá en una revisión duradera de los riesgos para los mercados mundiales y en una pérdida de confianza con posibles repercusiones para la economía real. Hasta junio del 2007, la producción industrial de los países de la OCDE (excluida la zona del euro) siguió creciendo a una tasa de expansión relativamente sólida. Sin embargo, la evidencia de las encuestas más recientes sugiere un posible debilitamiento a principios del tercer trimestre.

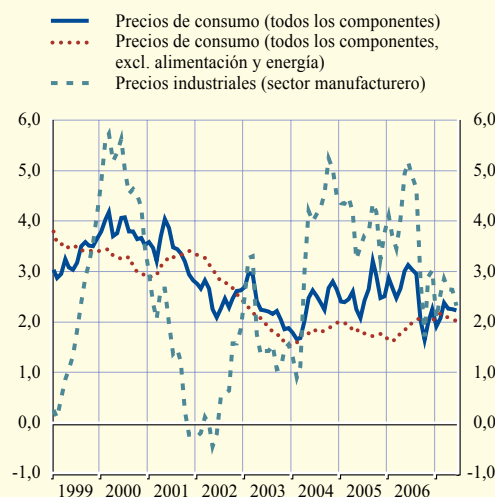
Las variaciones de los precios de las materias primas han vuelto a influir significativamente en la evolución de los precios mundiales. En los países de la OCDE, las tasas de aumento interanual de la inflación medida por los precios de consumo y de la inflación, excluidos los alimentos y la energía, se situaron en junio del 2007 en el 2,2% y en el 2%, respectivamente (véase gráfico 1). La evidencia de las encuestas sobre los precios de los consumos intermedios apunta a que se mantendrán las elevadas presiones de costes resultantes de las limitaciones de la capacidad productiva y del incremento de los precios mundiales de las materias primas.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, en donde se registró una tasa de crecimiento de la actividad económica inferior a la tendencial durante la mayor parte del año anterior, el crecimiento del PIB real repuntó en el segundo trimestre del 2007. Las estimaciones provisionales indican que la tasa de crecimiento intertrimestral anualizada fue del 4%, frente al 0,6% registrado en el primer trimestre. El mayor crecimiento del PIB real es consecuencia de un repunte de las contribuciones de la demanda exterior neta, las existencias y el consumo público, así como de

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: OCDE.

una recuperación de la inversión no residencial. Por el contrario, el crecimiento del consumo privado se redujo de forma acusada en relación con el trimestre anterior, hasta una tasa intertrimestral anualizada del 1,4%. Además, la inversión residencial siguió siendo un lastre para el crecimiento económico, aunque en menor medida que en el primer trimestre.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por los precios de consumo ha sido un tanto elevada en los últimos meses, situándose en promedio en el 2,6% en los seis meses transcurridos entre febrero y julio del 2007. Sin embargo, últimamente, y debido en parte a efectos de base, una desaceleración de la tasa de aumento interanual de los precios de la energía ha dado lugar a una ligera caída de las tasas de inflación. La inflación interanual, medida por el IPC, se redujo hasta el 2,4% en julio, desde el 2,7% registrado en el mes anterior. En julio, la inflación interanual medida por los precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía, se mantuvo estable en el 2,2% por tercer mes consecutivo.

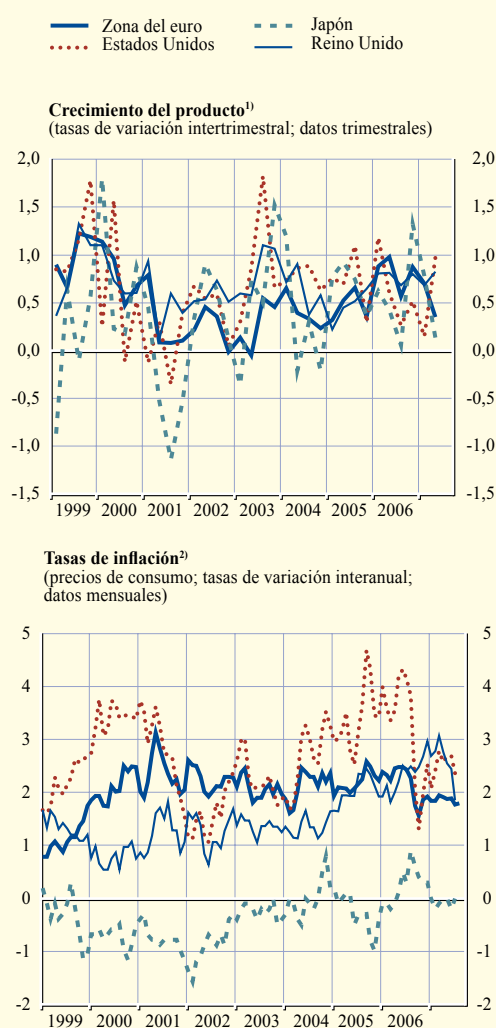
De cara al futuro, se prevé que la economía estadounidense crezca a una tasa inferior a la tendencial en el segundo semestre del 2007, suponiendo que se mantengan los efectos negativos del mercado de la vivienda sobre el consumo y la inversión residencial. Las turbulencias que han afectado recientemente a los mercados financieros y el endurecimiento de las normas para la concesión de préstamos representan también riesgos a la baja para la economía estadounidense.

El 7 de agosto de 2007, 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 por octava vez consecutiva. El 17 de agosto, en respuesta a la reciente turbulencia en los mercados financieros, la Reserva Federal aprobó la introducción de cambios temporales en su ventanilla de descuento, entre otros, una reducción de 50 puntos básicos del tipo preferencial, que se situó en el 5,75%, y autorizar la provisión de financiación a plazo hasta un máximo de 30 días, renovable a instancias del prestatario.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha experimentado una desaleración en los últimos meses y la inflación se ha mantenido en niveles moderados. La solidez de las exportaciones ha respaldado el producto.

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.

No obstante, según los datos provisionales publicados por la Oficina Económica del Gobierno, en el segundo semestre del 2007, el crecimiento del PIB real experimentó un retroceso con respecto a las rápidas tasas de expansión registradas en los trimestres anteriores, que tuvo su origen en una desaceleración del consumo privado y de la inversión residencial privada. El PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,1% —ligeramente por debajo de las expectativas de los mercados— frente al 0,8% registrado el trimestre anterior.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación ha seguido siendo moderada (véase gráfico 2). En julio del 2007, la inflación interanual medida por los precios de consumo fue igual a cero (tras registrarse una tasa de -0,2% en junio); la variación interanual del IPC, excluidos los alimentos frescos, fue de -0,1%, sin cambios por cuarto mes consecutivo. La contribución negativa de numerosas rúbricas, especialmente la vivienda, así como la lectura y el ocio, ha seguido moderando la inflación en julio.

Las perspectivas de la economía japonesa continúan siendo favorables. Se prevé que el crecimiento del PIB real se vea respaldado por la demanda interna y por la demanda exterior neta. En cuanto a la evolución de los precios, se espera que vuelvan a registrarse cifras positivas en el medio plazo.

En su reunión de 23 de agosto 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 del PIB ha seguido siendo vigoroso y estable en los últimos trimestres (véase gráfico 2), situándose en el 0,8% en el segundo trimestre. El principal factor determinante del crecimiento en el segundo trimestre ha sido el consumo privado, mientras que se ha reducido el crecimiento de la inversión y de las exportaciones y la contribución de la demanda exterior neta ha sido negativa. Se prevé que, en el segundo semestre del 2007, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB experimente una moderada desaceleración.

La inflación medida por el IAPC se redujo gradualmente hasta el 1,9% en julio tras haber registrado un máximo del 3,1% en marzo del 2007. La moderación de la tasa de inflación interanual en los últimos meses ha tenido su origen, principalmente, en la evolución de los precios de los servicios de agua, gas y electricidad. En julio se registró, además, una notable contribución a la baja de los alimentos, el mobiliario y los bienes de consumo de los hogares. Las perspectivas de inflación a corto plazo son muy inciertas, debido a la volatilidad esperada tanto de los precios de los alimentos como consecuencia de las recientes inundaciones que ha sufrido el Reino Unido, como de los precios de la energía.

El 6 de septiembre de 2007, 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 no pertenecientes a la zona del euro, el producto ha seguido registrando un sólido crecimiento en los últimos trimestres, principalmente como resultado de la demanda interna sostenida. La inflación ha evolucionado de forma dispar en estos países en los últimos meses.

La evolución económica real ha seguido trayectorias diferentes en Dinamarca y Suecia en los últimos trimestres. En Dinamarca, se ha registrado una tasa de crecimiento intertrimestral de -0,4% en el segun-

do trimestre del 2007, debido principalmente a un debilitamiento generalizado de la demanda interna. En Suecia, sin embargo, el crecimiento del PIB real aumentó hasta el 1% en el segundo trimestre como consecuencia, fundamentalmente, de la expansión de la demanda interna. La inflación, medida por el IAPC, ha sido moderada en ambos países en los últimos meses y se espera que lo siga siendo. En julio, la inflación interanual medida por el IAPC se redujo hasta el 1,1% en Dinamarca, mientras que en Suecia se incrementó hasta el 1,4%.

Por lo que respecta a las cuatro economías más grandes de Europa central y oriental (la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía), el crecimiento del producto ha seguido siendo vigoroso en los últimos trimestres en la República Checa, Polonia y Rumanía, pero ha experimentado una acusada desaceleración en Hungría. En los tres primeros países, el factor determinante del crecimiento ha sido la demanda interna, mientras que en Hungría el crecimiento ha estado impulsado, principalmente, por la demanda exterior neta. Los indicadores de actividad sugieren cierto debilitamiento del crecimiento económico en estos países durante el resto del año. En lo que se refiere a la evolución de los precios, en los últimos meses, los niveles de inflación han mostrado una significativa divergencia en estos cuatro países. En la República Checa y Polonia, la inflación medida por el IAPC se redujo hasta el 2,5% en julio, mientras que en Rumanía aumentó hasta el 4,1%. En Hungría descendió hasta el 8,3%, pero siguió siendo la tasa de inflación más alta de los cuatro países, como consecuencia de un fuerte aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados, que forma parte de la batería de medidas de saneamiento de las finanzas públicas. En los próximos meses se prevé un ligero repunte de la inflación en todos estos países salvo en Hungría. El 29 de agosto, el Narodowy Bank Polski decidió elevar su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 4,75%, debido a la inquietud que suscita la inflación. El 30 de agosto, citando también la preocupación por la inflación, el Česká národní banka decidió elevar su principal tipo de interés oficial, en 25 puntos básicos, hasta el 3,25%.

En la mayoría de los países más pequeños de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento intertrimestral del PIB real ha sido sólido en los últimos trimestres, respaldado principalmente por la vigorosa demanda interna que, a su vez, se ha visto favorecida por la rápida expansión del crédito y de la renta disponible. Los indicadores de actividad sugieren que el crecimiento económico continuará siendo sólido durante el resto del año. La inflación interanual, medida por el IAPC, ha seguido siendo elevada y ha aumentado ligeramente en la mayoría de los países que registran un crecimiento más rápido, como Bulgaria y los Estados bálticos. Se prevé que las presiones inflacionistas se mantengan en estos países. En el recuadro 1 se analiza la evolución de los precios de la vivienda en los países de la UE de Europa central y oriental no pertenecientes a la zona del euro.

En Rusia, el crecimiento del PIB real aumentó en el primer trimestre del 2007 hasta una tasa interanual del 7,9%, impulsado principalmente por la demanda interna. Los indicadores adelantados de actividad económica sugieren que la recuperación continuó durante el segundo trimestre. La inflación se elevó a una tasa interanual del 8,7% en julio (desde el 8,5% de junio). El 14 de agosto, el Banco de Rusia elevó los tipos de interés de los depósitos a plazo en 25 puntos básicos para contrarrestar las presiones inflacionistas.

Recuadro I

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN LOS PAÍSES DE EUROPA CENTRAL Y ORIENTAL

En los últimos años, los precios de la propiedad residencial han experimentado un rápido crecimiento en muchos países de la UE de Europa central y oriental no pertenecientes a la zona del euro (EU9). Los datos disponibles indican que, entre los años 2004 y 2006, la tasa media de crecimiento interanual fue superior al 30% en los Estados bálticos, Bulgaria y Rumanía, y que se situó entre el 6% y el 8% en Polonia y Eslovaquia (véase gráfico A). Aunque las cifras medias no permiten apreciar cierta volatilidad de las tasas de crecimiento a lo largo de los años, y pese a que la calidad de las estadísticas de precios de la propiedad residencial es un tanto heterogénea, lo que impide comparar plenamente los datos de los diferentes países¹, estas tasas de crecimiento tan elevadas plantean algunas cuestiones respecto a sus factores determinantes, su sostenibilidad y sus repercusiones macroeconómicas.

Habida cuenta de la habitual rigidez de la oferta de vivienda, los factores de demanda desempeñan un papel clave en la determinación de los precios en un horizonte de corto a medio plazo. Entre estos factores, la financiación parece revestir particular importancia para las economías de la UE9. En los últimos años, en la mayoría de estos países, ha aumentado el acceso a instrumentos hipotecarios de coste más bajo, con vencimientos a plazo más largo y en condiciones más flexibles (como requisitos menos estrictos para la amortización y ratios más elevadas entre el principal y la garantía). Este cambio es atribuible a la profundización de los mercados de préstamos hipotecarios y al aumento de la competencia en estos mercados, dos factores que reflejan el bajo nivel inicial de desarrollo financiero y la integración en la UE (véase gráfico B). Además, en muchos países, se han registrado tipos de interés nominales y reales bajos, debido al aumento de la estabilidad macroeconómica y a la reducción de las primas de riesgo.

Otros factores importantes son el sólido crecimiento del producto, el aumento del empleo y las expectativas de obtener ingresos más altos. Además, en varios países de la UE9, han influido también incentivos fiscales, tales como la subvención del ahorro, los tipos de interés hipotecarios más bajos, la desgravación fiscal de los pagos de intereses o la reducción de los impuestos sobre la propiedad. No obstante, últimamente se han recortado algunas de estas medidas.

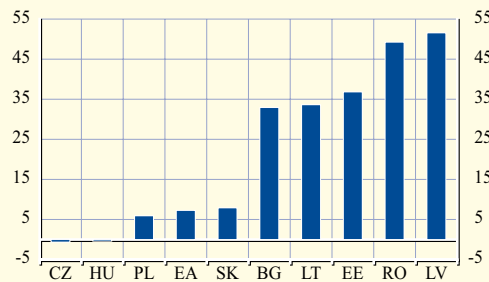
Además de los factores determinantes típicos de los precios de la vivienda antes mencionados, los países de la UE9 se han visto expuestos a varios factores específicamente relacionados con el proceso de transición². En el pasado, los precios de la vivienda en muchos de estos países presentaban distorsiones, debido a que, en su mayor parte, las viviendas eran de propiedad pública o municipal y a las características de la normativa sobre alquileres lo que, efectivamente, mantenía

1 Los indicadores de los precios de la propiedad residencial que se presentan para los países de la UE9 se basan en datos no armonizados de fuentes nacionales y difieren en cuanto a su calidad estadística. Por consiguiente, no son comparables directamente a escala internacional y pueden no abarcar en su totalidad al mercado de la vivienda de un país. Concretamente, las cifras correspondientes a Bulgaria, Estonia, Hungría y Rumanía se refieren únicamente a los precios recogidos en la capital o en las principales ciudades. Los datos sobre precios disponibles para Bulgaria, Hungría, Letonia, Rumanía y Eslovaquia se refieren sólo a viviendas existentes. Además, la mayoría de las series reflejan precios medios de categorías de viviendas definidas previamente y no registran adecuadamente los cambios producidos en la calidad de las viviendas a lo largo del tiempo. Esto puede revestir particular importancia en el caso de mercados en los que existen grandes diferencias de calidad entre las viviendas antiguas y las nuevas o entre las viviendas ubicadas en distintos lugares o regiones. Por consiguiente, se recomienda analizar con cautela las variaciones de los precios de la vivienda que se presentan en este trabajo.

2 Véase Égert y Mihaljek (2007), «Determinants of House Price Dynamics in Central and Eastern Europe», *Focus on European Economic Integration*, 1/2007, pp. 52-76.

Gráfico A Tasa media de crecimiento interanual de los precios de la propiedad residencial en el período 2004-2006

(tasas de variación interanual)

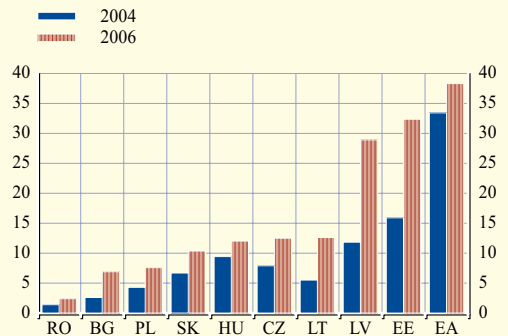


Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales no armonizados.

Nota: Los datos correspondientes a la República Checa abarcan el período 2004-2005. Las cifras de Rumania son estimaciones facilitadas por la Banca Națională a României. El agregado de la zona del euro (EA) excluye Eslovenia.

Gráfico B Préstamos para adquisición de vivienda pendientes de reembolso

(porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Banca Națională a României y Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria).

los precios por debajo de su valor de mercado. Así pues, las recientes subidas de los precios podrían considerarse, hasta cierto punto, como una corrección de esas distorsiones. Además, la fuerte demanda de vivienda nueva podría reflejar la baja calidad del parque de viviendas inicial y el rápido cambio en la concentración geográfica de las actividades económicas. En algunos países, en el contexto de la incorporación a la UE, ha aumentado la demanda de viviendas por parte de extranjeros, principalmente en las capitales y en los lugares de recreo. Por otra parte, en algunos países, se ha observado un auge temporal de la demanda en torno al momento de la incorporación a la UE, en previsión de futuros aumentos de los precios de la vivienda como consecuencia de la subida de los tipos del IVA en los materiales de construcción en el proceso de armonización de este impuesto dentro de la UE.

En un horizonte de medio a largo plazo, los factores de oferta, especialmente la normativa de los mercados de la vivienda, también afecta a los precios de los inmuebles residenciales. En varios países de la UE9, la complicada planificación del espacio y los procedimientos de construcción parecen haber reducido la oferta.

Uno de los principales cauces a través de los cuales la evolución del mercado de la vivienda puede afectar al conjunto de la economía es su relación con el consumo de los hogares. El aumento de los precios de la propiedad inmobiliaria puede incrementar la riqueza de los hogares y estimular el consumo, contribuyendo así a intensificar las presiones sobre los precios de consumo. Sin embargo, el impacto sobre el consumo agregado no está claro, ya que no todos los hogares se ven afectados de la misma manera³. Ello depende, entre otras cosas, de que la familia sea propietaria de la vivienda y, si quiere vender, de que desee adquirir una vivienda más cara o más barata (por ejemplo, un hogar que «ascienda en la escala de la vivienda» puede, de hecho, reducir su consumo). Además, dadas las limitaciones de los datos disponibles para los países de la UE9, es difícil obtener evidencia empírica fiable sobre esta relación. Los precios de la propiedad

3 Véase, por ejemplo, BCE (2003), «Structural factors in the EU housing markets».

inmobiliaria también pueden afectar al consumo a través del crédito, ya que la propiedad residencial puede utilizarse como garantía para obtener un préstamo. Un aumento del valor de la propiedad puede incrementar la garantía disponible para los propietarios. Aunque cada vez van cobrando mayor importancia, los instrumentos de reembolso del capital inmobiliario son, salvo en casos contados, relativamente escasos en los países de la UE9.

La evolución del mercado de la vivienda también puede afectar a la economía en su conjunto a través de los mercados financieros. Dado el sólido crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda, en muchos países de la UE9, un porcentaje cada vez mayor de los activos de los intermediarios financieros se ha vinculado al valor de la propiedad inmobiliaria residencial. Es difícil determinar hasta qué punto ello podría atribuirse a un proceso de convergencia y en qué medida a un exceso de préstamos. Aunque el endeudamiento medio de los hogares es todavía relativamente bajo en varios países (véase gráfico B), la subida de los tipos de interés podría estar afectando negativamente a su situación patrimonial. El cauce de transmisión que representan los tipos de interés podría ser especialmente importante en Hungría, Polonia y los Estados bálticos, en donde la gran mayoría de los préstamos hipotecarios son a tipo de interés variable. Otro riesgo que hay que tener en cuenta es el hecho de que, en algunos países de la UE9, una proporción significativa de los préstamos de los hogares están denominados en moneda extranjera, lo que expone a los prestatarios a las perturbaciones en los tipos de cambio y pone en entredicho la eficacia de la política monetaria para controlar el crecimiento del crédito. Además, podría existir un riesgo de deterioro de la calidad crediticia. En algunos países han aumentado las ratios que relacionan el principal con el valor de la garantía y con la renta, lo que deja a los bancos y a los hogares en una situación de mayor vulnerabilidad frente a posibles caídas de los precios de la propiedad inmobiliaria y frente a perturbaciones que afecten negativamente a la renta y los tipos de interés.

Dados los efectos de contagio potencialmente importantes que, desde el mercado de la vivienda, pueden propagarse al resto de la economía, es esencial que los bancos centrales vigilen la evolución de los precios de la vivienda y del mercado hipotecario, analicen los principales factores determinantes e identifiquen cualquier posible desajuste. A tal efecto, es crucial contar con estadísticas fiables, un ámbito en el que es urgente desplegar esfuerzos adicionales. La relación entre el mercado de la vivienda y la estabilidad financiera obliga a realizar un estrecho seguimiento de los mercados de préstamos hipotecarios y, en caso necesario, a la adopción de las medidas prudenciales apropiadas por parte de los organismos reguladores. Además, es importante que los hogares de los países de la UE9 sean más conscientes de los riesgos que asumen al contraer ciertos tipos de préstamos hipotecarios, especialmente a tipos de interés variable y en moneda extranjera, pues, a menudo, no parecen tomar suficientemente en consideración la importancia de estos riesgos. Por último, habría que reformar a fondo otros aspectos pertinentes de las políticas (como los incentivos fiscales y la normativa del mercado de la vivienda) para atenuar las presiones sobre los precios de la vivienda.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, especialmente en las más grandes de la región, la actividad económica ha continuado su expansión a un ritmo sostenido. Las presiones inflacionistas se han vuelto a intensificar en China, pero se han mantenido bastante estables en las otras grandes economías.

En China, tras el vigoroso crecimiento registrado en el primer semestre del 2007, la actividad económica se ha moderado ligeramente, como puede observarse en la leve desaceleración del crecimiento de la producción industrial y la inversión en julio. El superávit comercial aumentó hasta un total acumulado de 136,8 mm de dólares estadounidenses en los siete primeros meses del 2007, un aumento del 81% en comparación con el mismo período del 2006. Las reservas de divisas también siguieron creciendo y, a finales de junio del 2007, ascendían a 1.332,6 mm de dólares estadounidenses. La inflación, medida por los precios de consumo, mantuvo su tendencia alcista, situándose en el 5,6% en julio, impulsada principalmente por el rápido aumento de los precios de los alimentos. El Banco Central de la República Popular China siguió aplicando su política restrictiva, elevando las reservas mínimas obligatorias de las entidades de crédito en otros 50 puntos básicos, hasta el 12%, en julio. También elevó los tipos de interés de referencia de los depósitos y los préstamos en 27 y 18 puntos básicos, hasta el 3,6% y el 7,02%, respectivamente, en agosto.

En Corea del Sur, el PIB real creció a una tasa interanual del 5% en el segundo trimestre del 2007, frente al 4% registrado en el primer trimestre. La inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta el 2% en agosto. En India, la actividad económica siguió siendo sostenida, con una tasa de crecimiento interanual del PIB del 9,3% en el segundo trimestre del 2007. La inflación medida por los precios al por mayor, el principal indicador de inflación del Banco de Reserva de India, continuó descendiendo (hasta el 4% en agosto).

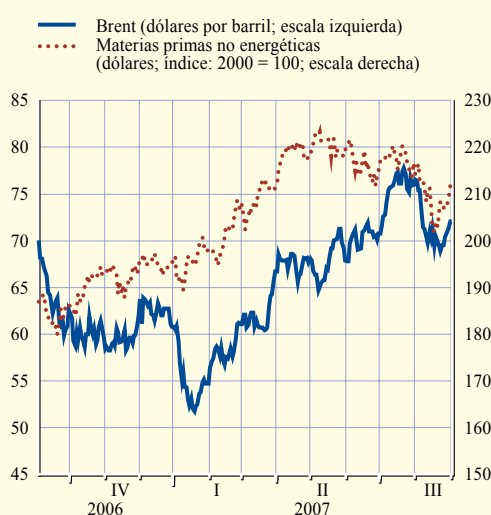
En conjunto, las perspectivas de las economías emergentes de Asia siguen siendo favorables, respaldadas por el firme crecimiento de la demanda interna y la vigorosa expansión de las exportaciones.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica ha seguido siendo, en general, sostenida, aunque en las economías más grandes se observa un cierto grado de heterogeneidad en materia de crecimiento e inflación. En Brasil, la producción industrial ha seguido aumentando: en el segundo trimestre del 2007, creció a una tasa media interanual del 5,8%, frente al 3,8% registrado en los tres primeros meses del año. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, tras mantenerse estable en el primer trimestre del 2007, comenzó a aumentar en el segundo, para situarse en el 3,7% en julio. En Argentina, la actividad económica se ha desacelerado en los últimos meses. El crecimiento interanual de la producción industrial fue, en promedio, del 6% en el segundo trimestre, frente al 6,7% registrado en el primero; en julio, descendió de nuevo hasta el 2,3%. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, se redujo en el segundo trimestre hasta un promedio del 8,8%. En México, el PIB real creció a una tasa interanual del 2,8% en el segundo trimestre, tras el aumento del 2,6% observado en el primero. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, se ha mantenido bastante estable desde el comienzo del año, situándose en el 4,1% en julio.

Las perspectivas para el conjunto de América Latina continúan siendo favorables y se prevé que la demanda interna siga siendo el principal motor de crecimiento.

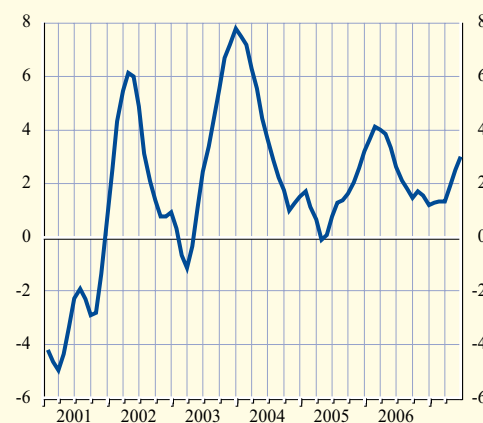
Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Gráfico 4 Indicador sintético adelantado de la OCDE

(tasa de variación de seis meses)



Fuente: OCDE.

Nota: Los datos más recientes corresponden a junio del 2007.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Tras registrar una subida en julio del 2007, los precios del petróleo bajaron notablemente a principios de agosto y, desde entonces, han seguido siendo bastante volátiles. El 5 de septiembre, el precio del barril de Brent era de 73,6 dólares estadounidenses, alrededor de un 5% menos que los máximos alcanzados a finales de julio. La preocupación por las repercusiones que puedan tener las turbulencias financieras en la economía mundial y la posibilidad de que reduzcan la demanda de energía provocaron notables caídas del principal precio de referencia del crudo a principios de agosto. No obstante, la solidez de las variables fundamentales del mercado del petróleo limitó los descensos de los precios, ya que la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) mantuvo la disciplina en lo que a la producción se refiere en un entorno de fuerte demanda mundial de petróleo y de contracción de las existencias en Estados Unidos. La aparición, en forma de huracanes, de las primeras amenazas para la producción de energía en este año, combinada con la reversión de las posiciones especulativas, estimuló aún más la volatilidad de los mercados. De cara al futuro, la solidez de la demanda, y las limitaciones en lo que respecta al crecimiento de la oferta de crudo y a la capacidad excedente de producción probablemente mantendrán los precios en niveles elevados y bastante sensibles a cambios imprevistos en los márgenes de oferta y demanda.

Tras un período de notable volatilidad, los precios de las materias primas no energéticas experimentaron una sustancial caída en agosto del 2007, como consecuencia, principalmente, de un descenso de los precios de las materias primas industriales, en particular, de los metales no ferrosos. Los precios de los alimentos, que se habían incrementado en los últimos meses, también bajaron ligeramente en agosto en cifras intermensuales, a pesar de la subida de los precios de los cereales (en el recuadro 7 se analiza la evolución reciente de los precios de los alimentos). No obstante, en agosto, el índice general de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situó, en promedio, aproximadamente un 12% 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 junio del 2007, la tasa de variación de seis meses del indicador sintético adelantado de los países de la OCDE registró una nueva mejora (véase gráfico 4). Los datos del indicador muestran también una mejora de los resultados en la mayoría de las economías industrializadas. Los últimos datos disponibles del indicador sintético adelantado sobre las principales economías no pertenecientes a la OCDE apuntan a que continuará la firme expansión en China e India y a que mejorarán las perspectivas en el caso de Brasil.

Los riesgos negativos para las perspectivas de la economía mundial han aumentado últimamente, sobre todo como consecuencia de las tensiones en el segmento de alto riesgo (subprime) del mercado hipotecario de Estados Unidos y del temor a que los efectos se propaguen cada vez más a otros segmentos del mercado. Los riesgos también tienen relación con los desequilibrios mundiales, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzcan nuevas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa subyacente de expansión monetaria de la zona del euro continuó siendo elevada en el segundo trimestre del 2007, como quedó reflejado en el intenso crecimiento interanual de M3 —que volvió a aumentar en julio— así como en una tasa de crecimiento interanual de dos dígitos del crédito concedido por las IFM al sector privado. El progresivo alejamiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria desde diciembre del 2005 sigue influyendo en la evolución monetaria, principalmente a través de su contribución a la estabilización del crecimiento interanual de los préstamos al sector privado. Al mismo tiempo, las subidas de los tipos de interés a corto plazo han favorecido el crecimiento de los depósitos líquidos a corto plazo en un entorno con una curva de rendimientos de la zona del euro relativamente plana. La trayectoria reciente de los mercados financieros también puede haber influido en los datos monetarios, pero el alcance de estos efectos será evidente en los próximos meses. No obstante, incluso si se tienen en cuenta estos efectos a corto y a medio plazo, la dinámica monetaria subyacente sigue siendo vigorosa y apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

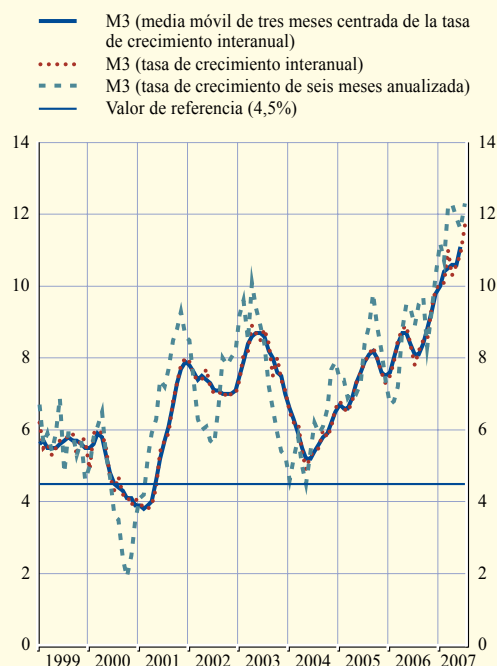
En el segundo trimestre del 2007, el crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 10,6%, desde el 10,2% del primer trimestre. La tasa de crecimiento interanual de M3 se fortaleció en el transcurso del segundo trimestre, y volvió a elevarse en julio hasta situarse en el 11,7%. La fortaleza de la expansión monetaria observada en los últimos meses también queda ilustrada en su evolución a más corto plazo, medida, por ejemplo, por la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de M3, que se ha mantenido bastante por encima de la tasa de crecimiento interanual y fue del 12,3% en julio (véase gráfico 5).

Los datos recientes sobre la evolución monetaria y crediticia continúan confirmando la valoración de que el progresivo alejamiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria desde diciembre del 2005 ha afectado a la dinámica monetaria. Del lado de los componentes, el impacto de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE ha sido evidente en la tendencia a la baja de la tasa de crecimiento interanual de M1. En cuanto a las contrapartidas, los incrementos de los tipos han contribuido a la estabilización de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado de la zona del euro desde el segundo semestre del 2006 que, no obstante, ha continuado registrando un crecimiento de dos dígitos.

Al mismo tiempo, los aumentos de los tipos de interés a corto plazo han contribuido al acusado crecimiento de los depósitos a corto plazo y los instrumentos negociables. Dado que la curva de rendimientos de la zona del euro ha permanecido relativamente plana en los últimos meses, estos instrumentos han continuado siendo relativamente atractivos frente a activos a más largo plazo no in-

Gráfico 5 Crecimiento de M3

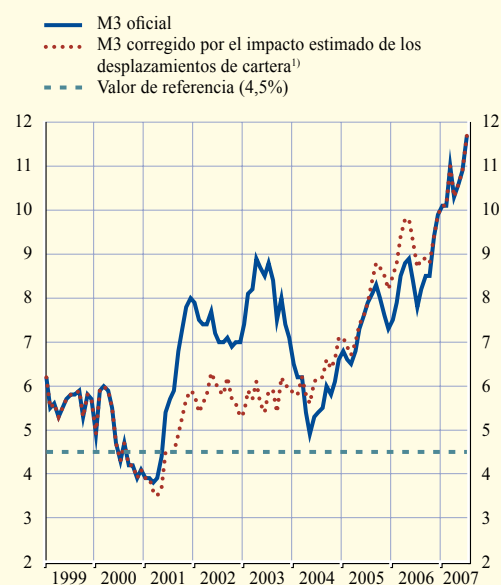
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 6 M3 y M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera

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

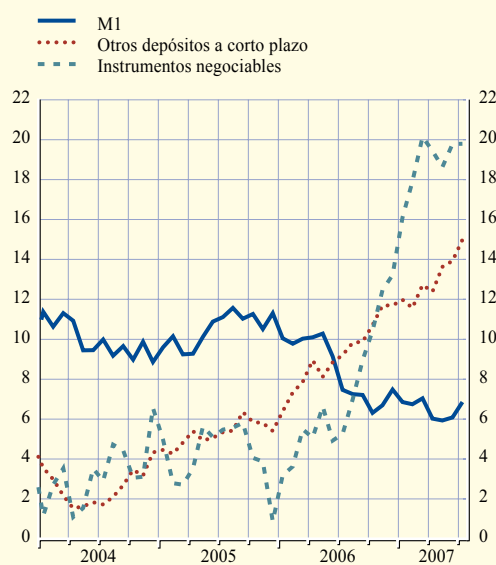


Fuente: BCE.

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

Gráfico 7 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

cluidos en M3, ya que, aunque ofrecen remuneraciones similares, son más líquidos y conllevan menos exposición al riesgo.

La pronunciada expansión de M3 en julio, con una tasa de crecimiento intermensual del 1,1%, puede responder, en cierta medida, a la evolución reciente de los mercados financieros. Episodios anteriores demuestran que la incertidumbre asociada a esta evolución puede causar un impacto estimulante en los agregados monetarios a través, por ejemplo, de desplazamientos excepcionales de cartera hacia activos monetarios líquidos y seguros, consecuencia de la búsqueda de activos con menor riesgo por parte de los inversores. Esto puede conducir a una mayor volatilidad a corto plazo de la dinámica monetaria y complicar el cálculo de la tasa subyacente de expansión monetaria relevante para la política monetaria. En episodios previos se corrigió el impacto estimado de los desplazamientos de cartera hacia el dinero que no podía explicarse con facilidad a partir de determinantes convencionales de la demanda de dinero (los precios, la renta y los tipos de interés), con el fin de justificar el efecto de la incertidumbre geopolítica, económica y financiera sobre la evolución monetaria, especialmente entre el 2001 y el 2003¹. La indicación más reciente de reversión de estos desplazamientos de cartera se remonta al segundo semestre del 2005. Por tanto, la serie de M3 oficial y la serie de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera han seguido un patrón similar en los últimos meses (véase gráfico 6). La incertidumbre imperante en los mercados financieros, medida, por ejemplo, por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija y de renta variable, ha aumentado desde julio, pero continúa siendo muy inferior a la registrada en el período comprendido entre el 2001 y el 2003. En consecuencia, queda por

1 Véase el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

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 Jun	2007 Jul
M1	46,0	7,6	6,8	7,0	6,2	6,1	6,9
Efectivo en circulación	7,3	11,4	11,1	10,5	10,0	9,2	9,2
Depósitos a la vista	38,7	7,0	6,0	6,3	5,5	5,5	6,4
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,0	9,5	11,1	11,9	13,1	13,9	15,0
Depósitos a plazo hasta dos años	20,7	19,7	25,2	29,5	33,2	35,1	37,5
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	18,4	2,4	1,1	-0,8	-2,1	-2,5	-2,9
M2	85,0	8,4	8,7	9,1	9,2	9,5	10,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	15,0	6,4	11,3	16,9	19,3	19,8	19,8
M3	100,0	8,1	9,0	10,2	10,6	10,9	11,7
Crédito a residentes en la zona del euro		9,2	8,8	8,0	8,1	8,6	8,7
Crédito a las Administraciones Públicas		-0,9	-3,1	-4,5	-4,3	-3,6	-3,7
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,6	-0,4	-1,3	-1,2	-1,3	-0,6
Crédito al sector privado		11,9	11,9	11,1	11,0	11,5	11,6
Préstamos al sector privado		11,2	11,2	10,6	10,5	10,8	10,9
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		8,5	9,0	9,9	10,0	10,3	10,2

Fuente: BCE.

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

ver si el reciente nerviosismo en los mercados financieros desencadenará una excepcional preferencia por activos monetarios.

No obstante, incluso si se tiene en cuenta el impacto estimulante sobre M3 de la curva de rendimientos plana y, más recientemente, la posibilidad de que la incertidumbre en los mercados financieros esté afectando a las decisiones de cartera, el análisis de los componentes y las contrapartidas de M3 sugiere que la tasa subyacente de expansión monetaria sigue siendo elevada.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

En el segundo trimestre del 2007, la tasa de crecimiento interanual de M1 se redujo hasta el 6,2%, desde el 7% del trimestre precedente (tasas medias de crecimiento intertrimestral calculadas a partir del nivel medio del trimestre). No obstante, desde una perspectiva de medias intertrimestrales, este descenso oculta un ligero incremento en junio y un nuevo aumento, hasta el 6,9%, en julio (véase cuadro 1).

En lo que respecta a la evolución de los componentes de M1, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se redujo hasta el 9,2% en julio del 2007, desde el 10% del segundo trimestre, un nivel que, a su vez, fue inferior al 10,5% observado en el trimestre anterior, lo que sugiere que el impacto de la introducción del euro sobre el crecimiento de la demanda de efectivo puede estar desapareciendo. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista aumentó hasta el 6,4% en julio (debido, en parte, a un efecto de base), tras haberse situado en el 5,5% en el segundo trimestre y en el 6,3% en el primer trimestre.

El crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista ha registrado un nuevo fortalecimiento en los últimos meses, y en julio del 2007 alcanzó el 15%, desde el 13,1% del segundo trimestre del 2007 y el 11,9% del primer trimestre de este año (véase gráfico 7). Esta evolución responde a la persistente y pronunciada expansión de los depósitos a corto plazo (depósitos a plazo hasta dos años) que, en términos interanuales, aumentaron a una tasa del 37,5% en julio. En cambio, los

sectores tenedores de dinero han continuado reduciendo sus depósitos de ahorro (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) en los últimos meses.

El hecho de que, en los últimos trimestres, la demanda de depósitos a corto plazo haya sido más intensa que la de depósitos a la vista y la de depósitos de ahorro a corto plazo, se debe al aumento de los diferenciales en la remuneración de estas clases diferentes de depósitos. Los tipos de interés que se ofrecen por los depósitos a corto plazo han seguido, en líneas generales, las subidas de los tipos del mercado monetario, mientras que los tipos a los que se remuneran otras modalidades de depósitos a corto plazo han respondido con menos rapidez desde finales del 2005.

En un entorno en el que la curva de rendimientos de la zona del euro todavía es relativamente plana, la subida de los tipos de interés a corto plazo está causando un impacto positivo, en general, sobre M3, favoreciendo la demanda de activos monetarios por motivos de especulación. Este impacto es especialmente patente en el acusado crecimiento actual de los instrumentos negociables que, en su mayor parte, se remuneran a los tipos de interés del mercado monetario. En julio, la tasa de crecimiento interanual de estos instrumentos se situó en el 19,8%, desde el 19,3% del segundo trimestre del 2007 y el 16,9% del trimestre anterior. Este aumento es atribuible, en gran medida, al fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario. Con frecuencia, estos instrumentos se utilizan como inversión temporal mientras se produce el ajuste de los precios de los activos a más largo plazo. En los últimos trimestres, algunas de estas participaciones han sido particularmente atractivas, ya que han superado a sus tipos de referencia del mercado monetario invirtiendo parte de sus carteras en instrumentos con riesgo de crédito, como los bonos de titulización. En el contexto de la evolución reciente de los mercados financieros, el atractivo relativo de estas participaciones puede disminuir, al tiempo que es posible que los fondos del mercado monetario más tradicionales den cabida a flujos que representan un desplazamiento hacia activos más seguros, como se ha observado en episodios anteriores de volatilidad en los mercados financieros.

El análisis del detalle por sectores del crecimiento monetario se sustenta en datos de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales (en lo sucesivo, «depósitos de M3»), los componentes de este agregado monetario para los que se dispone de información por sectores. El crecimiento interanual de los depósitos de M3 en su conjunto volvió a aumentar en julio, al igual que en los tres trimestres anteriores. El fortalecimiento observado en el segundo trimestre del 2007 fue reflejo del incremento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que mantienen los sectores no financieros, mientras que el ascenso registrado en julio fue prácticamente generalizado en todos los sectores. Más concretamente, las sociedades no financieras continuaron invirtiendo de manera acusada en depósitos de M3, y sus tenencias aumentaron a una tasa interanual del 13,7% en julio, frente al 13,1% del segundo trimestre. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares alcanzó el 7% en julio, desde el 6,7% del segundo trimestre. Los depósitos de M3 que obran en poder de las instituciones financieras no monetarias crecieron a una tasa interanual del 22,1% en julio, desde el 15,7% del segundo trimestre. Aunque, en julio, los depósitos de M3 de las instituciones financieras no monetarias continuaron exhibiendo la tasa de crecimiento más elevada y más volátil dentro de los depósitos de M3 mantenidos por el sector privado (algo que, en cierta medida, ya refleja el impacto de la evolución reciente de los mercados financieros), los que mantienen los hogares fueron los que más siguieron contribuyendo a la pronunciada tasa de crecimiento general.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

Del lado de las contrapartidas, la elevada tasa de crecimiento monetario continúa estando asociada al intenso avance del crédito de las IFM a los residentes en la zona del euro, que aumentó hasta el 8,7% en julio, tras haberse situado en el 8,1% y en el 8% en el segundo y primer trimestres del 2007, respectivamente (véase cuadro 1).

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

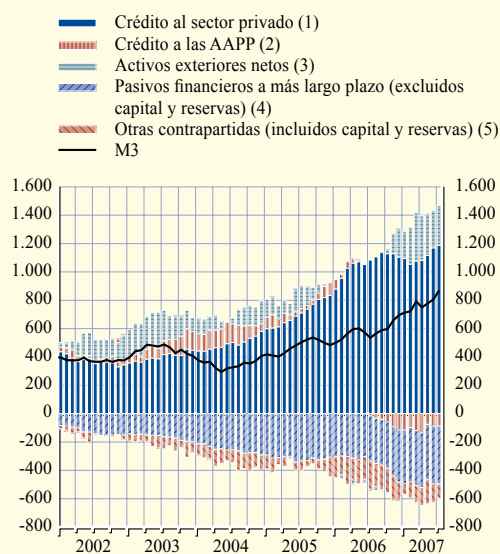
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 9 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

Dentro de crédito total concedido por las IFM, el otorgado al sector público ha continuado reduciéndose, como consecuencia, en particular, de las ventas netas de valores emitidos por este sector que se están produciendo en la actualidad. Sin embargo, aunque la tasa de descenso ha disminuido (hasta el 3,7% en julio, desde el 4,3% y el 4,5% del segundo y primer trimestres, respectivamente), esta evolución ha contribuido al fortalecimiento del crecimiento del crédito en su conjunto.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado se incrementó hasta el 11,6% en julio, tras haber permanecido prácticamente invariable en el segundo y primer trimestres del 2007 (en el 11% y el 11,1%, respectivamente). Mientras que la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM registró un aumento, la de las tenencias de este sector de acciones y otras participaciones disminuyó. Los préstamos de las IFM continuaron representando la principal contribución al intenso crecimiento del crédito al sector privado, con una tasa de crecimiento interanual del 10,9% en julio del 2007, superior a las tasas de crecimiento del segundo y primer trimestres del 2007 (el 10,5% y el 10,6%, respectivamente). Este patrón refleja la evolución del crédito concedido a las sociedades no financieras. En cambio, la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a los hogares siguió moderándose (para más información sobre la evolución sectorial de los préstamos al sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7).

Entre las demás contrapartidas de M3, la evolución de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) que mantiene el sector tenedor de dinero se ha fortalecido en los últimos meses, con una tasa de crecimiento interanual que aumentó hasta el 10,2% en julio, desde el 10% y el 9,9% del segundo y primer trimestres del 2007, respectivamente (véase gráfico 8). Si se consideran los componentes de estos pasivos, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a más largo plazo

continuó moderándose en el segundo trimestre del 2007, debido al mayor impacto moderador de las tenencias de depósitos por parte del sector privado no financiero. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años de las IFM se ha mantenido en un nivel elevado en el 2007.

Los flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM, cuyo crecimiento fue la principal causa del fortalecimiento de la evolución de M3 a finales del 2006 y principios del 2007, se moderaron en el segundo trimestre, como consecuencia de unos flujos intermensuales negativos. No obstante, este patrón se invirtió en julio, mes en que los flujos interanuales se incrementaron hasta 282 mm de euros, tras unas entradas mensuales de 25 mm de euros, desde 262 mm de euros en junio (véase gráfico 9). Dentro de las contrapartidas, la evolución de la posición acreedora neta frente al exterior en julio fue el principal factor impulsor del incremento de la tasa de crecimiento interanual de M3 ese mes. La evidencia procedente de la presentación monetaria de la balanza de pagos (disponible hasta junio) sugiere que los elevados flujos interanuales observados desde finales del 2006 han sido resultado, en general, de un aumento de la inversión en activos de la zona del euro por parte de no residentes, reflejo de que los inversores no residentes continúan teniendo una percepción positiva de las perspectivas de inversión en la zona.

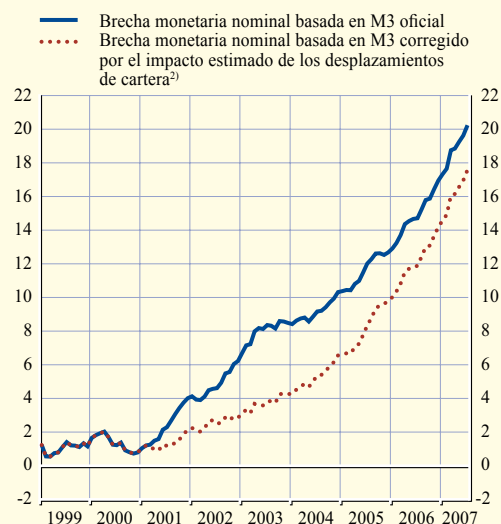
En general, los datos más recientes (disponibles hasta julio del 2007), confirman que la subidas de los tipos de interés oficiales del BCE a partir de diciembre del 2005 han influido en la evolución monetaria, así como que la dinámica monetaria subyacente sigue siendo sólida. A este respecto, el pronunciado crecimiento de M3 y del crédito se debe, en gran parte, a la fortaleza de la actividad económica y a las favorables condiciones de financiación que prevalecieron hasta finales de julio. Esta valoración se confirma si se tiene en cuenta el efecto que la curva de rendimientos plana ha tenido sobre las decisiones de cartera en los últimos trimestres y el posible impacto de la evolución más reciente de los mercados financieros.

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

La intensa trayectoria de M3 en el 2007 ha generado una nueva acumulación de liquidez monetaria en la zona del euro, como se refleja en la evolución de las brechas monetarias nominal y real. En el gráfico 10 se presenta la de la brecha monetaria nominal a partir de datos de M3 oficial y de la serie de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera (cabe observar que la liquidez monetaria considerada en este apartado es distinta de la liquidez de los mercados financieros analizada en las secciones siguientes).

Gráfico 10 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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



Fuente: BCE.

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

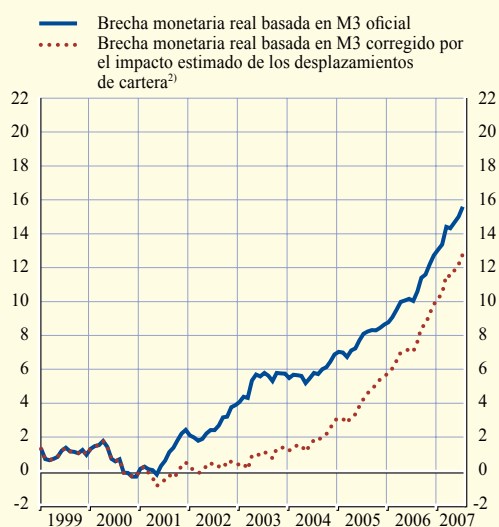
2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

Las brechas monetarias reales tienen en cuenta que parte de la liquidez acumulada ha sido absorbida por unos precios más elevados, reflejando desviaciones al alza de la inflación con respecto a la definición de estabilidad de precios del BCE. Las brechas monetarias reales construidas a partir de la serie de M3 oficial y de la medida de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera son más reducidas que las respectivas medidas de la brecha monetaria nominal (véanse gráficos 10 y 11).

Estas medidas mecánicas únicamente proporcionan estimaciones imperfectas de la situación de liquidez y por lo tanto deben considerarse con cautela. Esta incertidumbre queda ilustrada, al menos en cierta medida, en la amplia gama de estimaciones derivadas de las cuatro medidas presentadas anteriormente. No obstante, la valoración general a partir de estas medidas y, en particular, la obtenida a partir de un análisis monetario amplio orientado hacia la identificación del crecimiento subyacente de M3, apuntan a una situación de abundancia de liquidez monetaria en la zona del euro. Un intenso crecimiento monetario y crediticio en un contexto de liquidez monetaria holgada entraña riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, especialmente en un entorno de solidez de la actividad económica.

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

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



Fuente: BCE.

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

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

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

En el primer trimestre del 2007, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera del sector no financiero no experimentó variaciones, reflejando unas contribuciones estables, en general, en los sectores individuales. La evolución de la inversión financiera por parte de los inversores institucionales registró una leve moderación en el primer trimestre del 2007.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el primer trimestre del 2007 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas trimestrales por sectores de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros no registró variaciones y se situó en el 4,7% (véase cuadro 2). Esto oculta una evolución divergente de los distintos instrumentos. La tasa de crecimiento interanual de la inversión en valores distintos de acciones se redujo considerablemente, después de haber registrado aumentos sucesivos en los cuatro trimestres anteriores. La tasa de crecimiento interanual de la inversión en productos de seguro y de pensiones también disminuyó, continuando con la desaceleración que se inició en el primer trimestre del 2006. La inversión más moderada en estas clases de activos se vio compensada por el incremento de la tasa de crecimiento de la inversión en acciones, aunque su nivel continuó siendo ligeramente

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

	Saldo vivo en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I
Inversión financiera											
Efectivo y depósitos	100	3,9	4,0	3,8	4,0	4,6	4,7	4,8	4,9	4,7	4,7
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	22	5,6	5,6	5,7	5,5	6,5	6,6	6,6	7,3	7,1	7,2
<i>De los cuales:</i> a corto plazo	6	2,0	2,8	1,9	1,0	0,5	2,9	3,9	5,7	7,3	5,0
<i>De los cuales:</i> a largo plazo	1	3,1	-6,6	-10,1	-4,1	-12,2	12,4	13,1	21,7	40,3	24,9
De las cuales: acciones no cotizadas y otras participaciones	5	1,9	3,8	3,2	1,6	1,6	2,2	3,2	4,4	5,0	3,3
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	34	1,8	2,0	2,0	2,9	2,6	2,2	2,5	1,9	2,0	2,4
<i>De las cuales:</i> acciones cotizadas	10	1,0	0,9	-0,5	-1,3	1,0	-0,8	0,8	1,8	0,7	1,4
<i>De las cuales:</i> acciones no cotizadas y otras participaciones	23	2,1	2,4	3,0	4,6	3,3	3,5	3,2	1,9	2,6	2,8
Participaciones en fondos de inversión	7	1,6	1,7	2,2	3,8	4,6	3,3	2,0	0,0	-1,0	-0,8
Reservas técnicas de seguro	15	7,0	7,0	7,1	7,3	7,6	7,5	7,0	6,6	6,0	5,5
Otros ²⁾	16	4,1	4,0	2,8	2,1	4,2	5,2	6,1	7,7	7,1	7,6
M3 ³⁾		6,6	6,5	7,6	8,3	7,3	8,5	8,4	8,5	9,9	11,0

Fuente: BCE.

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

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

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

inferior al de otras categorías de inversión. La tasa de crecimiento interanual de la inversión en efectivo y depósitos prácticamente no registró variaciones, y esta clase de activos sigue representando la principal contribución a la dinámica de la inversión financiera de los sectores no financieros.

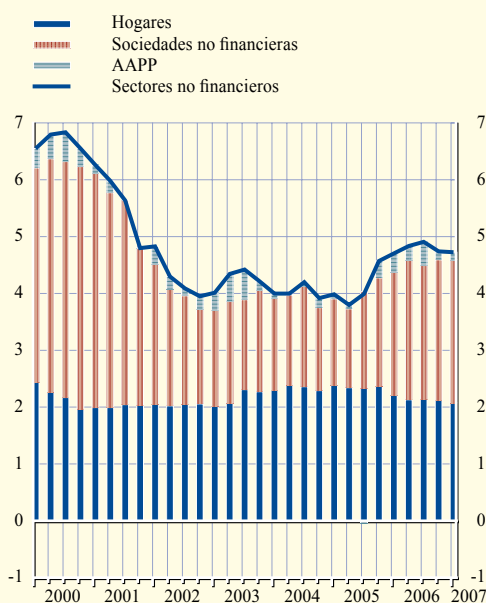
El detalle de la inversión financiera total por sectores institucionales indica que la estabilidad de la tasa de crecimiento interanual en el primer trimestre del 2007 es consecuencia de unas contribuciones sin modificaciones, en general, de los subsectores individuales (véase gráfico 12). La contribución conjunta de las sociedades no financieras y de los hogares al incremento interanual del 4,7% fue de 4,6 puntos porcentuales. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera por parte de las sociedades no financieras continuó siendo superior a la de los hogares y la de las Administraciones Públicas (para conocer más detalles sobre la evolución sectorial de la inversión financiera del sector privado, véanse secciones 2.6 y 2.7).

INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de los activos totales de los fondos de inversión (excluidos los

Gráfico 12 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

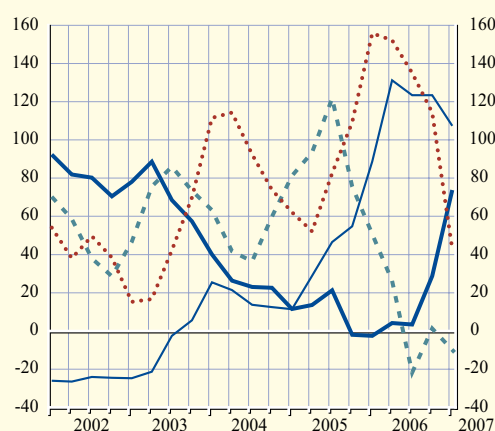


Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

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



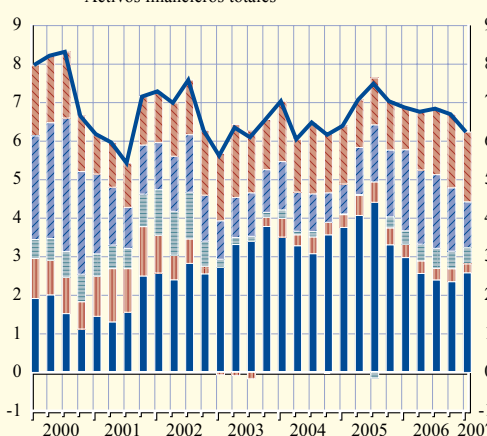
Fuentes: BCE y EFAMA.

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

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

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



Fuente: BCE.

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

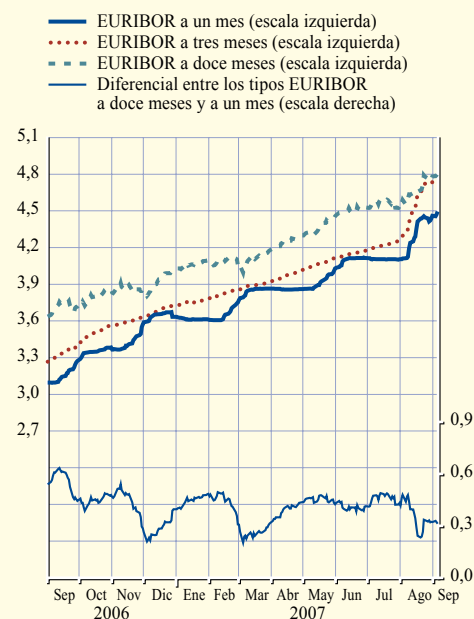
fondos del mercado monetario) de la zona del euro disminuyó hasta el 9,9% en el primer trimestre del 2007, desde el 15,9% del trimestre anterior. Este descenso fue prácticamente generalizado en todas las modalidades de inversión de las carteras de los fondos de inversión, y fue especialmente pronunciado en el caso de las acciones, cuya tasa de crecimiento interanual cayó por debajo del 10%, desde el 20% del trimestre anterior.

Los datos proporcionados por EFAMA² no sólo muestran que la tasa de crecimiento interanual del valor de los activos totales de los fondos de inversión (que está influida por efectos de valoración) se redujo, sino también que los flujos netos interanuales hacia los fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) registraron un pronunciado descenso en el primer trimestre del 2007. Aunque, en términos interanuales, las entradas se redujeron en todas las clases de fondos, la disminución fue más pronunciada en el caso de los fondos de renta variable (que retrocedieron hasta un nivel que no se observaba desde mediados del 2003). Los fondos mixtos siguieron registrando las mayores entradas interanuales entre las distintas categorías de fondos de inversión, debido, posiblemente, al entorno de mayor volatilidad en los mercados de valores y a la curva de rendimientos plana, que redujo el atractivo de la inversión en fondos de renta variable o renta mixta. La curva de rendimientos plana explica también el incremento de las entradas interanuales en fondos del mercado monetario registrada en el segundo semestre del 2006 y en el primer trimestre del 2007 (véase gráfico 13).

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

Gráfico 15 Tipos de interés del mercado monetario

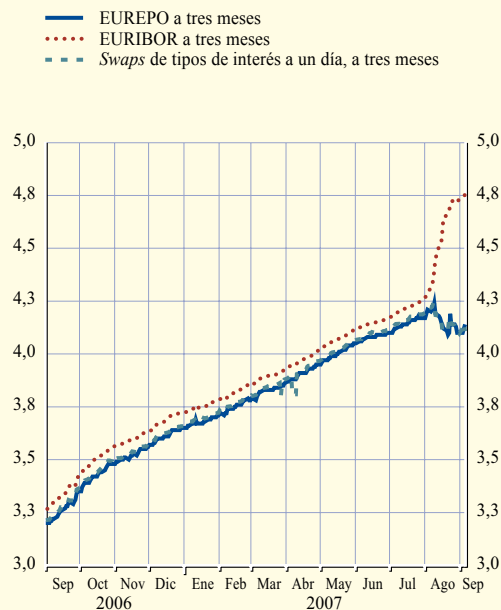
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 16 EUREPO, EURIBOR y swaps de tipos de interés a un día (OIS), a tres meses

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro descendió hasta el 6,2% en el primer trimestre del 2007, desde el 6,7% del trimestre precedente (véase gráfico 14). Esta evolución reflejó la caída de la tasa de crecimiento de la inversión de los sectores no financieros en productos de seguro y de pensiones, que estuvo fundamentalmente impulsada por las menores contribuciones de la inversión en participaciones en fondos de inversión y, aunque en mucha menor medida, en la inversión en acciones cotizadas y no cotizadas. En cambio, por primera vez desde mediados del 2005, la contribución de los valores distintos de acciones aumentó ligeramente en el primer trimestre del 2007.

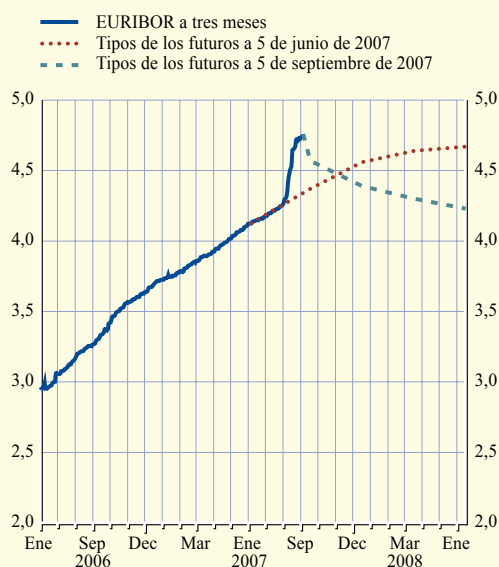
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Entre principios de junio y comienzos de septiembre del 2007 disminuyeron las expectativas de los mercados en lo que respecta a la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo, como quedó reflejado en los tipos swap del EONIA. Al mismo tiempo, tras las turbulencias observadas en los mercados monetarios en agosto se amplió el diferencial entre los tipos de interés sin garantías y con garantías a tres meses y a plazos más largos del mercado monetario. Estos diferenciales continuaban siendo elevados a principios de septiembre.

Los tipos de interés sin garantías del mercado monetario se incrementaron entre principios de junio y comienzos de septiembre del 2007, especialmente en el contexto de las turbulencias observadas en los mercados en agosto. El 5 de septiembre, los tipos de interés del EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 4,49%, el 4,76%, el 4,79% y el 4,81% respectivamente, esto es, 46, 63, 54 y 34 puntos básicos por encima de los niveles observados a principios de junio.

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

(en porcentaje; datos diarios)

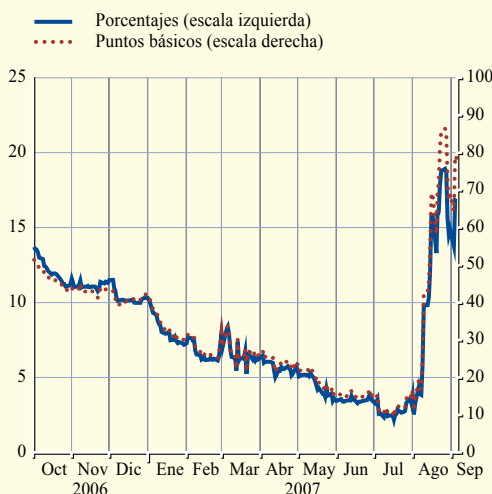


Fuente: Reuters.

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

Gráfico 18 Volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre del 2007

(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg, Reuters y cálculos del BCE.

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

El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes era de 31 puntos básicos el 5 de septiembre, en comparación con 43 puntos básicos el 1 de junio (véase gráfico 15). Sin embargo, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos establecida sobre esta base debe interpretarse con cierta cautela, porque la evolución de los diferenciales entre los tipos del EURIBOR sin garantías y los tipos con garantías (como por ejemplo el EUREPO, un índice de los tipos de interés del mercado de repos del sector privado) fue excepcional, en términos históricos, durante el período de referencia, debido a las agitaciones registradas en los mercados monetarios en agosto.

Ciertamente, las expectativas de los participantes en el mercado en lo que respecta a los tipos de interés a los plazos más cortos en el 2007 y el 2008 se ajustaron a la baja entre principios de junio y comienzos de septiembre, como quedó reflejado en la evolución de los tipos *swap* del EONIA (véase gráfico 16). Esto no se reflejó en la evolución de los futuros a tres meses del EURIBOR porque el diferencial entre los tipos de los depósitos y los tipos *swap* del EONIA correspondientes se incrementaron considerablemente.

El 5 de septiembre de 2007, los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre del 2007 y marzo y junio del 2008 se situaban en el 4,68%, el 4,53%, el 4,35% y el 4,27%, respectivamente. Para el contrato con vencimiento en septiembre del 2007, esto supone un tipo de interés 31 puntos básicos más elevado que a principios de junio, mientras que para los contratos con vencimiento en diciembre del 2007 y marzo y junio del 2008, los tipos implícitos son 3, 29 y 40 puntos básicos más bajos (véase gráfico 17).

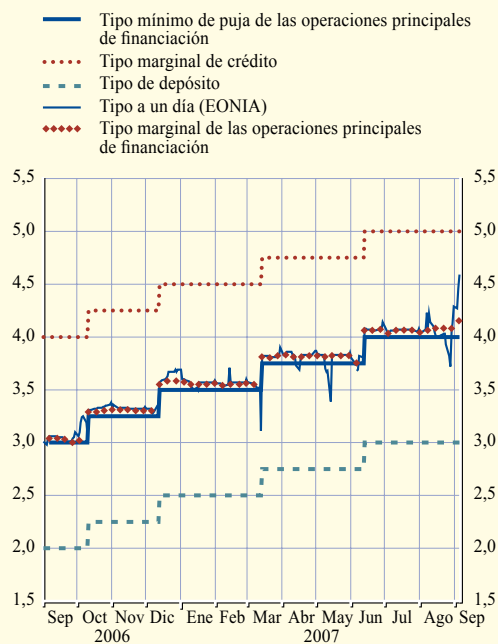
En cuanto a los indicadores de la incertidumbre acerca de la evolución del mercado monetario, la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses volvió a disminuir entre principios de junio y mediados de julio. Posteriormente se incrementó, aumento que fue conside-

rablemente más elevado en agosto, en el contexto de las turbulencias registradas en los mercados (véase gráfico 18). Los niveles de la volatilidad implícita observada a principios de septiembre del 2007 son los más altos de los últimos cuatro años, y son comparables a los del año 2003.

Tras la decisión adoptada el 6 de junio de 2007 de incrementar 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE, ese mes, los tipos de interés se elevaron a los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario (véase gráfico 19). Entre principios de junio y comienzos de agosto, las condiciones de los tipos de interés del mercado monetario fueron relativamente estables, y el diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema se situó en niveles que oscilaban entre 6 y 7 puntos básicos. La única excepción fue la última operación del periodo de mantenimiento de reservas. Con el fin de seguir favoreciendo una situación de liquidez adecuada en el mercado monetario, el BCE mantuvo su política de adjudicar un volumen ligeramente superior a la adjudicación de referencia en las OPF del Eurosistema en junio y julio (véase recuadro 2).

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Recuadro 2

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 14 DE MAYO Y EL 7 DE AGOSTO DE 2007

En este recuadro se describe la gestión de la liquidez por parte del BCE durante los tres periodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 12 de junio, el 10 de julio y el 7 de agosto de 2007.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

Durante el período analizado, las necesidades de liquidez de las entidades de crédito aumentaron en 16,7 mm de euros, como resultado de los incrementos registrados por los factores autónomos (9,7 mm de euros) y las exigencias de reservas (7 mm de euros). En dicho período, las exigencias de reservas ascendieron, en promedio, a 188,3 mm de euros, y los factores autónomos a 254,5 mm de euros. El 3 de agosto, los billetes en circulación, el factor autónomo más destacado, alcanzaron el nivel más alto observado desde el inicio de la tercera fase de la UEM (645 mm de euros).

Durante el período analizado, la media diaria del exceso de reservas (es decir, la media diaria de los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas) fue algo más elevada de lo normal. El exceso de reservas se situó, en promedio, en 0,92 mm de euros en el período de mantenimien-

to de reservas que finalizó el 12 de junio, y en 1,2 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó el 10 de julio. No obstante, en el período de mantenimiento que finalizó el 7 de agosto, se redujo hasta un nivel medio de 0,74 mm de euros (véase gráfico B).

Oferta de liquidez y tipos de interés

Como consecuencia del aumento de las necesidades de liquidez, el volumen de operaciones de mercado abierto se incrementó durante el período analizado (véase gráfico A). En promedio, la liquidez proporcionada a través de operaciones principales de financiación (OPF) ascendió a 293,9 mm de euros. La proporción entre las pujas presentadas por las entidades de contrapartida y las pujas aceptadas (ratio de cobertura de las pujas) en estas OPF varió entre 1,08 y 1,31, situándose la media del período en 1,23.

La liquidez proporcionada a través de operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) se mantuvo estable, en 150 mm de euros, durante el período analizado

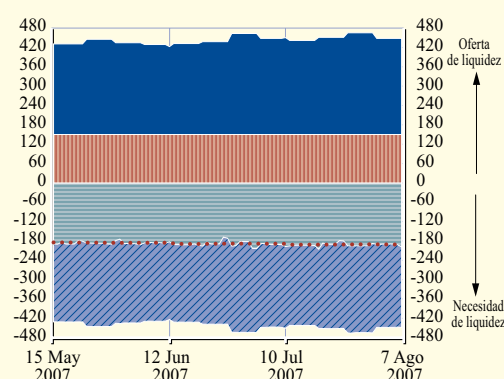
Período de mantenimiento de reservas que finalizó el 12 de junio

El BCE adjudicó 1 mm de euros por encima del importe de referencia en las cuatro OPF del período de mantenimiento de reservas. El diferencial medio entre el EONIA (índice medio del tipo del euro a un día) y el tipo mínimo de puja, fue de 5 puntos básicos, nivel ligeramente inferior a la media histórica. En las dos primeras OPF del período, tanto el tipo marginal como el tipo medio ponderado se situaron en el 3,82%, mientras que el EONIA se mantuvo estable en el 3,83%. En la tercera subasta, el tipo marginal de las OPF no varió, pero el tipo medio ponderado se elevó hasta el 3,83%. El EONIA se incrementó ligeramente hasta el 3,85% el 31 de mayo, como consecuencia del habitual efecto de fin de mes. En los días siguientes, el EONIA experimentó un descenso gradual hasta un nivel ligeramente inferior al tipo mínimo de puja. Además, como consecuencia de esta evolución, en la última OPF del período de mantenimiento de reservas, el tipo marginal y el tipo medio ponderado se situaron en el 3,75% y el 3,77%, respectivamente.

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

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

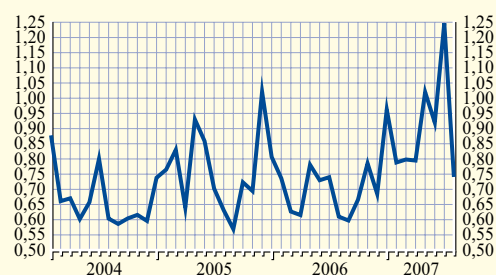
- Operaciones principales de financiación: 293,89 mm de euros
- Operaciones de financiación a plazo más largo: 150,00 mm de euros
- Saldos en cuentas corrientes: 189,24 mm de euros
- Nivel de reservas mínimas (reservas mínimas): 188,27 mm de euros; exceso de reservas: 0,97 mm de euros
- Factores autónomos: 254,50 mm de euros



Fuente: BCE.

Gráfico B Exceso de reservas¹⁾

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



Fuente: BCE.

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

Tras la adjudicación realizada en la última OPF del período de mantenimiento de reservas, el EONIA se redujo hasta el 3,68% y, posteriormente, se estabilizó en torno al 3,8% antes del final del período.

El último día del período de mantenimiento de reservas, el BCE absorbió un exceso de liquidez esperado de 6 mm de euros mediante una operación de ajuste. El período de mantenimiento finalizó con un recurso neto a la facilidad marginal de crédito de 0,7 mm de euros y con el EONIA en el 3,79%.

Período de mantenimiento de reservas que finalizó el 10 de julio

El 6 de junio, el Consejo de Gobierno del BCE decidió elevar los principales tipos de interés oficiales del BCE (el tipo mínimo de puja y los tipos de la facilidad de depósito y de la facilidad marginal de crédito) en 25 puntos básicos, hasta el 4%, el 3% y el 5% respectivamente. El aumento se hizo efectivo el 13 de junio, primer día del siguiente período de mantenimiento de reservas.

La política de adjudicar 1 mm de euros por encima del importe de referencia se mantuvo en las cuatro OPF de este período de mantenimiento de reservas. El diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja de las OPF fue de 7 puntos básicos durante todo el período de mantenimiento.

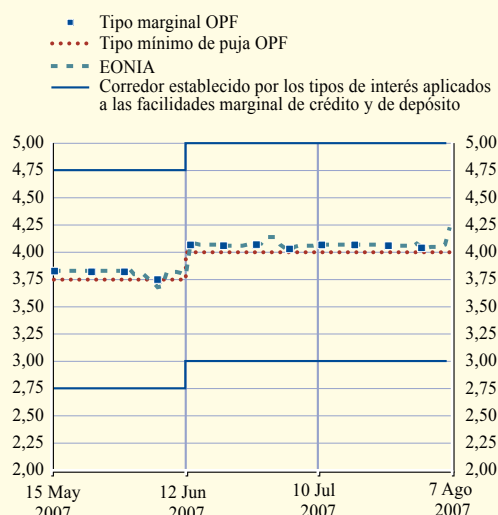
En las dos primeras semanas del período, el tipo medio ponderado de las OPF se situó en el 4,07%, mientras que el tipo marginal fue del 4,06%. El EONIA se mantuvo estable entre el 4,06% y el 4,08% durante esas dos primeras semanas. En la OPF siguiente, tanto el tipo medio ponderado como el tipo marginal aumentaron 1 punto básico, hasta el 4,08% y el 4,07%, respectivamente. El 29 de junio, el EONIA registró un máximo del 4,14% para el período de mantenimiento de reservas, como consecuencia del habitual efecto de fin de mes. Los tipos marginal y medio ponderado fueron más bajos en la última OPF del período de mantenimiento, situándose en el 4,03% y el 4,05% respectivamente. El EONIA se redujo en los días siguientes a esa adjudicación, hasta un nivel del 4,01%, para estabilizarse en el 4,06% el 6 de julio. El BCE realizó una operación de ajuste para drenar liquidez por importe de 2,5 mm de euros el último día del período de mantenimiento de reservas. La operación de ajuste se realizó en un ambiente de sobrepujas (18 entidades de contrapartida presentaron solicitudes por un total de 17,4 mm de euros) y el período finalizó con un recurso neto a la facilidad marginal de crédito de 0,4 mm de euros y con el EONIA en el 4,07%.

Período de mantenimiento de reservas que finalizó el 7 de agosto

Como en el anterior período de mantenimiento, el BCE adjudicó 1 mm de euros por encima del importe de referencia en todas las OPF, y el diferencial medio entre el EONIA y el tipo mínimo de puja se situó en 7 puntos básicos. En las dos primeras semanas del período, los tipos marginal y medio

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

ponderado de las OPF se situaron en el 4,06%, y el EONIA se mantuvo estable en el 4,07%, mientras que, en la tercera semana, el tipo medio ponderado se elevó hasta el 4,07%. El EONIA se incrementó hasta el 4,08% el 31 de julio, como consecuencia del habitual efecto de fin de mes. Los tipos marginal y medio ponderado se situaron en el 4,04% y el 4,06%, respectivamente, en la última OPF del período de mantenimiento de reservas, mientras que el EONIA se redujo ligeramente hasta el 4,05% para volver a situarse en el nivel anterior del 4,07% el penúltimo día del período de mantenimiento. Dado que el recurso neto a la facilidad marginal de crédito ascendía a 0,4 mm de euros y que el EONIA se situaba en el 4,23%, no fue necesario realizar una operación de ajuste el último día de dicho período.

No obstante, el período de mantenimiento de reservas que comenzó el 8 de agosto se ha caracterizado por un aumento significativo de la volatilidad en el mercado monetario. El 9 de agosto, las tensiones detectadas en el mercado monetario a un día —que dieron lugar a que la volatilidad intradía del tipo de interés a un día se incrementara hasta alcanzar niveles elevados, en torno al 4,6%—, hicieron que el BCE realizara una serie de operaciones de ajuste en los días siguientes. Esta evolución se describe en el recuadro 3.

Recuadro 3

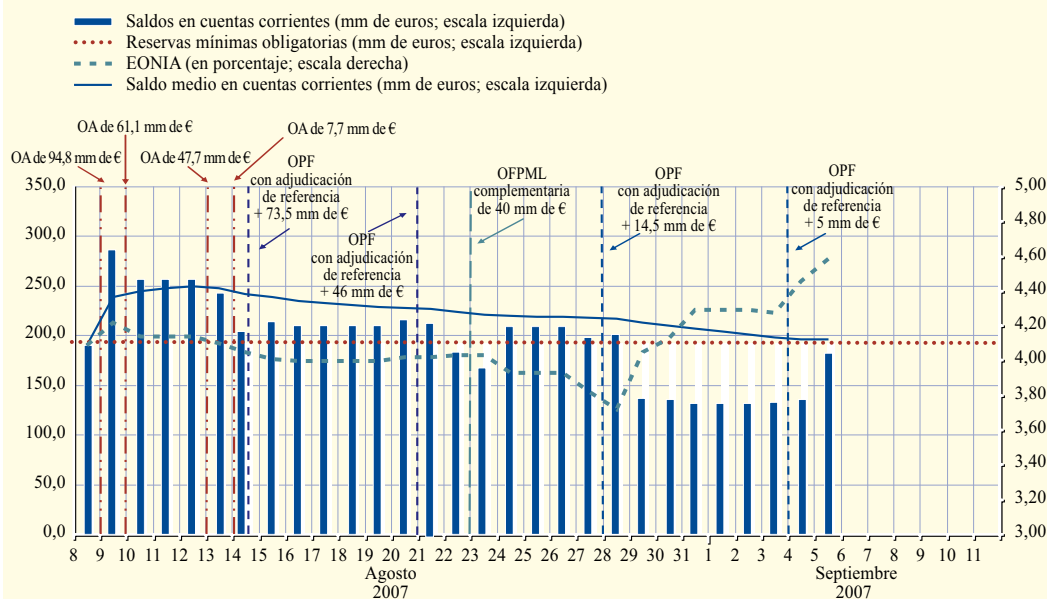
OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO ADICIONALES DEL BCE EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 8 DE AGOSTO Y EL 5 DE SEPTIEMBRE DE 2007

Con el fin de reducir las tensiones observadas en el mercado monetario en el período comprendido entre el 8 de agosto y el 5 de septiembre, el BCE ha realizado operaciones de mercado abierto para la provisión de liquidez adicionales a las ya preestablecidas. Este recuadro presenta la evolución del mercado monetario durante ese período y describe las operaciones instrumentadas por el BCE (véase cuadro).

En la mañana del 9 de agosto se produjeron perturbaciones en el mercado monetario, caracterizadas por un volumen de contratación muy reducido y un súbito aumento de los tipos de interés a corto plazo de este mercado. La demanda por parte de las entidades de crédito de saldos en cuentas corrientes en el Eurosistema había experimentado un incremento transitorio como resultado de las tensiones existentes en ciertos segmentos del mercado monetario en dólares estadounidenses. Con el fin de favorecer condiciones adecuadas en el mercado monetario a corto plazo, el BCE realizó una operación de ajuste (OA) con liquidación en el mismo día y vencimiento a un día. La operación se ejecutó mediante subasta a un tipo fijo del 4% (el tipo mínimo de puja vigente) y anunciando con antelación el importe total a adjudicar. Esta modalidad de subasta permitió al BCE inyectar un volumen de liquidez ajustado a la demanda de las entidades de contrapartida, difícilmente cuantificable mediante el habitual análisis de liquidez que realiza el BCE. 49 entidades bancarias presentaron pujas en esta operación de ajuste, por un importe total de 94,8 mm de euros¹. El tipo a un día se normalizó con rapidez, cotizándose en torno al 4,05% durante el resto del día (véase gráfico). Sin embargo, el diferencial entre los precios de oferta y demanda en el mercado a un día se mantuvo en un nivel elevado, de 10 puntos básicos (frente al habitual diferencial de 5 puntos básicos) en el contexto de una sostenida moderación de la contratación.

1 El hecho de que el importe de las operaciones adicionales del Eurosistema fuera superior al de las medidas instrumentadas durante esos mismos días por otros bancos centrales básicamente refleja el volumen, sustancialmente mayor, de las reservas mínimas obligatorias (junto con el mecanismo de promedios) en la zona del euro. Cuanto mayores sean las reservas mínimas, mayor facilidad tienen las entidades de crédito para absorber perturbaciones transitorias de liquidez, tanto de oferta como de demanda. Sin embargo, este mayor volumen de reservas mínimas lleva también aparejada la necesidad de mayores inyecciones temporales de liquidez para lograr determinados efectos sobre los tipos de interés a corto plazo.

Saldos en cuentas corrientes y el EONIA durante el período de mantenimiento comprendido entre el 8 de agosto y el 11 de septiembre de 2007



Fuente: BCE.

En la mañana del 10 de agosto, el BCE volvió a realizar una operación de ajuste a un día. Esta operación se ejecutó mediante el procedimiento de subasta habitualmente utilizado en las OPF del Euro-sistema, a saber, un mecanismo de subasta a tipo variable con un tipo mínimo de puja y sin anunciar con antelación el importe a adjudicar. El cambio de la modalidad de subasta reflejó la conclusión de que la operación del día anterior había surtido el efecto pretendido sobre las tensiones del mercado y de que un sistema de pujas en el que las entidades de contrapartida notifican los tipos que están dispuestas a pagar para obtener financiación del Eurosistema podría revelar información útil sobre la demanda de liquidez del sistema bancario. 62 entidades de contrapartida pujaron por un importe total de 110 mm de euros, a tipos de interés comprendidos entre el 4% y el 4,15%. El BCE decidió adjudicar liquidez a todas las pujas realizadas a un nivel igual o superior al 4,05% (61,1 mm de euros, unos dos tercios del volumen de la operación del día anterior), un punto básico por debajo del tipo marginal de adjudicación de la OPF ejecutada en la subasta regular liquidada el 8 de agosto. Ese día, el tipo EONIA se mantuvo en el 4,14%.

En la mañana del 13 de agosto, el tipo a un día cotizaba 10 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja, aunque el mercado monetario aún se caracterizaba por unos elevados diferenciales entre los precios de oferta y demanda y por una contratación moderada. El BCE ejecutó otra operación de ajuste con una especificación similar a la del día anterior. 59 entidades de contrapartida pujaron por un importe total de 84 mm de euros, a tipos de interés comprendidos entre el 4% y el 4,10%. El BCE decidió adjudicar liquidez a todas las pujas realizadas a un nivel igual o superior al 4,06% (47,7 mm de euros), un punto básico por encima del tipo de la anterior operación. El hecho de que el EONIA permaneciera durante ese día en el 4,10% confirmó la mejora de la situación en los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario en ese momento.

En la mañana del 14 de agosto, el BCE decidió realizar una nueva operación de ajuste a un día con el fin de satisfacer necesidades adicionales de liquidez, posiblemente derivadas del hecho de que la operación principal de financiación adjudicada ese mismo día no se liquidaría hasta el día siguiente. La operación de ajuste volvió a ejecutarse mediante una subasta a tipo variable con un tipo mínimo de puja y sin anunciar con antelación el volumen a adjudicar. 41 entidades de contrapartida pujaron por un importe total de 46 mm de euros, a tipos de interés comprendidos entre el 4% y el 4,09%. El hecho de que el volumen y los tipos de las pujas fueran significativamente inferiores mostraba una normalización, en ese momento, de la demanda de saldos en cuentas corrientes en el Eurosistema. El BCE decidió adjudicar liquidez a todas las pujas realizadas a un nivel igual o superior al 4,07% (7,7 mm de euros), un punto básico por encima del tipo de la anterior operación.

Además de esa operación de ajuste, el BCE decidió adjudicar 73,5 mm de euros por encima del importe de referencia en la operación principal de financiación regular del 14 de agosto. Esta adjudicación tenía por objeto evitar la disminución de los saldos de las cuentas corrientes de las entidades de crédito que se habría producido en caso de adjudicar de manera «mecánica» el importe de referencia. Por definición, la adjudicación del importe de referencia habría ocasionado, al cabo de una semana, la absorción del fuerte excedente de reservas resultante de las operaciones de ajuste, y posiblemente hubiese aumentado las tensiones en los mercados. Tras la adjudicación por encima del importe de referencia, los tipos a un día de la zona del euro se mantuvieron en torno al 4%, como también reflejó el EONIA, que permaneció entre el 4% y el 4,02% a lo largo de los días posteriores.

Ante la mejora transitoria de la situación en los plazos más cortos del mercado monetario, el BCE decidió reducir progresivamente los elevados excedentes de reservas que se habían acumulado durante las primeras semanas del período de mantenimiento. En consecuencia, durante las OPF del 21 y del 28 de agosto, el BCE redujo a 46 mm de euros y 14,5 mm de euros, respectivamente, la cuantía en la que el volumen adjudicado excedía del importe de referencia «mecánico».

Pese a la fluida situación registrada en los plazos más cortos del mercado monetario durante esa semana, continuaron observándose tensiones en los plazos más largos con unos volúmenes de contratación muy reducidos. Para contribuir a la normalización de los segmentos del mercado monetario con vencimientos más prolongados, el 22 de agosto, el BCE decidió realizar una operación de financiación a plazo más largo (OPFML) complementaria, a través de una subasta simple a tipo variable con vencimiento a tres meses por un importe de 40 mm de euros. 146 entidades de contrapartida pujaron por un volumen total de 126 mm de euros, a tipos de interés comprendidos entre el 3,8% y el 5%. Sin embargo, y pese a esta operación, liquidada el 24 de agosto, las tensiones en el segmento a más largo plazo del mercado monetario continuaron.

El 30 de agosto, el tipo de interés a un día comenzó a subir de nuevo, en parte como resultado de las habituales tensiones observadas en los plazos más cortos del mercado monetario al final de cada mes. El 31 de agosto, el EONIA se situó en el 4,29%, registrando sólo una ligera reducción al siguiente día hábil. Dadas las tensiones persistentes en el mercado a un día, el 4 de septiembre, el BCE decidió adjudicar en la última OPF del período de mantenimiento 5 mm de euros por encima del importe de referencia de manera «mecánica», pese a aproximarse el final del período, momento en el que el BCE normalmente trata de alcanzar una situación de liquidez equilibrada. Con todo, el EONIA finalizó ese día en el 4,458%².

2 Por decisión de la Federación Bancaria Europea y Euribor ACI, a partir del 3 de septiembre de 2007, el EONIA se publicará con tres decimales.

Resumen de las medidas adoptadas por el BCE en el período comprendido entre el 8 de agosto y el 5 de septiembre de 2007

Fecha	Hora	Medida	Comunicación	Detalles
9 de agosto	10.15 h.	Comunicación a través de servicios electrónicos de información	«El BCE observa que existen tensiones en el mercado monetario de la zona del euro, pese a una oferta normal de liquidez agregada en euros. El BCE está realizando un atento seguimiento de la situación y está preparado para actuar con el fin de asegurar unas condiciones adecuadas en el mercado monetario de la zona del euro.»	
9 de agosto	12.30 h.	Anuncio de una operación de ajuste al 4% y del importe total a adjudicar	«Tras la comunicación publicada esta mañana en la página «Announcements on operational aspects» de la dirección del BCE en Internet, esta operación de inyección de liquidez tiene por objeto asegurar el correcto funcionamiento del mercado monetario de la zona del euro. El BCE tiene intención de adjudicar el 100% de las pujas que reciba.»	Vencimiento: 1 día Importe adjudicado: 94,8 mm de euros Tipo fijo: 4% N.º entidades participantes: 49 Número de pujas: 49 Ratio cobertura de las pujas: 1,00
10 de agosto	9.20 h.	Comunicación a través de servicios electrónicos de información	«El BCE sigue realizando un estrecho seguimiento de la situación del mercado monetario de la zona del euro.»	
10 de agosto	10.15 h.	Anuncio de operación de ajuste realizada mediante subasta a tipo de interés variable con tipo mínimo de puja y volumen de adjudicación no anunciado con antelación	«Esta operación de inyección de liquidez es continuación de la operación de ayer y tiene por objeto asegurar el correcto funcionamiento del mercado monetario de la zona del euro.»	Vencimiento: 1 día Importe adjudicado: 61,1 mm de euros Tipo marginal: 4,05% Tipo medio ponderado: 4,08% N.º entidades participantes: 62 Número de pujas: 124 Ratio cobertura de las pujas: 1,80
13 de agosto	9.15 h.	Comunicación a través de servicios electrónicos de información	«El BCE sigue realizando un estrecho seguimiento de la situación del mercado monetario de la zona del euro.»	
13 de agosto	9.30 h.	Anuncio de operación de ajuste realizada mediante subasta a tipo de interés variable con tipo mínimo de puja y volumen de adjudicación anunciados con antelación	«El BCE observa que las condiciones del mercado monetario se están normalizando y que la oferta de liquidez agregada es amplia. Con esta operación de ajuste, el BCE continúa contribuyendo a la normalización de las condiciones del mercado monetario.»	Vencimiento: 1 día Importe adjudicado: 47,7 mm de euros Tipo marginal: 4,06% Tipo medio ponderado: 4,07% N.º entidades participantes: 59 Número de pujas: 103 Ratio cobertura de las pujas: 1,77
13 de agosto	15.30 h.	Anuncio de operación principal de financiación ¹⁾	«En esta operación de financiación, el BCE trata de asegurar que las condiciones del mercado monetario continúen normalizándose. El volumen de adjudicación será acorde con este propósito y no estará limitado por la adjudicación de referencia publicada.»	Vencimiento: 1 semana Importe adjudicado: 310 mm de euros (por encima de la adjudicación de referencia: 73,5 mm de euros) Tipo marginal: 4,08% Tipo medio ponderado: 4,10% N.º entidades participantes: 344 Número de pujas: 628 Ratio cobertura de las pujas: 1,38
14 de agosto	9.15 h.	Comunicación a través de servicios electrónicos de información	«El BCE sigue realizando un estrecho seguimiento de las condiciones del mercado monetario de la zona del euro.»	
14 de agosto	9.30 h.	Anuncio de operación de ajuste realizada mediante subasta a tipo de interés variable con tipo mínimo de puja y volumen de adjudicación no anunciado con antelación	«El BCE observa que las condiciones del mercado monetario están aproximándose a la normalidad. No obstante, con esta operación de ajuste, el BCE sigue ofreciendo la oportunidad de cubrir las posibles necesidades de liquidez mañana antes de la liquidación de la OPF de esta semana.»	Vencimiento: 1 día Importe adjudicado: 7,7 mm de euros Tipo marginal: 4,07% Tipo medio ponderado: 4,07% N.º entidades participantes: 41 Número de pujas: 67 Ratio cobertura de las pujas: 5,97
20 de agosto	15.30 h.	Anuncio de operación principal de financiación ¹⁾	«En consonancia con la normalización de las condiciones a los plazos más cortos del mercado monetario, el BCE trata de reducir gradualmente el elevado excedente de reservas que se ha acumulado en las primeras semanas de este período de mantenimiento de reservas. El volumen de adjudicación de esta operación principal de financiación superará la adjudicación de referencia publicada de 227 mm de euros en un importe acorde con este objetivo.»	Vencimiento: 1 semana Importe adjudicado: 275 mm de euros (por encima de la adjudicación de referencia: 46 mm de euros) Tipo marginal: 4,08% Tipo medio ponderado: 4,09% N.º entidades participantes: 355 Número de pujas: 635 Ratio cobertura de las pujas: 1,60

Resumen de las medidas adoptadas por el BCE en el período comprendido entre el 8 de agosto y el 5 de septiembre de 2007 (continuación)

Fecha	Hora	Medida	Comunicación	Detalles
22 de agosto	15.30 h.	Anuncio de operación de financiación a plazo más largo complementaria ²⁾	«Hoy, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo ha decidido realizar una operación de financiación a plazo más largo complementaria con vencimiento a tres meses por un importe de 40 mm de euros. Esta operación es una medida técnica que tiene por objeto contribuir a la normalización del funcionamiento del mercado monetario de la zona del euro. Se realiza de forma adicional a las operaciones de financiación a plazo más largo mensuales regulares, que no se verán afectadas. Los volúmenes de adjudicación de las operaciones principales de financiación compensarán esta provisión de liquidez, teniendo en cuenta la situación general de liquidez. La decisión de hoy se ha adoptado mediante procedimiento escrito. La posición del Consejo de Gobierno del BCE sobre la orientación de la política monetaria fue expresada por su Presidente el 2 de agosto de 2007. La posición del Consejo de Gobierno del BCE sobre la orientación de la política monetaria fue expresada por su Presidente el 2 de agosto de 2007.»	Vencimiento: 3 meses Importe adjudicado: 40 mm de euros Tipo marginal: 4,49% Tipo medio ponderado: 4,61% N.º entidades participantes: 146 Número de pujas: 411 Ratio cobertura de las pujas: 3,14
27 de agosto	15.30 h.	Anuncio de operación principal de financiación ¹⁾	«En consonancia con la normalización de las condiciones a los plazos más cortos del mercado monetario, el BCE sigue tratando de reducir gradualmente el elevado excedente de reservas que se ha acumulado en las últimas semanas. Por consiguiente, el volumen de adjudicación de esta operación principal de financiación superará la adjudicación de referencia publicada de 194 mm de euros en un importe acorde con este objetivo.»	Vencimiento: 1 semana Importe adjudicado: 210 mm de euros (por encima de la adjudicación de referencia: 14,5 mm de euros) Tipo marginal: 4,08% Tipo medio ponderado: 4,09% N.º entidades participantes: 320 Número de pujas: 578 Ratio cobertura de las pujas: 1,68
3 de septiembre	15.30 h.	Anuncio de operación principal de financiación ¹⁾	«El BCE sigue tratando de reducir gradualmente el elevado excedente de reservas que se ha acumulado en las últimas semanas. Por consiguiente, el volumen de adjudicación de esta operación principal de financiación superará ligeramente la adjudicación de referencia publicada de 251 mm de euros en un importe acorde con este objetivo.»	Vencimiento: 1 semana Importe adjudicado: 256 mm de euros (por encima de la adjudicación de referencia: 5 mm de euros) Tipo marginal: 4,15% Tipo medio ponderado: 4,19% N.º entidades participantes: 356 Número de pujas: 746 Ratio cobertura de las pujas: 1,67
5 de septiembre	15.10 h.	Comunicación a través de servicios electrónicos de información	«La volatilidad del mercado monetario de la zona del euro ha aumentado y el BCE está realizando un atento seguimiento de la situación. En caso de que esta situación continúe mañana, el BCE está preparado para contribuir a que las condiciones en el mercado monetario de la zona del euro sean las adecuadas.»	

- 1) Las operaciones principales de financiación se realizan mediante subastas a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja.
2) Las operaciones de financiación a plazo más largo se realizan como subastas simples a tipo de interés variable con un volumen de adjudicación anunciado con antelación.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

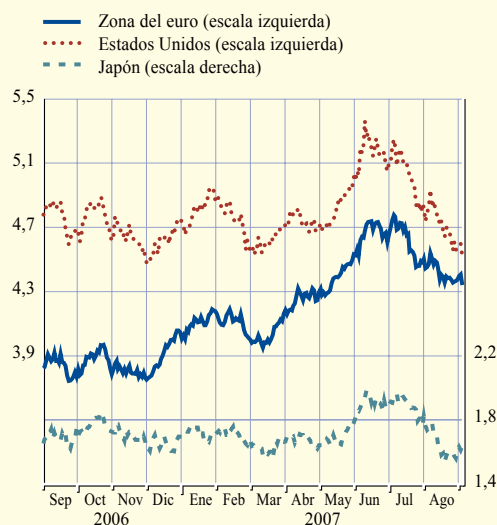
En los meses de verano, los precios de los activos experimentaron fuertes fluctuaciones en los mercados mundiales, ante la creciente preocupación de los inversores por la extensión del impacto económico y financiero de la crisis de los mercados de activos expuestos a las hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos. Las turbulencias de los mercados financieros redujeron drásticamente la tolerancia al riesgo de los inversores, llevándoles a desplazar sus fondos hacia activos más seguros, como la deuda pública, lo que hizo bajar el rendimiento de los bonos en la mayor parte de las economías avanzadas, incluida la zona del euro. Al mismo tiempo, se agudizó la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución futura de los mercados de renta fija, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos.

La estabilidad que los mercados financieros venían mostrando, en general, en los últimos años se esfumó bruscamente en los meses de verano, como consecuencia de las crecientes incertidumbres suscitadas por el segmento de alto riesgo de los mercados hipotecarios estadounidenses. La tormenta financiera afectó también a los mercados internacionales de renta fija, como resultado, principalmente, de los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, con el consiguiente acusado descenso del rendimiento de la renta fija, en un contexto de marcadas fluctuaciones diarias en el período considerado. En conjunto, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro se situó en el 4,3% el 5 de septiembre, unos 15 puntos básicos por debajo del nivel de finales de mayo (véase gráfico 20). La moderada evolución general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo, pese a las recientes turbulencias de los mercados financieros, refleja el hecho de que mantuvo su tendencia al alza en la primera mitad del período analizado. El rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años disminuyó unos 45 puntos básicos entre finales de mayo y el 5 de septiembre, fecha en la que se situó en el 4,5%. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro se estrechó en ese período, hasta situarse en 20 puntos básicos a comienzos de septiembre. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se redujo unos 10 puntos básicos, situándose en el 1,6% al final del período de referencia.

La tormenta financiera originó una elevada incertidumbre entre los participantes en el mercado respecto a las perspectivas a corto plazo para el rendimiento de la deuda pública a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos, lo que se reflejó en una mayor volatilidad implícita de los correspondientes mercados de renta fija entre finales de mayo y el 5 de septiembre. La volatilidad de la renta fija en los mercados financieros emergentes aumentó considerablemente en el período considerado. Como reflejo de la menguada tolerancia al riesgo de los inversores, que se redujo de forma generalizada, los diferenciales entre bonos de mercados emergentes y bonos del Tesoro estadounidense, medidos por el índice EMBIG, se ampliaron unos 70 puntos básicos, hasta aproximarse a los 260 puntos básicos, entre finales de julio y la corrección máxima de mediados de agosto. Desde entonces, los mercados financieros

Gráfico 20 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

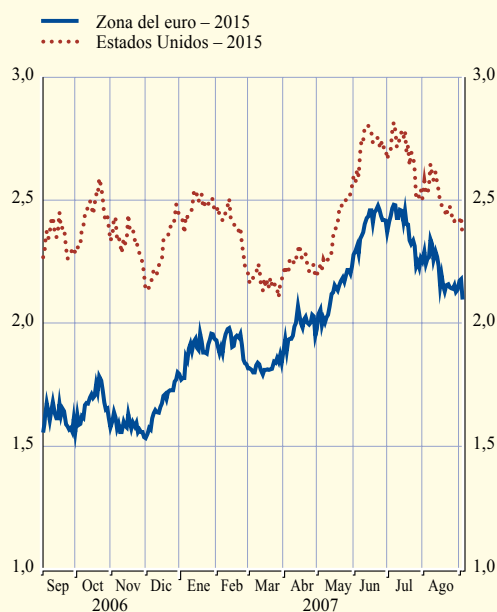


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

Gráfico 21 Rendimiento real de los bonos

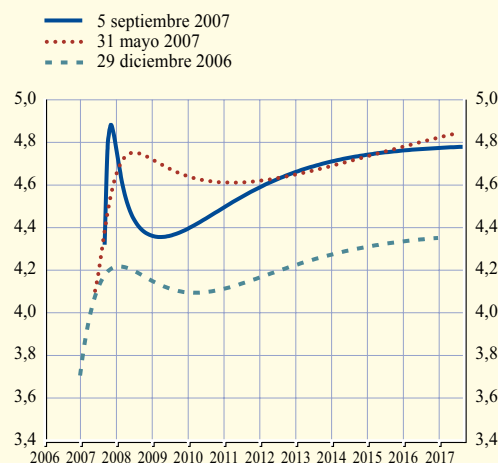
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 22 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y estimaciones del BCE.

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.

emergentes se han recuperado, en parte, en el contexto de los sólidos fundamentos de esas economías en su conjunto.

En junio, el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo creció notablemente, ante la percepción de perspectivas económicas más favorables por parte de los inversores. Sin embargo, a partir de mediados de julio, el clima de los mercados financieros cambió sensiblemente, al revelar algunas instituciones financieras que habían sufrido pérdidas derivadas de su fuerte exposición a valores garantizados por créditos hipotecarios de alto riesgo, es decir, préstamos concedidos a prestatarios que no presentan un adecuado nivel de solvencia, debido a antecedentes de reducida capacidad de pago, baja calificación crediticia o declaración incompleta de ingresos. Estas noticias provocaron una disminución generalizada de la tolerancia al riesgo de los inversores, con los consiguientes desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, como la deuda pública. En consecuencia, el rendimiento de los bonos estadounidenses se redujo de forma acusada. Entre mediados de julio y los primeros días de septiembre, el rendimiento de los bonos a diez años cayó unos 65 puntos básicos. El descenso del rendimiento nominal de los bonos estadounidenses observado a partir de mediados de julio se debió, en su mayor parte, a la disminución del rendimiento real de los bonos indicados con la inflación. No puede descartarse que el menor rendimiento real de los bonos fuera, en parte, reflejo de la inquietud de los inversores ante la posibilidad de que la crisis hipotecaria se contagiara al consumo privado y, por ende, al crecimiento económico. Las expectativas de inflación basadas en el mercado sugieren que las preocupaciones de los inversores respecto a futuras presiones sobre los precios disminuyeron en el período analizado. Por ejemplo, las tasas de inflación implícitas obtenidas de los bonos indicados con la inflación con vencimiento en el 2015 han descendido unos 40 puntos básicos en los tres últimos meses, hasta situarse en el 2% a comienzos de septiembre.

Al igual que en Estados Unidos, el rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro aumentó en la primera parte del período examinado, manteniendo la fuerte tendencia al alza iniciada a mediados de marzo de este año. La publicación de datos favorables en ese período reforzó la opinión de los inversores de que la economía seguiría creciendo a un ritmo sostenido. En consecuencia, no sólo el rendimiento nominal sino también el rendimiento real de los bonos indicados con la inflación de la zona del euro aumentó en junio en torno a unos 20 puntos básicos en casi todos los plazos (véase gráfico 21). La situación de los mercados de renta fija de la zona del euro cambió de forma significativa en la última parte del período considerado, como resultado de la tormenta financiera mundial. A finales de julio y en agosto, varias instituciones financieras de la zona del euro revelaron que habían infravalorado el riesgo derivado de las inversiones en valores garantizados por hipotecas de alto riesgo estadounidenses. Esta información sembró la inquietud en los mercados de la zona, en un contexto de mayor aversión al riesgo y búsqueda de liquidez, que afectó esencialmente a todas las clases de activos en la zona del euro, al igual que en el resto del mundo. El rendimiento de la deuda pública de la zona del euro descendió de forma pronunciada en todos los plazos, debido a la condición de «refugio» de estos activos. Por ejemplo, los rendimientos nominal y real de la deuda pública a diez años disminuyeron unos 40 puntos básicos y 30 puntos básicos, respectivamente, entre mediados de julio y principios de septiembre.

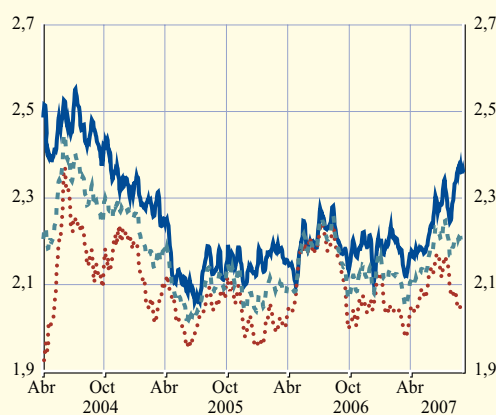
En el conjunto del período de referencia, los tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro experimentaron un desplazamiento a la baja en los plazos cortos y medios, reflejo de escasos cambios en las expectativas de los inversores respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales del BCE (véase gráfico 22). Sin embargo, en los plazos más largos los tipos *forward* implícitos a un día no se vieron prácticamente afectados por las recientes turbulencias financieras.

Las tasas de inflación implícitas de la zona del euro apenas experimentaron variaciones en el período examinado. Por ejemplo, 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 —y que es menos susceptible de verse afectada por variaciones estacionales de los precios de consumo que las tasas de inflación implícitas cuyo futuro empieza inmediatamente (véase recuadro 4)— sólo aumentó ligeramente en el período considerado, situándose en el 2,35% el 5 de septiembre (véase gráfico 23). Por lo tanto, las moderadas variaciones de las tasas de inflación implícitas sugieren que la reciente tormenta no incidió de forma importante en las expectativas de inflación de los participantes en los mercados de la zona del euro.

Gráfico 23 Tasas de inflación implícitas de cupón cero

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

- Tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años (desestacionalizada)
- Tasa de inflación implícita a cinco años (desestacionalizada)
- - - Tasa de inflación implícita a diez años (desestacionalizada)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Recuadro 4

ESTACIONALIDAD EN LAS TASAS DE INFLACIÓN IMPLÍCITAS

Las tasas de inflación implícitas en la deuda pública indiciada con la inflación han adquirido estatus de referencia como indicador de las expectativas de los participantes en el mercado sobre la inflación de la zona del euro. Sin embargo, las tasas de inflación implícitas no son medidas directas de las expectativas de inflación, ya que, entre otros factores, incluyen también las primas por riesgo de inflación. El presente recuadro discute otra «distorsión» en el uso de las tasas de inflación implícitas como indicadores de las expectativas de los participantes en el mercado sobre las tendencias inflacionistas futuras ocasionada por la estacionalidad del IAPC de la zona del euro (excluido el tabaco) —el índice de precios utilizado como referencia estándar de la deuda pública indiciada con la inflación de la zona del euro¹—.

Estacionalidad del IAPC de la zona del euro (excluido el tabaco) y de las tasas de inflación implícitas

El IAPC de la zona del euro (excluido el tabaco) presenta un marcado perfil estacional² (véase gráfico A). En concreto, los precios de consumo suelen situarse en enero comparativamente por debajo de la tendencia del nivel de precios a lo largo del año, mientras que en mayo suelen estar por encima de esa tendencia. Otro aspecto destacable de la estacionalidad del IAPC es el incremento gradual de su magnitud a lo largo del tiempo³.

La influencia de la estacionalidad del IAPC (excluido el tabaco) sobre las tasas de inflación implícitas se deriva del hecho de que el vencimiento residual de la deuda pública negociable indiciada con la inflación se reduce con el transcurso del tiempo. Por tanto, en la mayor parte de las ocasiones, el vencimiento residual no será un número de años exacto, sino un número de años exacto más una fracción de otro año. La compensación por inflación correspondiente a esta fracción residual de un año puede tener un fuerte componente estacional. Esta circunstancia también implica que cuanto menor sea el plazo de vencimiento del bono, mayor será el efecto de la estacionalidad. El gráfico B ilustra la relación entre el efecto de la estacionalidad y el plazo de vencimiento utilizando como ejemplo el bono público francés indiciado con la inflación con vencimiento en el 2012. El gráfico muestra las distorsiones introducidas por la estacionalidad expresadas en puntos básicos⁴. Durante los primeros años posteriores a la emisión, el vencimiento residual de este bono era suficientemente dilatado para amortiguar en la práctica el efecto de la estacionalidad. Sin embargo, en paralelo con el descenso gradual del vencimiento residual, el efecto de la estacionalidad sobre la tasa de inflación implícita de este bono concreto ha crecido considerablemente y seguirá haciéndolo en el futuro. Por

1 Por lo general, la estacionalidad afecta a los bonos indicados con índices de precios sin ajustar de efectos estacionales, incluidos, entre otros, los valores del Tesoro estadounidense protegidos de inflación (*Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS*) o los valores del Tesoro británico indicados con la inflación. Para una discusión de otros problemas relacionados con las tasas de inflación implícitas, véase por ejemplo el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio de 2006. Además, debe tenerse en cuenta que aunque la definición cuantitativa de estabilidad de precios del BCE toma como referencia el IAPC general, el cumplimiento de la normativa francesa sobre emisión de instrumentos indicados con la inflación ha llevado aparejada la elección del IAPC de la zona del euro (excluido el tabaco) como índice de referencia. A efectos prácticos de medición de las expectativas de inflación a largo plazo, la diferencia entre el IAPC general y el IAPC (excluido el tabaco) es inapreciable.

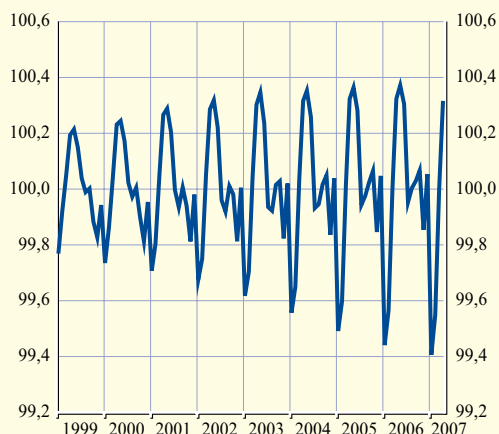
2 Los efectos estacionales que ilustra el gráfico A se calculan como la ratio entre el IAPC (excluido el tabaco) elaborado por Eurostat y ese mismo índice de precios ajustado de estacionalidad por el BCE. Un análisis más detallado del método X-12 ARIMA utilizado pueden encontrarse en «Seasonal Adjustments of Monetary Aggregates and HICP for the Euro Area», BCE, agosto 2000.

3 Para un análisis más detallado de los perfiles estacionales del IAPC de la zona del euro, véase el recuadro 5 titulado «Volatilidad y perfiles estacionales del IAPC de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2004.

4 En la elaboración del gráfico, se supone implícitamente que la estacionalidad permanece constante después de diciembre del 2006.

Gráfico A Estacionalidad del IAPC de la zona del euro (excluido el tabaco)

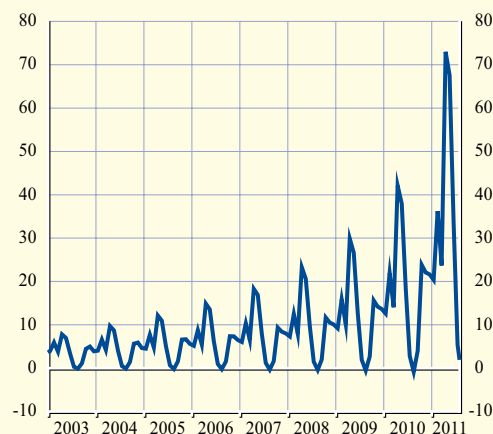
(cociente de índices; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Distorsiones estacionales en la tasa de inflación implícita hasta 2012

(en puntos básicos; datos mensuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

ejemplo, en mayo del 2011, cuando el vencimiento residual del bono se haya reducido a unos 1,25 años, la tasa de inflación implícita mostrará, ceteris paribus, unas expectativas de inflación superiores en 70 puntos básicos a las cifras ajustadas de estacionalidad.

La estacionalidad de las tasas de inflación implícitas puede afectar a la interpretación de la evolución de las expectativas de inflación

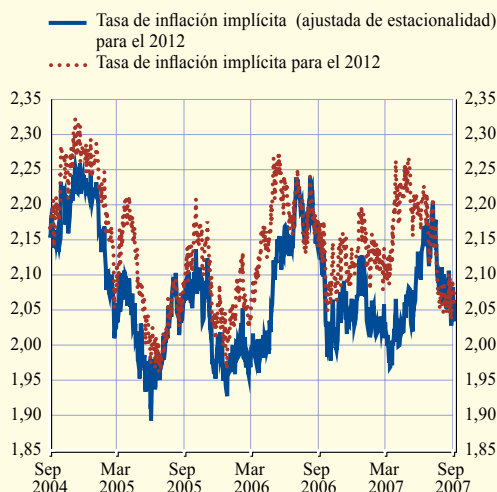
El gráfico C ilustra las tasas de inflación implícitas en los bonos indicados con la inflación con vencimiento en 2012, tanto ajustadas como no ajustadas de estacionalidad. El gráfico demuestra que, en ciertas ocasiones, los efectos estacionales adquieren bastante importancia para una correcta interpretación de las tasas de inflación implícitas como indicadores de las expectativas de inflación y de las primas por riesgo de inflación. Por ejemplo, las tasas de inflación implícitas ajustadas y no ajustadas de estacionalidad para 2012 tuvieron una evolución bastante dispar en los tres meses comprendidos entre abril y julio del 2007. Durante ese período, las tasas de inflación implícitas no ajustadas de estacionalidad experimentaron una ligera reducción. Sin embargo, ese descenso obedeció básicamente a la desaparición del fuerte incremento estacional registrado entre febrero y abril del 2007. De hecho, las tasas de inflación implícitas ajustadas de estacionalidad aumentaron de manera gradual durante todo el período comprendido entre febrero y julio. Otro aspecto destacable del gráfico es que las distorsiones ocasionadas por la estacionalidad sobre esta particular tasa de inflación implícita suelen ser más pronunciadas en abril y mayo de cada año.

En contraste con las desestacionalizaciones convencionales, el ajuste de estacionalidad de las tasas de inflación implícitas no suele ser simétrico, en el sentido de que los ajustes acumulados no se anulan a lo largo del año⁵. El factor de ajuste, aplicado a los precios de los bonos indicados con la infla-

5 Por ejemplo, obsérvese que un bono que pague cupones (y principal) en una época del año en que los precios sean elevados por motivos estacionales, incorporará expectativas de inflación superiores a la tendencia de la inflación a lo largo del año, a menos que su vencimiento residual sea un número de años exacto. En consecuencia, la tasa de inflación implícita no ajustada de estacionalidad de este bono será, en promedio, superior a la correspondiente tasa de inflación implícita ajustada de estacionalidad.

Gráfico C Tasas de inflación implícitas ajustadas y no ajustadas de estacionalidad hasta 2012

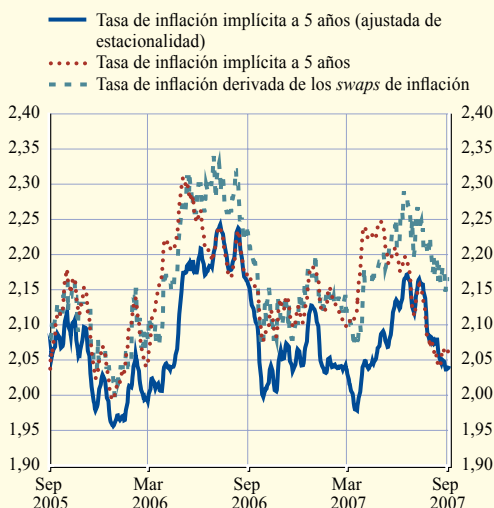
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico D Tasas de inflación implícitas con vencimiento constante a 5 años ajustadas y no ajustadas de estacionalidad y tasa de inflación derivada de los swaps de inflación

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

ción con el fin de desestacionalizar las tasas de inflación implícitas, es el cociente de dos factores estacionales. El numerador de ese cociente varía diariamente, mientras que el denominador refleja el factor estacional correspondiente al vencimiento del bono, por lo que permanece fijo⁶. Por ejemplo, en el caso de los bonos franceses indicados con la inflación, que vencen (y pagan cupones) el 25 de julio, el factor estacional al vencimiento es el correspondiente al 25 de abril debido al desfase de iniciación de tres meses. Dado que el factor estacional del IAPC de la zona del euro (excluido el tabaco) correspondiente a abril es mayor que el factor estacional medio, las tasas de inflación implícitas ajustadas de estacionalidad de los bonos franceses serán, durante la mayor parte del año, inferiores a las tasas no ajustadas. El resultado contrario se da en el caso del bono alemán indicado con la inflación con vencimiento en el 2016, ya que éste se encuentra indicado con el nivel de precios de enero, un mes caracterizado por un factor estacional reducido.

Comparación entre las tasas de inflación implícitas y las tasas de inflación derivadas de los swaps de inflación

Las tasas de inflación derivadas de los contratos *swaps* de inflación —que en principio ofrecen una información semejante a la de las tasas de inflación implícitas— se cotizan para vencimientos con un número de años exacto, por lo que la vertiente de esos contratos iniciada con la inflación se encuentra vinculada a los aumentos interanuales del IAPC (excluido el tabaco). Como resultado, las tasas de inflación derivadas de los *swaps* de inflación resultan mucho menos afectadas por las variaciones estacionales del nivel de precios de consumo. En consecuencia, cualquier comparación entre las tasas de inflación derivadas de los *swaps* de inflación y las tasas de inflación implícitas en los bonos indicados con la inflación debe tomar en consideración la existencia de efectos estacionales.

⁶ Los factores estacionales diarios se interpolan linealmente a partir de los factores estacionales mensuales estimados. Esta interpolación es completamente análoga a la realizada entre las fechas de publicación del IAPC mensual a efectos de computar la variación diaria de la inflación en los bonos indicados con la inflación.

El gráfico D ilustra la especial importancia de la desestacionalización de las tasas de inflación implícitas a corto plazo para poder extraer mensajes coherentes sobre las expectativas de inflación (y las correspondientes primas de riesgo) a partir de ambos mercados de instrumentos referenciados a la inflación. El gráfico presenta las tasas de inflación implícitas con vencimiento constante a cinco años ajustadas y no ajustadas de estacionalidad, junto con la tasa de inflación a cinco años derivada de los *swaps* de inflación. La tasa de inflación implícita ajustada de estacionalidad muestra una evolución muy pareja a la de la tasa de inflación derivada de los *swaps* de inflación, con estabilidad —en líneas generales— del diferencial entre ambas tasas a lo largo del tiempo. En cambio, la estacionalidad suele generar divergencias relativamente amplias y volátiles —en ocasiones, de signo contrario— entre la tasa de inflación implícita no ajustada de estacionalidad y la tasa de inflación derivada de los *swaps* de inflación.

La distorsión que la estacionalidad de los índices de precios de consumo introduce en las tasas de inflación implícitas conlleva que, a la hora de analizar las expectativas de inflación y las correspondientes primas de riesgo extraídas de los bonos indicados con la inflación, resulta conveniente centrarse en las tasas de inflación futuras implícitas a plazos más largos —que se ven mucho menos afectadas por la estacionalidad— o aplicar el oportuno ajuste de estacionalidad. En consecuencia, a partir del presente Boletín Mensual, el BCE publicará las tasas de inflación implícitas ajustadas de estacionalidad de la zona del euro.

7 Los detalles del cálculo de las tasas de inflación implícitas con vencimiento constante pueden encontrarse en el recuadro 3 titulado «Estimación de los bonos indicados con la inflación y de las tasas de inflación implícitas de la zona del euro con vencimiento constante», en el Boletín Mensual de julio del 2006.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

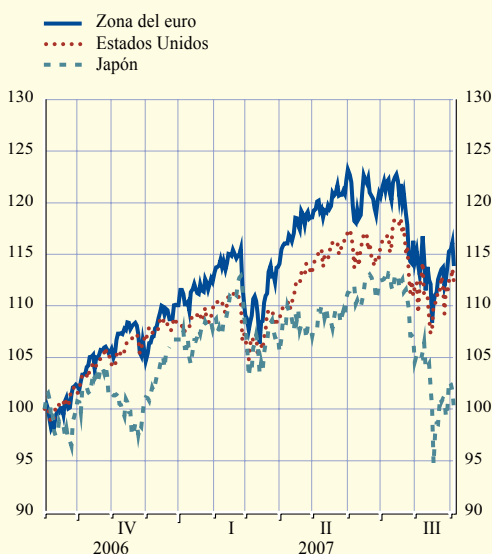
Entre finales de mayo y comienzos de septiembre, los mercados internacionales de renta variable experimentaron una fuerte corrección, al crecer la preocupación de los participantes en el mercado respecto a los riesgos financieros asociados a las tensiones surgidas en el mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo, que impulsaron una reevaluación más amplia de los riesgos de crédito e incrementaron la aversión al riesgo. En la zona del euro, más que reflejar revisiones de las perspectivas de elevados beneficios empresariales, la caída de los precios de las acciones pareció ser, en su mayor parte, resultado del aumento de las primas de riesgo exigidas por los inversores por mantener acciones. La volatilidad implícita creció notablemente en los principales mercados de renta variable en el período analizado.

Las turbulencias de los mercados financieros afectaron de forma significativa a los precios de las acciones, que han sufrido, en general, fuertes caídas en la mayor parte de los principales mercados en los tres últimos meses (véase gráfico 24). En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, bajaron un 7% entre finales de mayo y el 5 de septiembre. En Estados Unidos, las cotizaciones, medidas por el índice Standard & Poor's 500, perdieron un 4%. Así, a primeros de septiembre, los precios de las acciones se situaban en ambas economías en niveles muy próximos a los registrados al principio del año. En Japón, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, cayeron casi un 10% en el período examinado.

La incertidumbre de los mercados de renta variable a corto plazo, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, creció sensiblemente en los principales mercados, como consecuencia de la tormenta financiera (véase gráfico 25). El mayor grado de incertidumbre de los merca-

Gráfico 24 Índices bursátiles

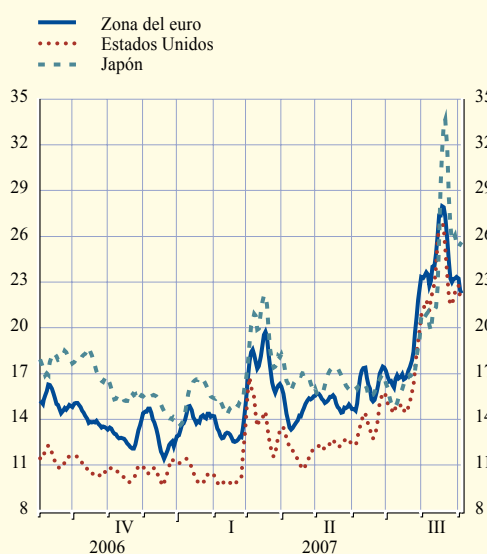
(índice: 1 septiembre 2006 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 25 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

dos de renta variable coincidió con un brusco repunte de los diferenciales de renta fija privada, especialmente en el caso de las empresas con una calificación más baja, tras un extenso período en el que estos diferenciales se habían mantenido en niveles históricamente reducidos. La evolución de estos dos indicadores sugiere que los inversores cambiaron radicalmente de actitud ante los riesgos en el período de referencia. En este contexto, las primas de riesgo de las acciones han debido de aumentar considerablemente en los últimos meses, impulsando, en gran medida, la caída de las cotizaciones bursátiles.

En Estados Unidos, la reciente caída de las cotizaciones bursátiles ha sido más pronunciada que en los dos breves episodios de presión vendedora registrados en febrero/marzo y junio del presente año. Al igual que en el primero de estos episodios, las recientes turbulencias de los mercados financieros fueron originadas por la crisis del mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo (véase sección 2.4). Sin embargo, esta vez quedó claro que las instituciones financieras, en particular, sufrirían mayores pérdidas de lo esperado, como consecuencia de su exposición al riesgo de este segmento del mercado. Con todo, existía un alto grado de incertidumbre respecto a la magnitud final y a la distribución de estas pérdidas, debido, en parte, a la opacidad de los vehículos de inversión en valores garantizados por hipotecas de alto riesgo. El resultante incremento general de la aversión al riesgo y de las primas de riesgo de las acciones afectó a todos los sectores de los mercados bursátiles, y a los mercados exteriores, observándose la mayor caída de las cotizaciones en el sector financiero estadounidense (un 12% entre finales de mayo y el 5 de septiembre).

Al mismo tiempo, se mantuvieron elevadas perspectivas de beneficios efectivos y esperados de las empresas estadounidenses, lo que, unido al menor rendimiento de los bonos, contribuyó probablemente

a moderar el descenso generalizado de los precios de las acciones en el período considerado. Los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 crecieron un 11% en los doce meses transcurridos hasta agosto, 2 puntos porcentuales por debajo de la tasa de crecimiento interanual observada en mayo. Las expectativas de los analistas, formuladas en agosto, respecto al crecimiento de los beneficios por acción en los próximos doce meses se situaron también en el 11% (véase gráfico 26), casi 2 puntos porcentuales por encima de la cifra de mayo, lo que podría indicar que, en el momento en que respondieron a la encuesta, los analistas se basaban todavía en el supuesto de que la economía en su conjunto resistiría a la tormenta financiera³.

Reflejando la tendencia de los mercados internacionales, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro han caído también de forma acusada en los tres últimos meses, al verse sometidas a intensas presiones, cuando quedó claro que no sólo los inversores estadounidenses sino también las instituciones financieras de la zona del euro estaban fuertemente expuestas a los riesgos derivados de las inversiones en los mercados estadounidenses de créditos de alto riesgo. La incertidumbre general y la aversión al riesgo resultantes de esta situación indujeron a los inversores a exigir primas de riesgo más altas para las acciones de la zona del euro. A mediados de agosto, el índice Dow Jones EURO STOXX bajó en torno a un 8% respecto a finales de mayo. Posteriormente, el índice recuperó parte de este descenso, pese a la persistencia de la elevada incertidumbre de los mercados de renta variable.

Los beneficios efectivos y esperados de las empresas cotizadas de la zona del euro se mantuvieron en niveles altos, suavizando la caída de los precios de las acciones. En agosto, los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX siguieron registrando una elevada tasa de crecimiento interanual, del 16%, aunque con un ligero descenso con respecto al 18% de mayo. También en agosto, los analistas situaban el crecimiento de los beneficios esperados en una tasa cercana al 10% en los próximos doce meses y en torno al 8% en los próximos tres a cinco años. En ambos casos, estas cifras suponen una ligera revisión al alza del crecimiento de los beneficios esperados, en relación con los datos de hace tres meses. A su vez, ello indica que, pese a la tormenta financiera, los analistas siguen esperando que los beneficios del conjunto de empresas cotizadas de la zona del euro experimenten en los próximos años un intenso crecimiento, muy superior a la tasa prevista de crecimiento nominal del PIB de la zona del euro. Esta persistente disociación podría explicarse, en parte, por la sostenida pujanza de la economía mundial, que tiende a favorecer a las empresas multinacionales (véase recuadro 5). Además, al producir un favorable efecto de descuento, el descenso del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro en todos los plazos contribuyó probablemente también a mitigar la caída generalizada de los precios de las acciones.

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

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
 Notas: Crecimiento esperado de los beneficios del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.
 1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios a doce meses vista (tasas de crecimiento interanual).
 2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios de tres a cinco años vista (tasas de crecimiento interanual).

3 Los datos de beneficios por acción efectivos y esperados proceden de Thomson Financial I/B/E/S.

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

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

	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Tele-comunicaciones	Agua, gas, electric.	EURO STOXX
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	6,9	6,2	12,1	6,6	32,2	2,9	11,8	5,5	6,3	9,4	100,0
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2006 II	-1,2	-3,0	-7,5	-3,9	-7,1	-2,1	-5,4	-9,7	-5,8	-2,4	-5,6
2006 III	8,7	7,8	8,8	0,6	10,5	-2,2	4,4	-0,4	6,0	11,9	7,4
2006 IV	12,4	4,7	7,3	7,8	6,1	-0,2	11,7	3,3	11,8	9,4	7,5
2007 I	10,1	7,5	9,5	-2,5	1,9	-3,1	7,7	-0,3	-2,4	2,1	3,4
2007 II	12,6	0,9	8,8	13,4	1,6	-1,5	12,1	13,7	2,4	9,4	6,3
Julio	-3,0	-3,0	-2,8	-3,2	-4,5	-1,0	-6,4	-1,5	-1,8	-4,5	-3,8
Agosto	1,0	-0,5	-1,3	-3,7	-3,2	-1,0	-2,7	4,7	5,9	3,2	-0,9
31 may - 5 sep	0,3	-8,1	-3,8	-2,8	-11,4	-11,7	-9,0	5,6	-1,4	-5,9	-6,8

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

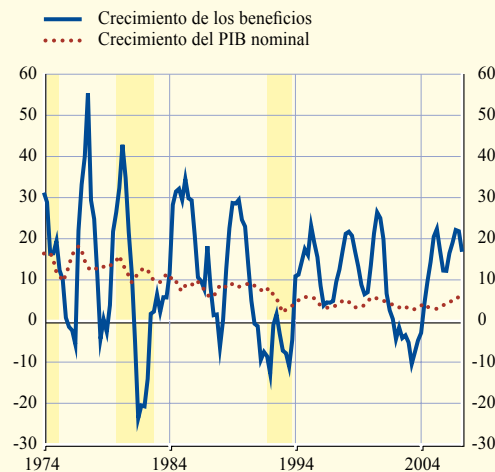
Por lo que se refiere a la evolución por sectores de los índices bursátiles de la zona del euro, las cotizaciones bajaron de forma relativamente pronunciada en la mayor parte de los sectores económicos en el período examinado (véase cuadro 3). Entre los sectores que registraron malos resultados en el índice Dow Jones EURO STOXX amplio en los tres últimos meses figuran los sectores financiero y sanitario, que perdieron ambos de torno a un 11% entre finales de mayo y primeros de septiembre. Al igual que en Estados Unidos, los malos resultados del sector financiero reflejan el hecho de que las turbulencias de los mercados de crédito afectaron negativamente a la percepción de los participantes en el mercado respecto a la solvencia de las instituciones financieras de la zona del euro, muchas de las cuales resultaron presentar una exposición relativamente elevada, derivada de activos ligados a hipotecas de alto riesgo del mercado estadounidense.

Recuadro 5**LA RELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS Y EL CRECIMIENTO DEL PRODUCTO EN EL CONJUNTO DE LA ECONOMÍA**

Desde el mínimo registrado en el 2003 y hasta el reciente episodio de agitación, los precios de las acciones habían mantenido, por lo general, una tendencia alcista en la mayor parte de las principales bolsas de valores. El determinante básico de la evolución favorable de los mercados bursátiles durante este período ha sido una rentabilidad muy elevada de las grandes empresas que suelen formar parte de los índices bursátiles de referencia. En este sentido, los beneficios de las empresas cotizadas en la zona del euro y en Estados Unidos han registrado a partir del 2003 ritmos de avance muy superiores a las tasas de crecimiento económico de sus respectivas áreas, con el resultado, entre otros efectos, de un notable aumento de la participación de los beneficios en el PIB. Como a largo plazo es previsible una evolución aproximadamente paralela de los beneficios empresariales y de la actividad económica agregada, algunos analistas han alertado de que el reciente desajuste entre ambas variables podría no ser sostenible. El presente recuadro examina empíricamente la relación entre los beneficios nominales de las empresas cotizadas y el crecimiento nominal de la zona del euro y de Estados Unidos durante períodos de tiempo relativamente amplios. Asimismo, muestra que las diferencias contables y las medidas adoptadas por determinadas empresas podrían ocasionar desviaciones entre los dos indicadores tanto a corto como a largo plazo.

Gráfico A Crecimiento de los beneficios y del PIB nominal en la zona del euro

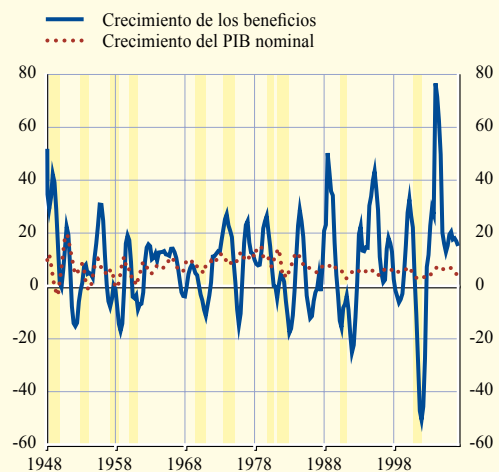
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Las áreas sombreadas indican recesiones conforme a la definición del Centre for Economic Policy Research.

Gráfico B Crecimiento de los beneficios y del PIB nominal en Estados Unidos

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of St. Louis, página web de Robert Shiller: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/>, Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Cifras de beneficios tomadas de la base de datos de Robert Shiller hasta el cuarto trimestre del 2006. A partir de I 2007 se utilizan los beneficios del índice de mercado total de Thomson Financial Datastream. Las áreas sombreadas indican recesiones conforme a la definición del National Bureau of Economic Research.

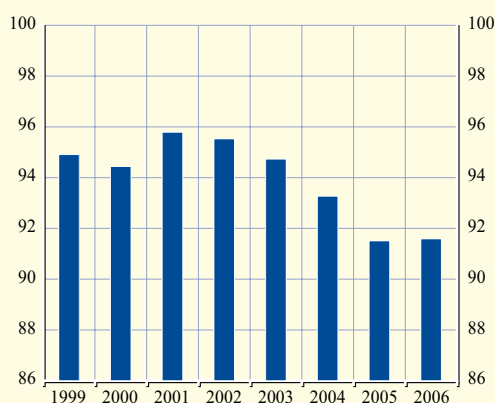
El origen de los beneficios de las empresas cotizadas refleja, en cierta medida, la composición del PIB¹. En primer lugar, el consumo de los hogares y del sector público constituye la base de los resultados de numerosas empresas. En segundo lugar, parte de los beneficios empresariales reflejan la producción y la venta de bienes de capital². En tercer lugar, dado el creciente proceso de globalización y el hecho de que las grandes empresas suelen ser compañías multinacionales, los beneficios de éstas dependen en gran medida de los resultados generados en el exterior, incorporados en parte al PIB a través de la rúbrica de demanda exterior neta. Dados los puntos en común existentes entre los beneficios de las empresas cotizadas en los mercados bursátiles y el PIB, cabría esperar que ambas variables compartieran una tendencia semejante de crecimiento a largo plazo. Con el fin de examinar la solidez de esta relación, los gráficos A y B presentan las tasas de crecimiento nominal de los beneficios y del PIB durante amplios períodos de tiempo en la zona del euro y en Estados Unidos.

De estos gráficos cabe extraer tres ideas interesantes. Primera, durante los períodos muestrales analizados, tanto el crecimiento nominal de los beneficios como el del PIB parecen fluctuar en torno a tendencias de largo plazo en ambas zonas³. Segunda, los beneficios de las empresas cotizadas, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, han registrado una brusca desaceleración durante las recesiones registradas en sus respectivas economías, si bien las tasas de crecimiento de los beneficios presentan una

1 Los beneficios empresariales también pueden calcularse directamente a partir de la Contabilidad Nacional. El excedente bruto de explotación es el indicador más utilizado para medir los beneficios empresariales de la economía en términos absolutos. Esta variable se define como el PIB menos la remuneración de asalariados y menos los impuestos (netos de subvenciones) sobre la producción. Para un análisis más detallado, véase el artículo «Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro» en el Boletín Mensual de enero del 2004.
2 Véase Lequiller, F. y D. Blades, «Understanding National Accounts», OCDE 2006.
3 Durante el período muestral 1974-2005, las tasas medias de crecimiento nominal del PIB y de los beneficios en la zona del euro fueron del 8% y del 10%, respectivamente. En el caso de Estados Unidos y durante el período muestral 1948-2006, esas tasas medias fueron del 7% y del 8,5%, respectivamente.

Gráfico C Gastos de explotación sobre ventas netas de las empresas cotizadas de la zona del euro

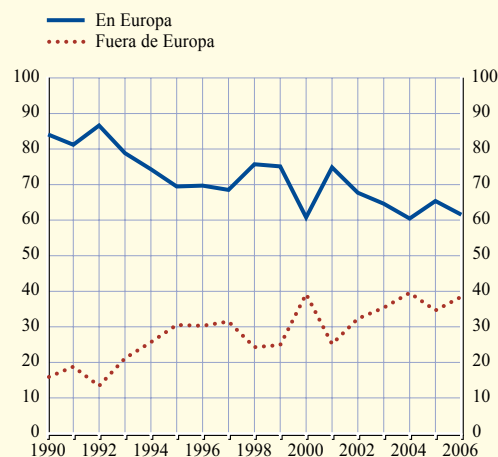
(datos anuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Cálculos basados en datos agregados de los estados financieros anuales de sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro.

Gráfico D Beneficios de las empresas de la zona del euro generados dentro y fuera de Europa

(en porcentaje; datos anuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Los beneficios de explotación de las empresas incluidas en el índice EURO STOXX 50 se clasifican con arreglo a la descomposición geográfica comunicada a Thomson Financial Datastream.

evolución mucho más volátil que las tasas de crecimiento del PIB. Tercera, en ninguna de las dos orillas del Atlántico resulta extraña, desde una perspectiva histórica, la magnitud del diferencial positivo observado en los últimos años entre los ritmos de crecimiento de los beneficios y del PIB.

Existen varios motivos que podrían explicar el crecimiento de ambos indicadores a tasas dispares durante largos períodos de tiempo. En primer lugar, el conjunto de empresas incluido en la mayoría de los índices bursátiles no permanece constante a lo largo del tiempo. A este respecto, el principal criterio de inclusión de las empresas en los índices bursátiles suele basarse en su capitalización de mercado (medida como la cotización bursátil de la empresa multiplicada por el número de acciones en circulación). Así pues, los proveedores de los índices bursátiles introducen en ellos ajustes periódicos, con el fin de incluir solamente las mayores compañías en términos de capitalización de mercado. Sin embargo, esos ajustes provocan un sesgo al alza de los beneficios agregados calculados a partir de dichos índices, al incluir éstos únicamente aquellas empresas con éxito suficiente para haber sobrevivido. En cambio, en el PIB no existe este «sesgo de supervivencia», al recoger la evolución del conjunto de la economía.

En segundo lugar, como consecuencia de los procesos de reestructuración empresarial acometidos tras la conclusión, en los primeros años de esta década, de la etapa de auge del sector de las TI, es probable que las medidas encaminadas a rebajar costes, como el recorte de plantillas, la eliminación de los excesos de capacidad y la reducción de existencias, hayan contribuido notablemente al reciente desajuste observado a ambos lados del Atlántico entre el crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas y el crecimiento del PIB. No obstante, como estas medidas puntuales sólo suelen estimular los beneficios de forma temporal, sus efectos deberían ser, por naturaleza, transitorios. Entre el 2001 y el 2005, la ratio de gastos de explotación sobre ventas de las empresas de la zona del euro disminuyó a un ritmo relativamente rápido, lo que evidencia una cierta mejora durante esos años de la eficiencia en términos de costes (véase gráfico C).

En tercer lugar, las empresas de las economías más maduras suelen tener un mayor componente multinacional, lo que podría difuminar la relación entre los beneficios y el PIB. En este contexto, es importante señalar que el cálculo del PIB utiliza el criterio de la contabilidad nacional, es decir, recoge únicamente los beneficios de explotación de las empresas que desarrollan su actividad en el territorio económico nacional y, por tanto, no incluye los beneficios de filiales de multinacionales en el extranjero. Sin embargo, el detalle por áreas geográficas de las cifras estimadas de beneficios de las mayores empresas cotizadas de la zona del euro sugiere que los resultados obtenidos en el exterior han venido cobrando importancia en los últimos 15 años, aproximadamente. En este sentido, los resultados de explotación de las mayores empresas cotizadas de la zona del euro generados fuera de los países europeos representaron cerca del 40% de los beneficios totales en el 2006, frente a un 15% durante los primeros años de la década de los noventa (véase gráfico D). En consecuencia, es probable que la fuerte dinámica de crecimiento económico en ciertas áreas geográficas ajenas a Europa (especialmente en Asia, excluido Japón, India, y América Latina) haya contribuido a un ritmo de avance de los beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro superior al crecimiento del PIB de la zona⁴.

En resumen, las tasas de crecimiento de los beneficios agregados de las empresas cotizadas y del PIB, una vez analizados a lo largo de horizontes de tiempo dilatados, parecen compartir tendencias similares. Dado que la amplitud de los ciclos de crecimiento de los beneficios suele ser mucho mayor que la de los ciclos de crecimiento del PIB, no resulta extraño el elevado diferencial de crecimiento de los beneficios recientemente observado en la zona del euro y en Estados Unidos. En el caso de la zona del euro, si bien es probable una desaceleración del crecimiento de los beneficios a partir de las altas tasas de dos dígitos observadas en los últimos años, también es previsible que, al menos a corto plazo, aquél se mantenga por encima de la tasa de crecimiento del PIB, debido en particular a los fuertes ritmos de avance de los resultados procedentes del exterior, en un entorno de intenso crecimiento económico mundial.

4 Del mismo modo, las estimaciones realizadas por Bruegel sugieren que, de forma progresiva, el conjunto de Europa, y no tanto un determinado país de la zona, constituye el mercado interno de las 100 mayores empresas europeas cotizadas. Los ingresos de las empresas (en proporción sobre los ingresos totales) obtenidos en la zona donde se ubica la sede principal de la compañía han descendido desde un 50% en 1997 hasta alrededor de un 37% en el 2005. Véase el número 2006/04 de Bruegel Policy Brief, titulado «Farewell national champions».

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

En el segundo trimestre del 2007, las condiciones de financiación del sector de sociedades no financieras de la zona del euro continuaron siendo favorables, y la rentabilidad se mantuvo en niveles elevados. Las sociedades no financieras siguieron recurriendo ampliamente a la financiación mediante deuda, a pesar del aumento del coste real de la financiación externa, principalmente en forma de préstamos de las IFM. En consecuencia, la deuda en relación con el PIB de este sector volvió a incrementarse durante el período de referencia. Todavía está por ver hasta qué punto puede causar la evolución reciente de los mercados financieros un impacto duradero sobre las condiciones de financiación del sector empresarial de la zona del euro.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

En el segundo trimestre del 2007, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de distintas fuentes de financiación a partir de sus respectivos saldos vivos (corregidos de efectos de valoración)— se incrementó gradualmente (véase gráfico 27), pero se mantuvo por debajo de los niveles alcanzados en la anterior fase

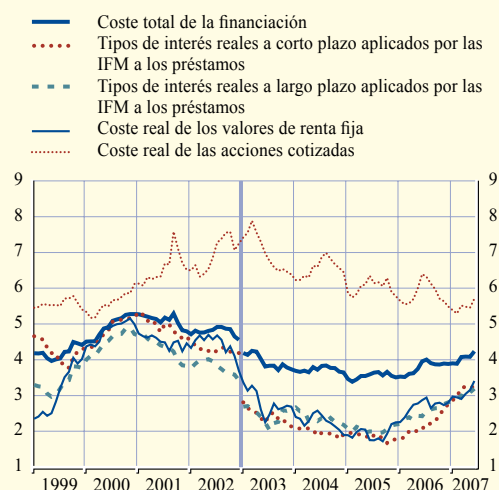
expansiva⁴. El coste real de los préstamos bancarios continuó incrementándose, una trayectoria acorde con las subidas de los tipos de interés de mercado y de los costes de financiación mediante valores de renta fija. El coste real de las acciones cotizadas para las sociedades no financieras registró un ascenso en el segundo trimestre, debido, en gran parte, a la caída de las cotizaciones bursátiles durante ese período. Más recientemente, en julio y agosto, las fluctuaciones observadas en los mercados financieros también han estado asociadas al aumento del coste de la financiación mediante valores de renta fija, a pesar del descenso de los tipos de interés a largo plazo. En general, las recientes perturbaciones en los mercados de crédito han reforzado la tendencia hacia un endurecimiento de las condiciones de financiación iniciada en diciembre del 2005.

Continuando con la tendencia observada en trimestres anteriores, el coste real de la financiación bancaria aumentó de nuevo en el segundo trimestre del 2007. En general, los incrementos registrados en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito fueron ligeramente inferiores a los observados en los tipos de mercado con períodos similares de fijación del tipo de interés, reflejando la trayectoria reciente de la pendiente de la curva de rendimientos (véase también sección 2.4). En particular, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras sin fijación del tipo y período inicial de fijación hasta un año se elevaron unos 20 puntos básicos entre marzo del 2007 y junio del 2007, ligeramente por debajo del ascenso registrado por los tipos de interés del mercado monetario en ese mismo período (véase cuadro 4). Desde septiembre del 2005, cuando los tipos del mercado monetario comenzaron a aumentar, los tipos a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a las sociedades no financieras se han incrementado de 170 a 190 puntos básicos, aproximadamente, casi igualando el alza de 200 puntos básicos del tipo a tres meses del mercado monetario correspondiente. En cambio, en el segundo trimestre del 2007, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las citadas entidades a este sector registraron un ascenso de 15 a 31 puntos básicos, aproximadamente, mientras que los tipos de interés a largo plazo de mercado correspondientes se elevaron 63 puntos básicos. Entre septiembre del 2005 y junio del 2007, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años se incrementaron de 90 a 130 puntos básicos, aproximadamente, en comparación con un aumento de 150 puntos básicos del rendimiento de la deuda pública a cinco años.

En general, en el segundo trimestre del 2007, los diferenciales de los préstamos a corto plazo otorgados a las sociedades no financieras primero se estrecharon y luego se ampliaron ligeramente finalizando el período de referencia en aproximadamente el mismo nivel que en marzo del 2007, mientras que los di-

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

(en porcentaje)



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

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

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

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

(en porcentaje; en puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta julio 2007 ²⁾		
	2006 II	2006 III	2007 IV	2007 I	2007 Jun	2007 Jul	2007 Ene	2007 Abr	2007 Jun
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	5,52	5,76	5,90	6,12	6,18	6,31	41	18	13
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	4,58	4,91	5,16	5,37	5,53	5,59	43	22	6
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,45	4,60	4,65	4,86	5,00	5,08	44	23	9
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	3,85	4,23	4,46	4,70	4,88	4,90	44	20	2
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,48	4,46	4,71	4,88	5,17	5,18	46	30	1
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	3,10	3,50	3,75	3,98	4,15	4,22	46	24	7
Rendimiento de la deuda pública a dos años	3,58	3,69	3,94	4,11	4,45	4,48	54	37	3
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,84	3,77	4,02	4,15	4,57	4,55	54	40	-2

Fuente: BCE.

1) Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, comprendido entre enero y noviembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media de las nuevas operaciones en el 2003. Para más información, véase el recuadro 3, titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel de agregación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto del 2004.

2) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

ferenciales de los préstamos a largo plazo se mantuvieron ligeramente por debajo de los niveles alcanzados en el primer trimestre. Aunque se han observado señales de una transmisión retardada y posiblemente incompleta de los tipos de mercado a los tipos a más largo plazo aplicados a los préstamos, el proceso de transmisión de los tipos de interés bancarios en el actual período de progresivo alejamiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria parece ser similar, en líneas generales, al observado en períodos anteriores.

Si se tienen en cuenta los recientes acontecimientos en los mercados financieros y la revaloración general de los riesgos, no puede excluirse la posibilidad de que se produzca un impacto negativo sobre las condiciones de los préstamos bancarios y, de corto a medio plazo, sobre el acceso al crédito para el sector privado no financiero. Según datos preliminares de mercado de Dealogic Loanware, los márgenes de los préstamos sindicados aumentaron considerablemente en julio y agosto del 2007 hasta alcanzar su nivel más elevado en dos años, mientras que el número de operaciones con préstamos sindicados finalizadas se redujo de forma significativa en agosto, lo que sugiere que es posible que las entidades de crédito empiecen a aplicar políticas más restrictivas tanto en lo que respecta al precio como, en particular, a la concesión de préstamos. Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2007, relativa al segundo trimestre de este año, es decir, antes de las turbulencias en los mercados financieros, las entidades participantes continuaron señalando que, en general, los criterios de aprobación de los préstamos y líneas de crédito se habían relajado. Sin embargo, las expectativas para el tercer trimestre del 2007 ya sugerían que era probable que las entidades endurezcan las condiciones de aprobación, como consecuencia de la aparición de preocupaciones acerca de las condiciones en los mercados internacionales de crédito.

En cuanto a la evolución de la financiación mediante valores de renta fija, el coste real de la financiación mediante este tipo de valores de las sociedades no financieras continuó aumentando en el segundo trimestre del 2007, alcanzando niveles no registrados desde principios del 2003. Al mismo tiempo, los diferenciales de los valores de renta fija privada prácticamente no se modificaron en el segundo trimes-

tre (véase gráfico 28). Cuando las perturbaciones financieras pasaron a ser más generalizadas en julio y agosto del 2007, se ampliaron los diferenciales de crédito de una amplia gama de instrumentos financieros, particularmente los de los valores emitidos por los intermediarios financieros y los de los créditos a empresas con un nivel de riesgo más elevado, pero permanecieron bastante por debajo de los máximos observados en años anteriores, en particular en el 2002.

El coste real de las acciones para las sociedades no financieras se redujo a principios del segundo trimestre del 2007, pero aumentó ligeramente en junio, y continuó incrementándose en julio y agosto, hasta situarse en un nivel similar al observado a finales del tercer trimestre del 2006. Esta evolución se debe, en gran medida, a las variaciones registradas en los precios de las acciones en ese período, que fueron acompañadas por una creciente volatilidad implícita de los citados precios en ese período. En consecuencia, aunque el coste real de las acciones continuó siendo sustancialmente más elevado que el de la financiación mediante deuda, la brecha entre los dos disminuyó levemente durante el período de referencia.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

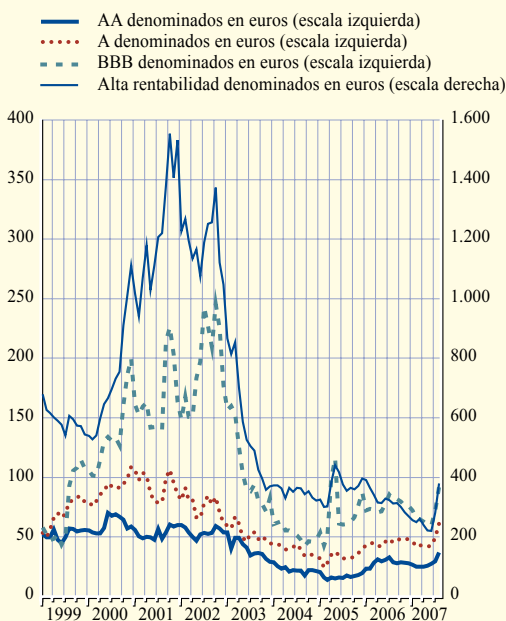
A partir de datos agregados de los estados financieros de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro, la rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona —medida en términos del resultado neto en relación con las ventas netas— continuó aumentando en el segundo trimestre del 2007. Este incremento general refleja la elevada rentabilidad del sector manufacturero, así como pronunciados aumentos en los sectores de transporte y de comunicaciones, mientras que la ratio de beneficios de la construcción se recuperó de la caída registrada en el primer trimestre. Las ratios de beneficios del comercio mayorista y minorista permanecieron por debajo de la media del sector de sociedades no financieras en su conjunto (véase gráfico 29).

Las medidas de la rentabilidad basadas en los mercados bursátiles, como el crecimiento efectivo y esperado de los beneficios empresariales por acción, que incluyen datos hasta agosto del 2007, indican que el crecimiento de la rentabilidad de grandes empresas cotizadas fue relativamente resistente a las recientes turbulencias financieras (véase gráfico 26). Los beneficios efectivos por acción prácticamente no se modificaron y se mantuvieron en un nivel elevado en el segundo trimestre del 2007 y, tras haber descendido en julio, se recuperaron de nuevo a finales de agosto. A largo plazo, se espera que el crecimiento de los beneficios se reduzca ligeramente, lo que puede apuntar a cierta normalización, tras una evolución particularmente sólida en los últimos años.

Además de aprovechar la abundante disponibilidad de fondos internos, las sociedades no financieras continuaron recurriendo con intensidad a la financiación externa en el segundo trimestre del 2007 (véase gráfico 30). La tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de este sector se incre-

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

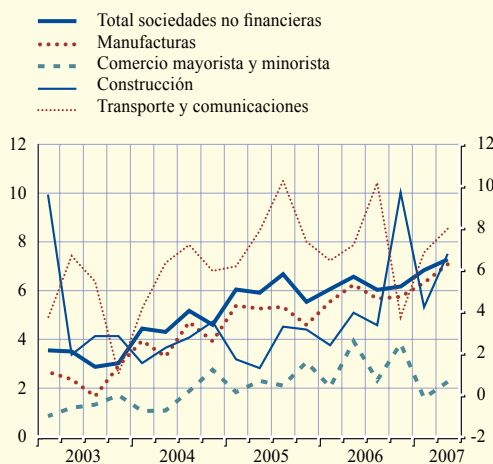
(en puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
 Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

Gráfico 29 Ratios de beneficios de sociedades no financieras cotizada

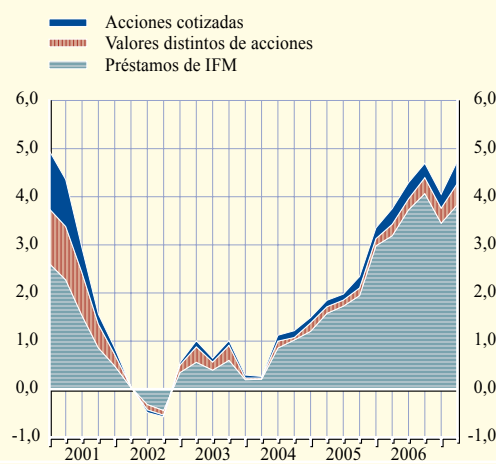
(resultado neto en relación con las ventas netas; datos trimestrales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

mentó hasta el 4,8%, desde el 4,1% del segundo trimestre del 2007. Esta evolución estuvo determinada, fundamentalmente, por el aumento de la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM, mientras que la contribución de los valores distintos de acciones y de las acciones cotizadas emitidas por las citadas sociedades siguió siendo moderada, aunque aumentó ligeramente.

Después de descender a comienzos del 2007, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras aumentó de nuevo, situándose en el 13,3% a finales del segundo trimestre del 2007 (véase cuadro 5), y continuó incrementándose, hasta el 13,6% en julio, alcanzando los niveles más elevados registrados desde enero del 2000. Esto se debió a la expansión del crecimiento interanual de los préstamos y créditos a corto y a medio plazo a estas sociedades. En particular, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a corto plazo registró un ascenso en el segundo trimestre del 2007 (en comparación con el trimestre precedente), hasta situarse en el 11,3% en junio del 2007, antes de llegar al 11,5% en julio, mientras que la de los préstamos a largo plazo (a más de cinco años) de las IFM no registró variaciones, en el 12,1% en el segundo trimestre del 2007, y en julio aumentó hasta el 12,8%.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras, que continuó siendo más moderada que la de los préstamos, se elevó en el segundo trimestre, y en junio del 2007 se situaba en el 8,8%, en comparación con el 6,5% de marzo del 2007. Este acusado aumento se debió, principalmente, a la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, cuya tasa de crecimiento más que se duplicó entre el primer y el segundo trimestre del 2007, junto con la emisión de este tipo de valores a largo plazo, que se mantuvo elevada, especialmente los emitidos a tipo de interés variable. En el segundo trimestre del 2007, la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias, incluidas las entidades de propósito especial, continuó en niveles altos, y en junio se situó en torno al 27,4%, desde el 29,7% de marzo. Parte de esta actividad emisora puede estar relacionada con vehículos de

financiación creados directamente por grandes sociedades no financieras. No obstante, es probable que la mayor parte de esta actividad esté asociada a las operaciones de titulización de las entidades de crédito y los fondos de capital inversión y a las actividades fuera de balance de las entidades de crédito.

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se incrementó ligeramente, hasta el 1,3%, a finales del segundo trimestre del 2007, como consecuencia del aumento de las emisiones brutas. Es probable que la persistencia del moderado crecimiento de la emisión de acciones esté relacionada con el coste de emisión de este tipo de valores, todavía elevado, así como con las numerosas operaciones de recompra de acciones, con el hecho de que la rentabilidad empresarial sigue siendo elevada y con las actividades de privatización de empresas, en particular a través de operaciones de recompra con apalancamiento financiero. A partir de datos disponibles de las cuentas trimestrales por sectores de la zona del euro, la tasa de crecimiento de las acciones no cotizadas (que representan algo más del 60% de las acciones, excluidos los fondos de inversión) fue del 2,5% en el primer trimestre del 2007.

La vigorosa evolución de los beneficios y el fuerte crecimiento de los préstamos observados en los últimos años han proporcionado fondos en abundancia a las sociedades no financieras de la zona del euro para canalizarlos hacia actividades de carácter tanto financiero como no financiero. En la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2007, las entidades participantes señalaron que la demanda percibida de préstamos a empresas estaba siendo impulsada de manera creciente por las operaciones de fusión y adquisición y por las reestructuraciones empresariales, así como por la necesidad de financiar la inver-

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

(variaciones porcentuales; fin de trimestre)

	Tasas de crecimiento interanual					
	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 Julio
Préstamos de IFM	11,4	12,8	13,1	12,6	13,3	13,6
Hasta un año	8,0	10,3	9,7	9,9	11,3	11,5
De uno a cinco años	17,4	20,4	20,8	18,7	19,8	19,3
Más de cinco años	11,4	11,6	12,5	12,1	12,1	12,8
Valores distintos de acciones	4,5	4,3	6,0	6,5	8,8	-
A corto plazo	-4,5	-3,3	3,7	7,9	18,6	-
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	6,4	5,7	6,4	6,2	7,0	-
A tipo fijo	1,3	1,5	3,1	4,3	5,0	-
A tipo variable	30,9	27,9	25,3	20,3	18,8	-
Acciones cotizadas	1,0	1,0	0,8	0,9	1,3	-
Pro memoria²⁾						
Total financiación	6,4	6,1	6,4	5,1	3,2	-
Préstamos a sociedades no financieras	10,2	10,7	10,9	8,3	4,8	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	4,0	3,9	3,9	2,9	2,0	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

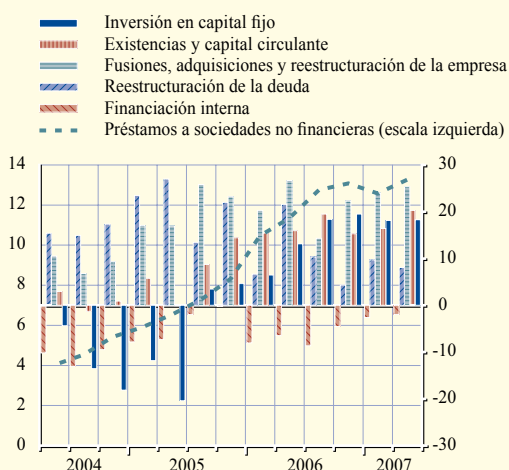
1) La suma de los valores distintos de acciones a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores distintos de acciones a largo plazo, porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

2) Datos procedentes de las cuentas trimestrales europeas por sectores. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros. Los préstamos a las sociedades no financieras comprenden los préstamos concedidos por las IFM y otras instituciones financieras. Las tasas correspondientes al último trimestre se han estimado utilizando datos que se recogen en las estadísticas monetarias y bancarias y en las estadísticas de emisiones de valores.

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

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

(tasas de variación interanual; en porcentaje neto)



Fuente: BCE.

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

Gráfico 32 Inversión financiera de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

1) Incluye préstamos, otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros.

sión en capital fijo, existencias y capital circulante (véase gráfico 31). Además, según datos disponibles recientemente de las cuentas trimestrales integradas por sectores de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total por parte de las sociedades no financieras de la zona prácticamente no registró variaciones y fue del 6,4% en el primer trimestre del 2007 (véanse gráfico 32 y sección 2.2), aunque permaneció en niveles relativamente elevados. En el primer trimestre del 2007, los principales factores determinantes de la evolución de la inversión financiera total por parte de las sociedades no financieras fueron la inversión en acciones y otras participaciones, seguida de la inversión en préstamos (que incluye los préstamos entre empresas relacionadas) y otras cuentas pendientes de cobro, así como la inversión en efectivo y depósitos.

POSICIÓN FINANCIERA

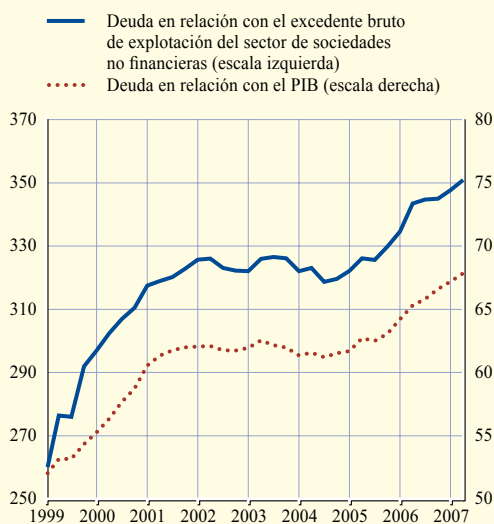
Según datos disponibles de las cuentas financieras trimestrales por sectores de la zona del euro, el considerable recurso a la financiación mediante deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona se ha traducido en un nuevo aumento del endeudamiento total en relación con el PIB de este sector, que se incrementó hasta el 68% en el segundo trimestre del 2007 (véase gráfico 33). Tras un período de consolidación, desde mediados del 2005, las ratios de endeudamiento de estas sociedades han sido más elevadas que las registradas en el máximo anterior de mediados del 2003, que siguió a un pronunciado aumento del endeudamiento en la segunda mitad de la década de los noventa. El endeudamiento también experimentó un ligero ascenso en porcentaje de los excedentes brutos de explotación en el segundo trimestre del 2007. Estas crecientes ratios de endeudamiento han provocado aumentos considerables de la carga de intereses de las sociedades no financieras en el 2006 y principios del 2007, como quedó reflejado tanto en las subidas de los tipos de interés como en el acusado crecimiento de los préstamos. No obstante, la brecha de financiación de las sociedades no financieras (básicamente, la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital fijo) se mantuvo relativamente reducida en el primer trimestre del 2007.

La deuda en relación con los activos financieros ha registrado una tendencia a la baja desde el 2002, debido, fundamentalmente, a la intensa acumulación de activos financieros por parte de las sociedades no financieras, pero también al aumento del valor de los activos consecuencia de la favorable evolución de los mercados financieros (véase también el recuadro 6, titulado «Evolución reciente de los ratios de apalancamiento de las sociedades no financieras»).

En general, la elevada tasa de crecimiento de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras, particularmente mediante préstamos concedidos por las IFM, indica que, hasta hace poco, las empresas de la zona del euro han seguido accediendo con relativa facilidad a la financiación. A pesar del reciente repunte de los ratios de endeudamiento y de los pagos netos por intereses, el impacto de las recientes perturbaciones sobre las condiciones de financiación del sector empresas de la zona del euro puede seguir siendo limitado, en un entorno de elevada rentabilidad y de unas condiciones de financiación todavía favorables. Sin embargo, es demasiado pronto para confirmar si la actitud de las entidades de crédito en lo que respecta a la concesión de créditos puede verse afectada por la evolución reciente.

Gráfico 33 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

Recuadro 6

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS RATIOS DE APALANCAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

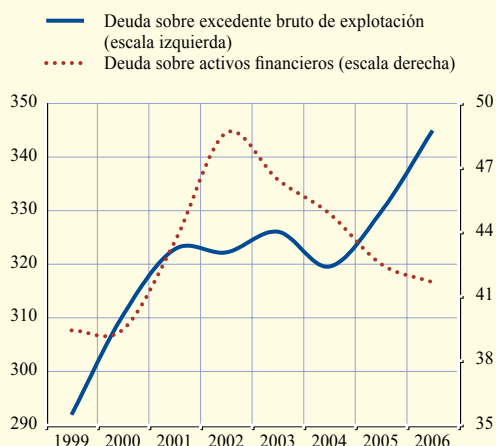
Durante los últimos años, los indicadores de endeudamiento, como los ratios de deuda sobre el PIB o sobre el excedente bruto de explotación (véase gráfico 33), de las sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro han tendido a aumentar, sugiriendo un creciente endeudamiento. El presente recuadro analiza si el aumento de estas ratios ha ido acompañado de un incremento paralelo de los activos de las SNF, lo que podría indicar una acumulación de deuda concomitante con mayores volúmenes de inversión y/o con valoraciones más favorables de los balances de situación empresariales.

La única información disponible sobre los activos del conjunto del sector de SNF, recogida en las Cuentas de la Zona del Euro¹, se refiere a los activos financieros. Aunque la ratio de deuda sobre el excedente bruto de explotación permaneció básicamente estable en el 2003 y el 2004 y creció con fuerza durante los dos años siguientes, la ratio de deuda sobre activos financieros ha mantenido una tendencia a la baja desde el 2002 (véase gráfico A). Esta evolución contrasta con los perfiles observados en la primera parte de la década, cuando ambas ratios se movieron prácticamente en paralelo.

¹ En el primer trimestre del 2007, la composición de los activos financieros de las SNF era la siguiente: préstamos (35%), acciones y otras participaciones (24%), valores distintos de acciones (22%), efectivo y depósitos (12%) y otros –principalmente otras cuentas pendientes de cobro– (7%).

Gráfico A Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras

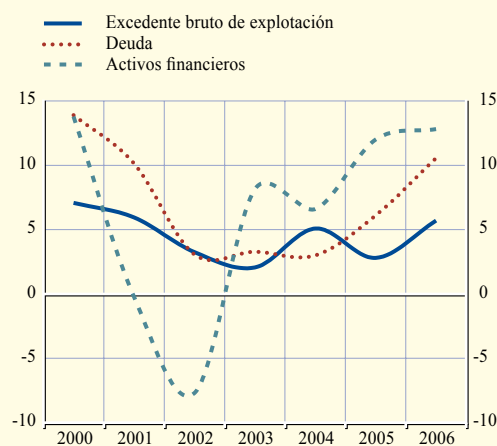
(en porcentaje)



Fuentes: Cuentas de la Zona del Euro y cálculos del BCE.

Gráfico B Crecimiento de la deuda, de los activos financieros y del excedente bruto de explotación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Cuentas de la Zona del Euro y cálculos del BCE.

Evidentemente, el cambio en la trayectoria de ambas ratios en el período más reciente se ha producido como consecuencia de la dispar evolución del crecimiento de los beneficios, por un lado, y del crecimiento de los activos financieros, por otro. A partir del 2003, los activos financieros han crecido a un fuerte ritmo, notablemente superior al de los beneficios (véase gráfico B), con una acentuación de las diferencias en los años 2005 y 2006.

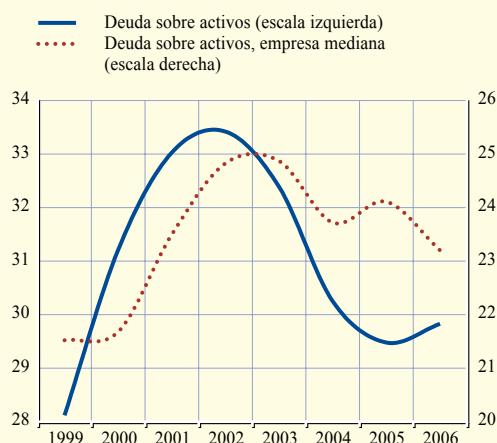
Considerando la totalidad de los activos de las SNF (es decir, incluyendo el stock de capital y otros activos, como el fondo de comercio), cabría esperar que el crecimiento del valor de los activos y el crecimiento de los beneficios presentaran una evolución similar a largo plazo, dado que el valor de los activos debería ser igual al valor descontado de los beneficios futuros. Por tanto, cabría esperar trayectorias paralelas a largo plazo de las ratios de deuda sobre activos y sobre beneficios. Además, suponiendo una proporción constante a largo plazo de los activos financieros en los balances de las SNF, también cabría esperar una evolución paralela de la ratio de deuda sobre activos financieros.

Como consecuencia de diversos factores, estas ratios pueden presentar trayectorias divergentes a corto plazo. Así, los efectos de valoración pueden provocar que el valor de los activos financieros crezca por encima de los beneficios, siendo de hecho pronunciados durante el período de recuperación de los mercados bursátiles iniciado en el 2003. En segundo lugar, puede ocurrir que las empresas inviertan más en activos financieros que en activos no financieros. En este sentido, el período 2003-2006 se caracterizó por una notable acumulación de activos financieros. Concretamente, la elevada tasa de crecimiento de los activos financieros observada en los últimos años obedece, en parte, a operaciones de fusión y adquisición de empresas², que pueden afectar al valor de los activos financieros de las SNF no sólo mediante un genuino aumento del saldo de activos financieros, sino a través de los efectos de valoración, dada la posible influencia positiva de esas operaciones sobre los precios de las acciones. Asimismo, se ha producido un aumento de las inversiones en otros instru-

2 Para un análisis más profundo de la evolución reciente de las operaciones de fusión y adquisición de empresas en la zona del euro, véase el recuadro 4 titulado «Tendencias recientes en las fusiones y adquisiciones en la zona del euro» en el Boletín Mensual de julio del 2006.

Gráfico C Ratio de deuda sobre activos de las sociedades no financieras cotizadas

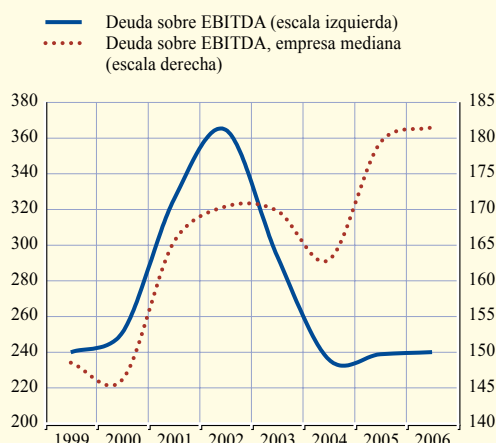
(en porcentaje)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Gráfico D Ratio de deuda sobre beneficios de las sociedades no financieras cotizadas

(en porcentaje)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

mentos financieros menos afectados por los efectos de valoración, como efectivo y depósitos o préstamos concedidos por las SNF.

En ausencia de datos armonizados para el conjunto de la zona del euro, de los estados financieros anuales de las sociedades no financieras cotizadas de la zona pueden extraerse ciertas ideas con respecto a una posible evolución dispar de las ratios de deuda sobre activos financieros y sobre activos totales. Esta amplia base de datos, en la que predominan las grandes empresas, permite construir ratios de endeudamiento sobre activos totales. Los datos muestran que la ratio de deuda sobre activos totales se redujo en el período 2003-2005 (véase gráfico C), situándose en el 2006 a un nivel similar al del año 2000. Esta evolución se debió tanto a la acumulación de activos financieros como de activos no financieros. Sin embargo, mientras que la tasa de crecimiento de los activos totales mantenía una estrecha relación con los activos tangibles en el período 2001-2004, durante los años 2005 y 2006 guardó una mayor relación con la evolución de los activos financieros. Como resultado, la ratio de deuda sobre activos financieros (que no aparece en el gráfico) registró mayores descensos que la ratio de deuda sobre activos totales en el período 2003-2006. Esto sugiere que la evolución dispar de las ratios de deuda sobre el excedente bruto de explotación y sobre activos financieros ilustradas en el gráfico A se debe, en parte, a una intensa acumulación de activos financieros durante ese período. Además, el gráfico C sugiere que las grandes empresas, y no la empresa mediana, han sido las principales protagonistas de la reducción de la ratio de deuda sobre activos financieros observada a nivel agregado³.

La evolución de la ratio de deuda sobre beneficios de las empresas cotizadas, aproximados mediante el EBITDA⁴, fue muy similar a la de la ratio de deuda sobre activos en el período analizado (véase

³ Una vez ordenadas las observaciones de la ratio de endeudamiento de menor a mayor, el valor mediano es el inmediatamente siguiente al primer 50% de las observaciones.

⁴ Dentro de los balances empresariales, el EBITDA (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización) es el indicador más próximo al concepto macroeconómico de excedente bruto de explotación.

gráfico D). El aumento de la ratio de deuda sobre el beneficio de estas empresas en el 2005 y el 2006 fue bastante modesto en comparación con el incremento de la ratio de deuda sobre el excedente bruto de explotación del conjunto del sector de SNF. Este resultado obedece a un crecimiento de los beneficios de las grandes empresas (que, como se señaló anteriormente, predominan en esta base de datos) superior al del conjunto del sector de SNF durante esos años. De hecho, el incremento de la ratio de la empresa mediana es más acusado que el del conjunto del sector empresarial. Esta discrepancia sugiere que el aumento de la ratio de deuda sobre beneficios observado durante los últimos años en las Cuentas de la Zona del Euro también refleja la evolución de los balances de las pequeñas empresas, que han registrado menores tasas de crecimiento de la deuda, pero también menores ritmos de crecimiento de los beneficios, que las grandes empresas⁵.

En resumen, existen indicios de que, durante los dos últimos años, el aumento de la ratio de deuda sobre beneficios de las SNF ha sido muy modesto en el caso de las grandes empresas cotizadas, pero más acusado en el conjunto del sector de SNF. Al mismo tiempo, ha disminuido la ratio de deuda sobre activos financieros de las SNF de la zona del euro, lo que probablemente les habrá facilitado la obtención de crédito en un entorno de evolución favorable de los precios de los activos. Parte del descenso observado en esta ratio obedece a la acumulación de activos financieros por parte de las SNF, pero también al incremento del valor de los activos a raíz de la positiva evolución de los mercados financieros en los dos últimos años.

5 El recuadro 5 titulado «La relación entre el crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas y el crecimiento del producto en el conjunto de la economía», incluido en el presente Boletín Mensual, aporta evidencias de que los beneficios de las grandes empresas cotizadas han tenido una evolución relativamente más favorable que los del conjunto del sector empresarial.

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

El crecimiento del endeudamiento de los hogares volvió a moderarse en el segundo trimestre del 2007, como consecuencia del persistente descenso del crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda que, a su vez, fue resultado de la ralentización de la evolución del mercado de la vivienda y de las subidas de los tipos de interés hipotecarios en la zona del euro, que compensaron con creces el efecto positivo de la mejora de las condiciones del mercado de trabajo y de la confianza de los consumidores. A pesar de la continua moderación del crecimiento de los préstamos, el endeudamiento del sector hogares se incrementó de nuevo.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Aunque el coste de endeudamiento de los hogares aumentó de nuevo, como consecuencia de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE, las estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM y los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2007⁵ sugieren que las condiciones de financiación del sector hogares de la zona del euro continuaron siendo favorables en el segundo trimestre del 2007, en términos históricos.

Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos para adquisición de vivienda volvieron a registrar un ascenso en el segundo trimestre del 2007 (véase gráfico 34), observándose incrementos similares para los préstamos con período inicial de fijación del tipo de interés, con subidas de 15 a 19

5 Véase el recuadro 1, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2007» en el Boletín Mensual de agosto del 2007.

puntos básicos, en términos de medias intertrimestrales, en comparación con el trimestre anterior. En consecuencia, los tipos de interés de los préstamos y créditos continuaron presentando una estructura temporal invertida, y los tipos aplicados a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de diez años continuaron siendo los más reducidos de todas las modalidades de préstamo para adquisición de vivienda. Ciertamente, la diferencia entre el tipo de interés aplicado a los préstamos con período inicial de fijación inferior o igual a un año y el de los préstamos con período inicial de fijación de más de diez años volvieron a aumentar ligeramente.

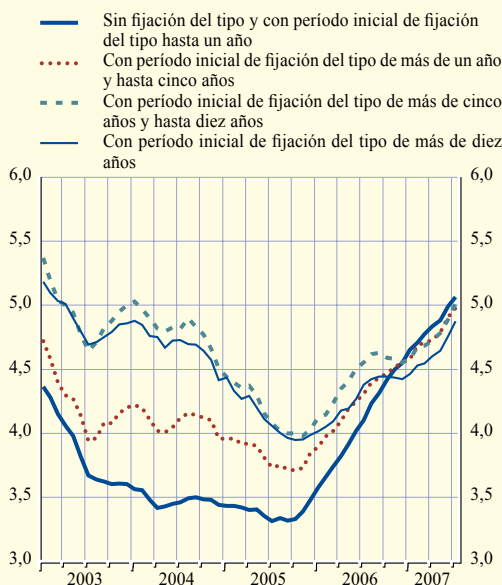
La media del tipo de interés aplicado por las IFM al crédito al consumo se incrementó ligeramente en el segundo trimestre del 2007, en comparación con el trimestre precedente, debido, en gran medida, al aumento de más de 20 puntos básicos del tipo aplicado a los préstamos con período inicial de fijación hasta un año. En cambio, el tipo de los préstamos con período inicial de fijación de más de cinco años disminuyó levemente. En consecuencia, el diferencial entre el tipo que se aplica a los créditos con período inicial de fijación de más de cinco años y el correspondiente a los préstamos con período inicial de fijación hasta un año volvió a reducirse, y en junio se situó en 23 puntos básicos.

Los diferenciales entre los tipos aplicados por las IFM a los préstamos y créditos y los tipos de interés de mercado a plazos similares se estrecharon en el segundo trimestre del 2007 (en comparación con el trimestre anterior), ya que la subida de los tipos de mercado fue superior a la de los tipos de los préstamos y créditos. Por ejemplo, el diferencial entre la media del tipo aplicado a los préstamos para adquisición de vivienda y el rendimiento de la deuda pública a dos años disminuyó ligeramente, registrando un mínimo histórico de menos de 50 puntos básicos en junio. El diferencial entre la media del tipo aplicado al crédito al consumo y el tipo del mercado monetario a doce meses también se redujo en el segundo trimestre, tras el ascenso experimentado en el trimestre precedente.

Las entidades participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2007 señalaron que, en general, los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares prácticamente no se habían modificado en el segundo trimestre del 2007. Esto es aplicable tanto al crédito al consumo como a los préstamos para adquisición de vivienda, y siguió a la relajación observada, en términos netos, en los criterios de concesión en trimestres anteriores. Según las entidades encuestadas, estos criterios prácticamente invariables fueron resultado de diferentes factores. Las presiones de la competencia de otras entidades continuaron favoreciendo la relajación de los criterios, mientras que, en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, las perspectivas del mercado de la vivienda y

Gráfico 34 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

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



Fuente: BCE.

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

las expectativas relativas a la actividad económica en general contribuyeron a un endurecimiento de los citados criterios. En lo que respecta al crédito al consumo, el endurecimiento tuvo su origen en la valoración de las entidades de la solvencia de los consumidores y de los riesgos relativos a las garantías solicitadas.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

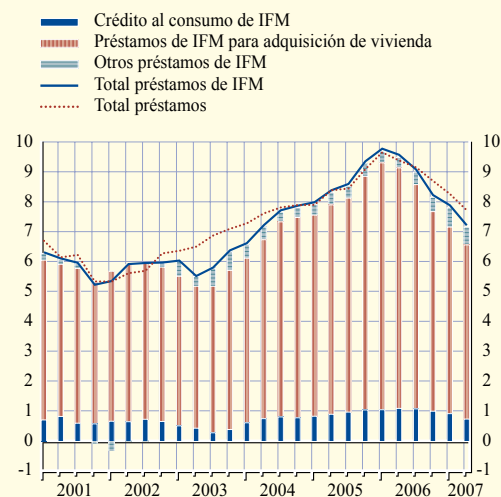
La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares de la zona del euro por todos los sectores institucionales se redujo de nuevo, hasta el 8,3%, en el primer trimestre del 2007 (el período más reciente para el que se dispone de datos de las nuevas cuentas trimestrales por sectores de la zona del euro), desde el 8,7% del trimestre anterior (véase gráfico 35). Esta moderación es reflejo de la desaceleración de las tasas de crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM y por las instituciones financieras no monetarias. Al mismo tiempo, en el primer trimestre del 2007, la tasa de crecimiento de los préstamos a hogares por parte de las instituciones financieras no monetarias continuó siendo superior a la de los préstamos otorgados por las IFM. Los datos disponibles hasta julio del 2007 sobre los préstamos de este último sector sugieren que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares volvió a disminuir en el segundo trimestre.

La tasa de crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares continuó disminuyendo en julio, hasta el 7%, desde el 7,5% y el 8,1% del segundo y primer trimestres del 2007, respectivamente. Esta evolución se debió a la menor contribución de los préstamos para adquisición de vivienda y del crédito al consumo. El descenso gradual de la tasa de crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda observado en los últimos trimestres (que se situó en el 8,1% en julio) está relacionado con la ralentización de la evolución del mercado de la vivienda en algunos países de la zona del euro, así como con el impacto de las subidas de los tipos de interés hipotecarios en la zona, en el contexto de los incrementos de los tipos de interés oficiales del BCE. Las entidades participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2007 siguieron indicando que las perspectivas menos favorables del mercado de la vivienda fueron el principal factor moderador de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda por parte de los hogares.

La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo cayó hasta el 5,8% en julio, desde el 6,5% del segundo trimestre y el 7,1% del primer trimestre. La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos a hogares se situó en el 3,2% en julio, desde el 3,7% del segundo trimestre. Las entidades participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2007 señalaron que, en general, la demanda de crédito al consumo y de otros préstamos había seguido siendo positiva en el segundo trimestre del 2007, aunque el porcentaje de entidades que compartían esta opinión fue menor que en el trimestre anterior. En particular, se consideró que el gasto en bienes de con-

Gráfico 35 Total de préstamos concedidos a los hogares

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

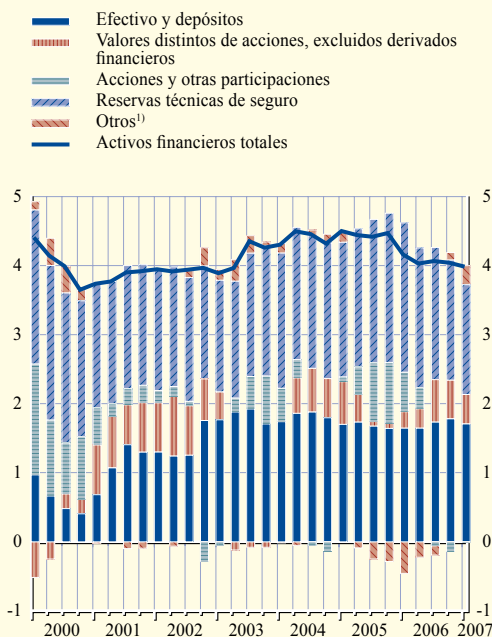


Fuente: BCE.

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

Gráfico 36 Inversión financiera de los hogares

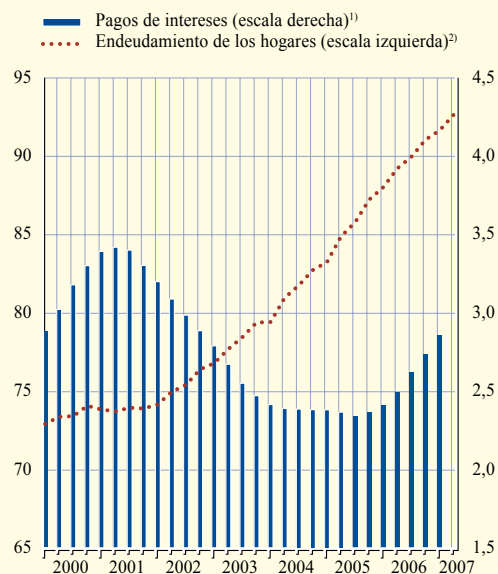
(tasas de variación interanual); contribuciones en puntos porcentuales



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

Gráfico 37 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares

(en puntos porcentuales de la renta bruta disponible)



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

sumo duradero y la confianza de los consumidores tuvieron una influencia menos positiva que en el trimestre precedente.

Del lado del activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la inversión financiera total creció a una tasa interanual del 4% en el primer trimestre del 2007, sin variaciones con respecto al trimestre anterior (véase gráfico 36). La estabilidad de esta tasa oculta una evolución divergente de las contribuciones de los distintos instrumentos. En particular, la menor contribución de la inversión en valores distintos de acciones, en productos de seguro y de pensiones y, en menor medida, en depósitos, se vio compensada por la mayor aportación de la inversión en acciones y otras participaciones. Aunque la contribución de la inversión en efectivo y depósitos y en productos de seguro y de pensiones, dos clases de activos en lados opuestos de la curva de rendimientos, fue inferior a la del trimestre precedente, estos instrumentos continuaron siendo los que más impulsaron el crecimiento de la inversión financiera del sector hogares en su conjunto.

POSICIÓN FINANCIERA

Dado que el endeudamiento de los hogares continuó siendo elevado en relación con la evolución de la renta, el endeudamiento en relación con el PIB de este sector volvió a incrementarse, hasta el 60,2% en el segundo trimestre del 2007, mientras que el endeudamiento en relación con la renta aumentó hasta el 92,7% (véase gráfico 37). A pesar de este persistente ascenso, el endeudamiento de los hogares se mantuvo en niveles moderados en términos internacionales, particularmente si se compara con Estados

Unidos o el Reino Unido. La carga financiera total de los hogares (esto es, pagos de intereses más amortizaciones del principal en porcentaje de la renta disponible) volvió a aumentar ligeramente. Desde finales del 2005 —cuando los tipos de interés de los préstamos bancarios comenzaron a subir—, la evolución de los pagos de intereses ha dejado de compensar el impacto sobre esta ratio de los continuos incrementos de las amortizaciones del principal.

3 PRECIOS Y COSTES

Se estima que la inflación medida por el IAPC se ha mantenido en el 1,8% en agosto del 2007, sin cambios con respecto a julio y en un nivel cercano a los observados en los últimos meses. En los próximos meses, las tasas de inflación aumentarán probablemente por encima del 2%. A corto plazo, se espera que la inflación siga estando determinada, en gran medida, por la evolución pasada de los precios de la energía, dado que la tasa de variación interanual del IAPC general se verá sometida a la incidencia alcista de fuertes efectos de base en los próximos meses. Además, pueden aumentar las presiones generadas por los precios de los alimentos, tras la reciente subida de los precios de algunos productos agrícolas en los mercados mundiales. Las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE sitúan la tasa media de inflación interanual medida por el IAPC entre el 1,9% y el 2,1% en el 2007 y entre el 1,5% y el 2,5% en el 2008. Las perspectivas de inflación están sujetas a riesgos alcistas, relacionados con incrementos de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta el momento, nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas y, sobre todo, una dinámica más intensa de lo previsto de los salarios y una mayor capacidad de fijación de precios en los segmentos de mercado con un bajo nivel de competencia.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE AGOSTO DEL 2007

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 1,8% en agosto del 2007, sin cambios en relación con el mes de julio (véase cuadro 6). Sin embargo, al tratarse de datos preliminares, esta estimación adolece de cierta incertidumbre. Se dispondrá del detalle del IAPC a mediados de septiembre.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA JULIO DEL 2007

La inflación medida por el IAPC general de la zona del euro ha venido fluctuando entre el 1,8% y el 1,9% desde noviembre del 2006. En el primer semestre del 2007, efectos de base favorables derivados de las fuertes subidas de los precios de la energía observadas un año antes tuvieron una incidencia moderadora sobre la inflación medida por el IAPC¹. En julio del 2007, la inflación interanual medida por el IAPC general se redujo ligeramente, hasta el 1,8%, desde el 1,9% de junio (véase gráfico 38). Este descenso fue debido, en gran medida, a la disminución de la tasa de variación interanual de los precios del componente energético del IAPC, como consecuencia de un efecto de base, mientras que estos precios aumentaron en tasa intermensual, como reflejo de las recientes subidas de los precios del petróleo.

1 Sin embargo, cabe esperar que los efectos de base de la energía tengan una fuerte incidencia al alza sobre la inflación medida por el IAPC general hacia finales del 2007. Para más detalles, véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Incidencia de los efectos de base en la evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC», en el Boletín Mensual de enero del 2007.

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

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

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

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se redujo ligeramente, hasta el 2,8%, en julio, lo que confirmó la existencia de cierta desaceleración tendencial con respecto al máximo alcanzado en septiembre del 2006, observándose cierta volatilidad en la primavera del 2007 ante condiciones atmosféricas inusuales.

Por lo que se refiere a los componentes menos volátiles del IAPC, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados descendió levemente en julio, pese al ligero incremento del componente de «leche, huevos y quesos». Según la información no formalizada disponible se produjeron fuertes subidas de los precios de los productos lácteos y de los cereales en algunos países de la zona del euro, como resultado, posiblemente, del reciente aumento de los precios de determinados productos agrícolas en los mercados mundiales, lo que no parece, sin embargo, haber influido de forma significativa en los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro (véase recuadro 7).

Recuadro 7

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES Y EN LA ZONA DEL EURO

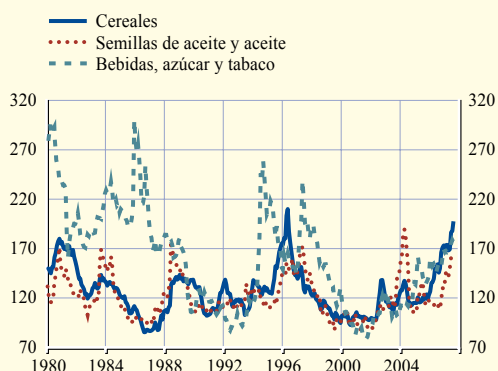
En los últimos meses, los pronunciados aumentos de los precios de los productos agrícolas y de los alimentos en los mercados internacionales han sido objeto de mucha atención. En este contexto, este recuadro analiza la evolución reciente de los precios de los alimentos, tanto en los mercados internacionales como con referencia a los componentes de alimentos no elaborados y elaborados del IAPC de la zona del euro.

Evolución reciente de los precios internacionales de los alimentos

Los precios de los alimentos han aumentado considerablemente en los mercados internacionales desde el 2001, aunque en menor medida que los de otras materias primas. No obstante, en los últimos meses se ha observado una aceleración en la evolución de los precios, y los de los alimentos se han incrementado en torno al 30% en agosto, en comparación con el mismo período del año pasado. En términos de componentes, la subida ha sido generalizada en sus tres subcomponentes principales (véase gráfico A).

Gráfico A Evolución de los precios de los alimentos y de las bebidas tropicales

(índice: 2000 = 100; en dólares USA)



Fuentes: HWWI y cálculos del BCE.
Nota: La última observación corresponde a agosto del 2007.

Las recientes subidas de los precios de los alimentos han estado fundamentalmente determinadas por el aumento de los precios de la energía y de los fertilizantes, por los reducidos niveles de existencias, por la caída de la producción de algunos cultivos —como consecuencia, esencialmente, de factores relacionados con las condiciones meteorológicas, como la sequía de Australia—, y por el acusado incremento de la demanda de cultivos. Esta expansión de la demanda de cultivos responde, principalmente, a dos factores. En primer lugar, el aumento de la riqueza en la mayor parte de las economías emergentes, particularmente en China, ha provocado cambios significativos en los patrones de consumo de alimentos en estos países que se ha traducido en un aumento del

consumo de alimentos ricos en proteínas, como la carne y los productos lácteos y, por consiguiente, en un incremento de la demanda para usos no alimentarios de materias primas agrícolas utilizadas en la alimentación del ganado. En segundo lugar, los elevados precios energéticos actuales y los mayores incentivos de los gobiernos para el desarrollo de combustibles alternativos están favoreciendo un notable aumento de la demanda de insumos agrícolas para la producción de biocombustibles, fundamentalmente etanol y biodiésel. El precio del maíz, la materia prima más utilizada en la producción de etanol en Estados Unidos, registró un ascenso a principios de año, hasta alcanzar los niveles más altos de los últimos diez años. Como esto propició que los agricultores estadounidenses aumentaran su producción de maíz, redujeron la de otros productos agrícolas, con el consiguiente impacto al alza sobre los precios de estos productos en los mercados internacionales.

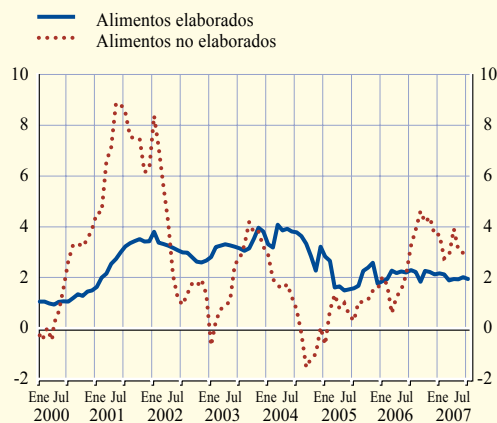
Pese a las recientes subidas, los precios de los alimentos todavía están por debajo de anteriores máximos históricos. De cara al futuro, en la actual coyuntura resulta difícil valorar si la evolución reciente constituye una modificación de la tendencia subyacente observada en los precios agrícolas internacionales. Aunque es probable que la demanda mundial continúe siendo elevada, la oferta de productos agrícolas tiende a reaccionar con más rapidez a aumentos de la demanda y de los precios que en otros mercados de materias primas, como el petróleo y los metales. Por consiguiente, el margen para subidas de precios en estos mercados puede ser limitado. Con todo, sigue predominando el riesgo de persistencia de presiones al alza sobre los precios de los alimentos.

Evolución de los precios de los alimentos en la zona del euro y su contribución a la inflación medida por el IAPC de la zona

Las variaciones de los precios mundiales de las materias primas pueden tener efectos directos e indirectos sobre la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro. Los efectos directos están relacionados con la importación de alimentos no elaborados y elaborados listos para consumo, mientras que los efectos indirectos tienen su origen en el uso de materias primas importadas como in-

Gráfico B Crecimiento de los componentes de los alimentos elaborados y no elaborados en el IAPC de la zona del euro

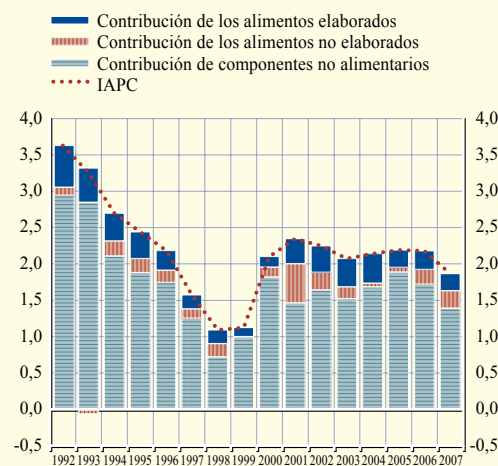
(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.
Nota: Datos hasta julio del 2007.

Gráfico C Contribuciones a la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro

(en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Datos hasta julio del 2007.

sumos para las cadenas de producción y de suministro en el ámbito de la zona del euro. Esta sección se centra en los efectos directos de los precios internacionales de los alimentos sobre la evolución de la zona del euro a través de un análisis de la dinámica de los precios de los alimentos no elaborados y elaborados de la zona y de su contribución a la inflación medida por el IAPC general.

Tras el máximo registrado por los precios de los alimentos no elaborados en el 2001, que fue atribuible, en gran medida, al impacto desfavorable de la propagación de la encefalopatía espongiforme bovina y de la fiebre aftosa, desde el 2002, los precios se han visto afectados ocasionalmente por unas condiciones meteorológicas inusuales en períodos específicos, pero no se observa una tendencia general (véase gráfico B). La gradual aceleración de los precios de los alimentos no elaborados durante la mayor parte del 2006 pareció finalizar hacia finales de ese año, y la evolución de estos precios presentó signos de normalización durante el primer semestre del 2007. Aunque la aceleración registrada en el 2006 fue significativa, en términos históricos estaba lejos de carecer de precedentes, si se considera crecimiento interanual como su contribución a la inflación medida por el IAPC general (véase gráfico C).

En cuanto a la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos elaborados, tras registrar un aumento gradual entre el 2000 y el 2004, ha retornado a niveles próximos a la media histórica. La mayor estabilidad de este componente está relacionada, en gran medida, con el menor impacto causado por perturbaciones como las condiciones meteorológicas extremas sobre los alimentos elaborados, en comparación con los alimentos no elaborados. Sin embargo, perturbaciones específicas también han afectado a los alimentos elaborados en los últimos años, entre las que destacan las subidas ocasionales de los impuestos sobre el tabaco en algunos países. Aparte de estos factores específicos, desde el 2005 no se observa ninguna tendencia significativa en la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados.

Aunque los precios de los alimentos parecen estar entre los factores más importantes que afectan a la inflación percibida en la zona del euro¹, su contribución a la inflación observada queda limitado por

¹ Véase, por ejemplo, el artículo titulado «Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo del 2007.

Evolución reciente de los componentes de los alimentos elaborados y no elaborados del IAPC de la zona del euro y principales subcomponentes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Ponderaciones en el IAPC (%)	Tasa media del crecimiento interanual						Contribución media a la inflación interanual medida por el IAPC (en puntos porcentuales)			
		2007	2005	2006	2007	May-07	Jun-07	Jul-07	2005	2006	2007	Jul-07
Alimentos no elaborados	7,6	0,8	2,8	3,2	3,1	3,0	2,8	0,1	0,2	0,2	0,2
Carne	3,8	1,3	2,4	2,8	2,9	2,5	2,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pescado	1,2	1,6	3,7	3,2	3,0	2,4	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Fruta	1,2	-0,5	1,0	2,5	2,2	5,6	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Verduras	1,5	0,1	4,3	4,3	4,0	2,2	3,9	0,0	0,1	0,1	0,1
Alimentos elaborados	11,9	2,0	2,1	2,0	1,9	2,0	1,9	0,2	0,3	0,2	0,2
Pan y cereales	2,5	0,8	1,4	2,3	2,4	2,4	2,5	0,0	0,0	0,1	0,1
Leche, queso y huevos	2,1	-0,1	0,6	0,8	0,7	1,1	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Azúcar, mermelada, miel, chocolate, productos de confitería	1,0	0,0	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Tabaco	2,5	7,8	3,9	5,0	4,9	4,8	4,3	0,2	0,1	0,1	0,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las medias del 2007 se basan en datos hasta julio del 2007.

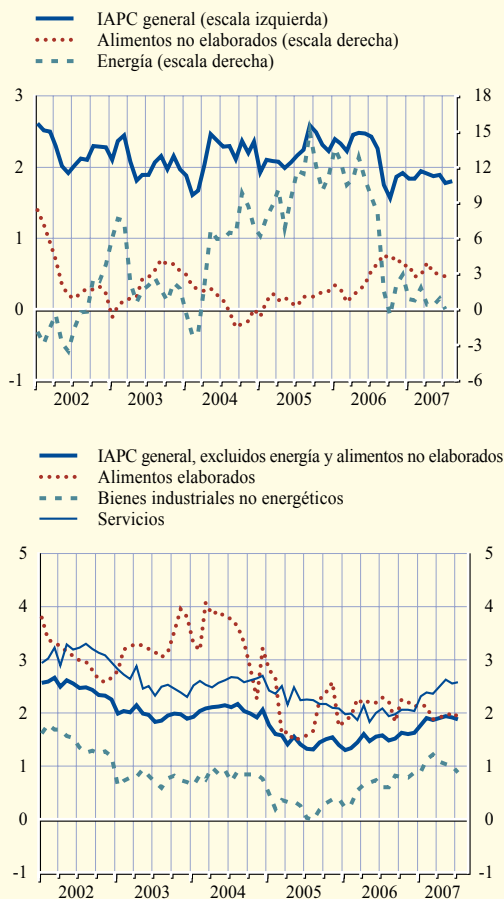
su ponderación en el IAPC general de la zona del euro, que en el caso de los alimentos elaborados es de aproximadamente el 11,9%, y en el de los alimentos no elaborados del 7,6% (en el 2007). Por tanto, la contribución directa de los precios de los alimentos elaborados y no elaborados a la inflación general en su conjunto ha sido contenida en términos históricos y en los últimos trimestres. Las tasas de variación interanual de estos componentes en los meses del 2007 transcurridos hasta julio también parecen haber sido acordes, en líneas generales, con las medias históricas (véase cuadro). Además, en el período comprendido hasta julio del 2007 no se han observado señales de una aceleración sostenida de los principales subcomponentes de los precios de los alimentos elaborados y no elaborados.

En general, aunque los precios internacionales de las materias primas utilizadas en la producción de alimentos han registrado un fuerte incremento recientemente, este aumento no ha ido acompañado hasta ahora, de una subida comparativamente fuerte de los precios de los alimentos en la zona del euro a nivel de los consumidores. Esto puede deberse a diversos factores, entre los que se incluyen la participación relativamente reducida de los productos agrícolas en las importaciones de la zona del euro, las disposiciones en materia de política agrícola común de la UE que, hasta cierto punto, aíslan a los mercados agrícolas de la zona del euro de la evolución exterior, y la gradual apreciación del euro desde el 2001. Sin embargo, la información anecdótica y las noticias publicadas en la prensa recientemente apuntaban a la posibilidad de que los precios de los alimentos subieran en agosto del 2007. Esto está relacionado, en particular, con los considerables incrementos de los precios de los productos lácteos y de los productos a base de cereales en algunos países de la zona del euro en las últimas semanas que, en parte, pueden estar asociados a las condiciones de la oferta y la demanda y a la evolución de los precios internacionales de las materias primas utilizadas para la producción de alimentos. Esto sugiere que, en el futuro, podrían detectarse ciertos riesgos al alza de los precios de los alimentos en la zona del euro. No obstante, la incertidumbre en lo que respecta a la evolución de los precios, tanto a escala mundial como de la zona del euro, sigue siendo elevada. Los precios de los alimentos dependen de una serie de factores que resultan difíciles de predecir, incluidos los avances tecnológicos y las posibles modificaciones en las políticas energéticas. Además, todavía no está claro en qué medida puede contribuir el cambio climático a la evolución de los precios de los alimentos en el futuro.

Aunque la presión sobre la capacidad productiva en el sector manufacturero está actualmente en un máximo histórico, desde marzo se ha venido observando cierta moderación en el componente de bienes industriales no energéticos, como resultado de las importantes rebajas estacionales de los precios del vestido y el calzado, así como de la disminución de las presiones sobre los precios de importación, debido, probablemente, a la evolución del tipo de cambio. En julio, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos volvió a bajar, hasta el 0,9%, mientras que la tasa de variación interanual de los precios de los servicios se situó en el 2,6%, por tercer mes consecutivo, señal de que estas tasas se mantienen altas, tras el aumento gradual de la inflación en los precios de los servicios observado desde comienzos del 2007. Esta aceleración es, en parte, reflejo del impacto de la elevación del IVA alemán, aunque está también relacionada con presiones de la demanda, tal y como indican las encuestas de opinión, lo que implica una mayor capacidad de las empresas de servicios para trasladar el aumento de los costes a sus clientes.

Gráfico 38 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En julio del 2007, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, mantuvo la tendencia decreciente observada desde que alcanzara un nivel máximo del 6% en julio del 2006, descendiendo hasta el 1,8%, desde el 2,2% de junio (véase gráfico 39). El descenso observado a partir de mediados del 2006 fue debido, básicamente, a la intensa desaceleración de los precios industriales de la energía durante ese período, a su vez reflejo, en gran medida, de efectos de base.

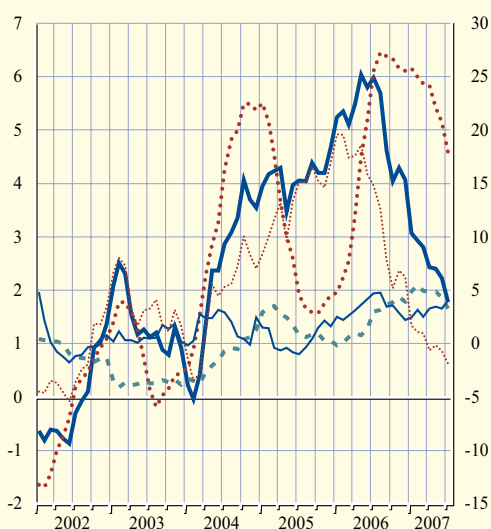
La inflación interanual en los precios industriales, excluidas la energía y la construcción, disminuyó también en el mismo período, aunque de forma menos acusada (desde el 3,6% de agosto del 2006, hasta el 2,9% de julio del 2007) y manteniéndose en un nivel relativamente elevado. Ello se debió, fundamentalmente, a la moderación de la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes intermedios, aunque esta tasa continuó siendo alta, reflejo de la transmisión de la subida de los precios de las materias primas industriales (especialmente los metales) en los cinco primeros meses del 2007. Entre los demás sectores productores no energéticos, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de equipo se redujo también en julio. En fases más adelantadas de la cadena de producción, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales de los bienes de consumo se elevó

al 1,8% en julio, como resultado del aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero, probablemente relacionado con las presiones sobre los precios de los alimentos que se han observado a escala mundial y que han hecho subir, principalmente, los precios de los productos lácteos. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos los componentes volátiles de alimentos y tabaco, permaneció prácticamente estable en julio, tras fluctuar en torno al 1,3% desde principios del 2007. En general, aunque las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de producción parecen haberse reducido, se considera que siguen siendo bastante elevadas y que pueden acentuarse ante variaciones a corto plazo de los precios industriales de los alimentos.

Gráfico 39 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

- Industria, excluida construcción (escala izquierda)
- ... Bienes intermedios (escala izquierda)
- - - Bienes de equipo (escala izquierda)
- Bienes de consumo (escala izquierda)
- ... Energía (escala derecha)

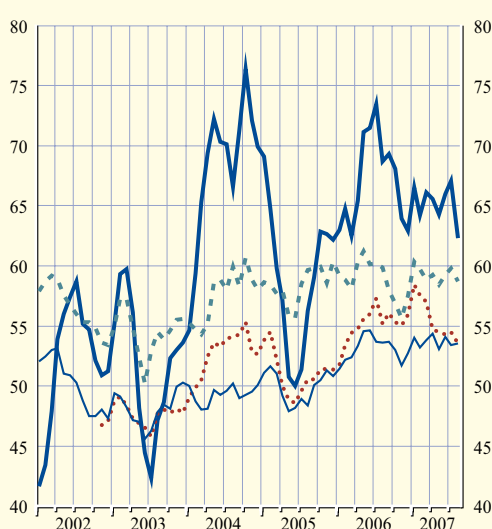


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 40 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)

- Sector manufacturero; precios de los bienes intermedios
- ... Sector manufacturero; precios cobrados
- - - Sector servicios; precios de los bienes intermedios
- Sector servicios; precios cobrados



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.

Esta valoración viene respaldada por los últimos datos sobre fijación de precios procedentes de la encuesta de NTC Economics a los directores de compras (véase gráfico 40). En efecto, pese a mostrar cierta moderación, todos los indicadores de precios de la encuesta siguen marcando máximos históricos. Los últimos datos apuntan a una reciente reducción de las presiones sobre los precios en el sector manufacturero, como consecuencia, principalmente, de un descenso de los costes de los bienes intermedios. En agosto del 2007, el índice de precios de los bienes intermedios reflejó un acusado descenso de la tasa de crecimiento de los costes no salariales de los bienes intermedios en el sector manufacturero, alcanzando su nivel más bajo desde diciembre del 2005. La inflación en los precios de los bienes intermedios sólo se moderó ligeramente en el sector servicios, dado que, en opinión de los encuestados, estos precios estaban sometidos a la presión de los altos precios del petróleo y del aumento de los salarios. En agosto, el indicador de precios de producción disminuyó levemente en el sector manufacturero y aumentó ligeramente en el sector servicios.

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

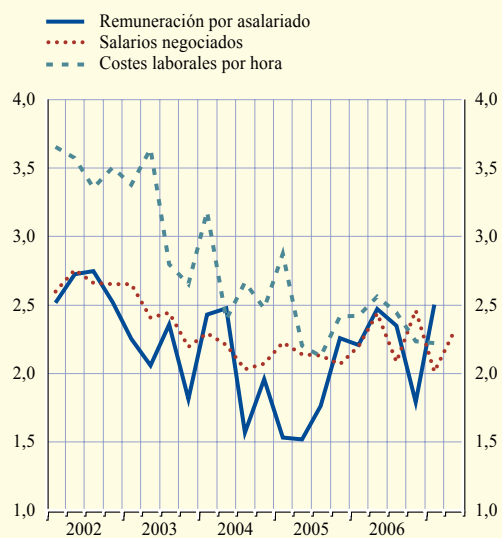
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Según los datos disponibles hasta el segundo trimestre del 2007, los indicadores de costes laborales sugieren que persiste la moderación salarial, pese a cierta volatilidad transitoria originada por factores específicos (véase cuadro 7).

Los salarios negociados de la zona del euro aumentaron un 2,3%, en tasa interanual, en el segundo trimestre del 2007, desde el 2% del trimestre precedente (véase gráfico 41). Esta aceleración fue impulsada, en gran medida, por un importante pago extraordinario efectuado en la industria metalúrgica alemana en mayo. Sin embargo, esta valoración ha de complementarse con otros indicadores de costes laborales, que no se han publicado todavía para el segundo trimestre del 2007.

Gráfico 41 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro se mantuvo estable en el 2,2% en el primer trimestre del 2007, debido, principalmente, a que esta tasa bajó de forma acusada en Alemania, mientras que subió en otros países. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se elevó al 2,5% en el primer trimestre del 2007, desde el 1,8% del cuarto trimestre del 2006, como consecuencia, fundamentalmente, de circunstancias transitorias observadas en el sector público italiano, así como de sostenidos aumentos salariales en los sectores empresariales de Italia y Francia. Unido a un crecimiento prácticamente estable de la productividad del trabajo, el aumento de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado elevó la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios al 0,7% en el primer trimestre.

Por sectores, los datos disponibles de remuneración por asalariado registraron cierta aceleración en todos los principales sectores en el primer trimestre del 2007, especialmente en la construcción y en los servicios de mercado, en los que se obser-

varon también aumentos de la productividad del trabajo en este trimestre (véase gráfico 42). Por el contrario, en el primer trimestre el crecimiento de los costes laborales por hora no experimentó variaciones en la industria, mientras que disminuyó en la construcción y, en menor medida, en el sector de servicios de mercado, lo que podría apuntar a un incremento de las horas trabajadas, especialmente en la construcción.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

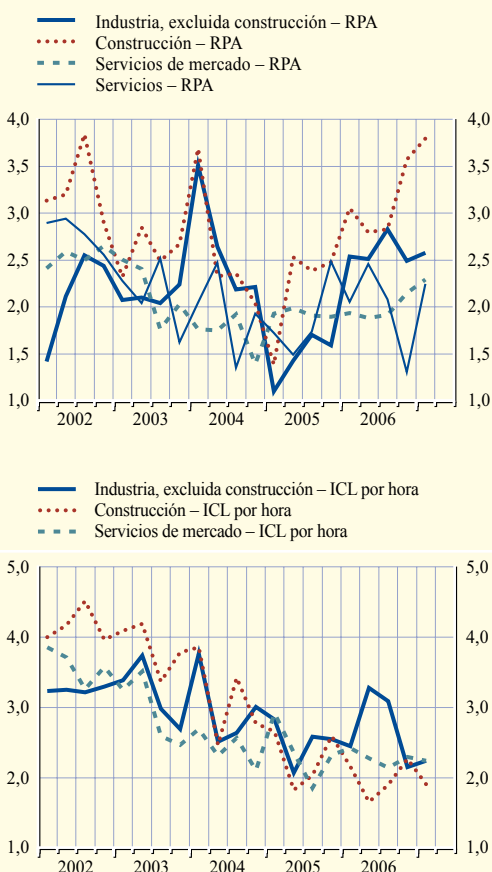
A corto plazo se espera que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC siga estando determinada, en gran medida, por la volatilidad mostrada por los precios de la energía el año pasado. Mientras que los efectos de base del componente energético tuvieron una influencia moderadora sobre la inflación medida por el IAPC general en el primer semestre del 2007, cabe esperar que ejerzan una incidencia al alza en los próximos meses. Además, la información no formalizada disponible apunta a posibles presiones alcistas sobre los precios de los alimentos en los próximos meses.

Las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro sitúan la tasa media de inflación interanual medida por el IAPC entre el 1,9% y el 2,1% en el 2007 y entre el 1,5% y el 2,5% en el 2008 (véase el recuadro titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro»). Estas perspectivas siguen estando sujetas a varios riesgos alcistas. En el entorno

interno, existen riesgos relacionados con el aumento de los impuestos indirectos y con la posibilidad de que se produzca una dinámica más intensa de los salarios, en un contexto de mayores tensiones en los mercados de trabajo. En efecto, la escasez de mano de obra en la industria y los servicios, que las encuestas vienen señalando repetidamente, sugiere que la moderación salarial reflejada en el pasado en los distintos indicadores de costes laborales podría llegar a su fin. Por otro lado, si el consumo y la utilización de la capacidad productiva se mantienen en niveles altos, las presiones de la demanda podrían incrementar la capacidad de fijación de precios de las empresas, especialmente en los segmentos de mercado con un bajo nivel de competencia. Asimismo, las elevadas presiones sobre los precios en la cadena de producción podrían transmitirse, en mayor medida de lo previsto, a los precios de consumo. En el entorno exterior, la inflación interanual medida por el IAPC podría verse afectada por la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas.

Gráfico 42 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.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Pese a la moderación del crecimiento del PIB real observada en el segundo trimestre del 2007 (un 0,3%, en tasa intertrimestral, según la estimación más reciente de Eurostat), el crecimiento económico en el primer semestre del 2007 se correspondió, en general, con el crecimiento potencial. Los últimos indicadores disponibles confirman que, tras registrarse el año pasado tasas de crecimiento superiores al crecimiento potencial, la actividad económica de la zona del euro se está normalizando. A este respecto, la información más reciente por el lado de la oferta indica, por un lado, una ralentización de la producción en la industria y la construcción y, por otro, un fuerte crecimiento en el sector servicios y tendencias favorables en el mercado de trabajo. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro prevén una tasa media de crecimiento interanual del PIB real comprendida entre el 2,2% y el 2,8% en el 2007 y entre el 1,8% y el 2,8% en el 2008. Las perspectivas económicas están sujetas a riesgos a la baja, relacionados, principalmente, con un posible impacto más generalizado de la reevaluación del riesgo en los mercados financieros. También existen riesgos derivados de posibles desequilibrios mundiales, presiones proteccionistas y nuevas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

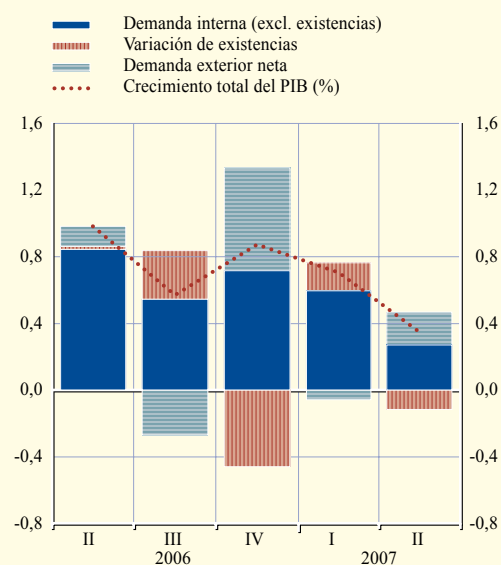
PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

Tras la pujante actividad económica del año pasado, el crecimiento económico volvió a niveles acordes con el crecimiento potencial en el primer semestre de este año. En la actual fase expansiva, la principal contribución al crecimiento del PIB real de la zona del euro sigue procediendo del crecimiento de la inversión. Dado que el crecimiento económico está evolucionando hacia una fase más adelantada del ciclo, el crecimiento del consumo debería continuar aumentando.

Los últimos datos de contabilidad nacional de la zona del euro publicados por Eurostat confirmaron que las tasas de crecimiento se estaban normalizando. La moderación de la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro, que se situó en el 0,3% en el segundo trimestre, debería considerarse en comparación con el fuerte crecimiento del 0,7% observado en el primer trimestre (véase gráfico 43). El consumo privado, que se mantuvo estable en el primer trimestre del 2007, debido a los acusados efectos del aumento del IVA en Alemania, creció un 0,5% en el segundo trimestre, en el que la inversión disminuyó un 0,2%, tras el pronunciado aumento del 2% registrado en el primer trimestre. Aunque no se ha publicado todavía el detalle de la inversión correspondiente al segundo trimestre, la información disponible sugiere que la caída fue consecuencia, principalmente, del descenso de la inversión residencial. En el segundo trimestre, la demanda exterior neta y las existencias realizaron una contri-

Gráfico 43 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

bución positiva (de 0,1 y 0,2 puntos porcentuales, respectivamente) al crecimiento del PIB real. En general, la estimación más reciente de las cuentas nacionales sugiere que el crecimiento económico de la zona del euro siguió siendo vigoroso en el primer semestre del año, aunque se redujo ligeramente con respecto al año pasado.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

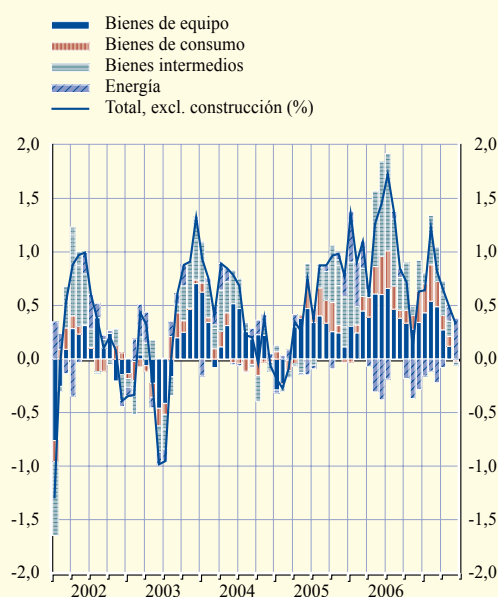
Mientras que, en el 2006 el principal determinante del aumento del PIB fue la aceleración del crecimiento del sector industrial, este año el sector servicios está proporcionando progresivamente el mayor impulso.

Reflejando, en parte, la aceleración de la inversión observada en el 2005, el crecimiento del valor añadido en el sector industrial ha ido aumentando a una tasa más elevada que la del sector servicios desde comienzos del 2006. En consonancia con la normalización de la actividad económica de la zona del euro y con la progresiva recuperación del consumo privado, el crecimiento del valor añadido sigue siendo elevado en el sector servicios, mientras que está disminuyendo en el sector industrial. Según la primera estimación de las cuentas nacionales publicada por Eurostat, la contribución del sector servicios al valor añadido total de la zona del euro fue de 0,5 puntos porcentuales en el segundo trimestre del 2007, frente a 0,4 puntos porcentuales en el trimestre anterior. Tras contribuir notablemente (0,4 puntos porcentuales) al crecimiento del valor añadido total de la zona del euro en el primer trimestre del 2007, el crecimiento del sector industrial experimentó una desaceleración en el segundo trimestre, por lo que su contribución no fue significativa.

Los datos de producción industrial confirman esta situación. El crecimiento de la producción industrial, excluida la construcción, registró una desaceleración en el segundo trimestre del 2007, hasta el 0,3%, en tasa intertrimestral, frente al 0,8% del primer trimestre. Se ha observado una desaceleración generalizada en las principales ramas de actividad, salvo el sector energético, que repuntó fuertemente, en comparación con los trimestres anteriores (véase gráfico 44). La cartera de nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) creció un 1,9%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del 2007, frente al 2,2% del trimestre precedente. Desde una perspectiva a más largo plazo, el crecimiento de la producción industrial, que había ido experimentando una constante aceleración desde comienzos del 2005, hasta alcanzar su nivel máximo en el verano del 2006, se ha moderado, aunque ha seguido mostrando una sólida capacidad de resistencia. La producción en la construcción ha ido creciendo considerablemente desde principios del 2006, aunque ha mostrado recientemente cierta volatilidad debida a las malas condiciones atmosféricas, que no se recogen adecuadamente en la desestacionalización, descendiendo del 1,5% del primer trimestre del 2007 al 0,3% del segundo. Por otro lado, el adelanto de la actividad de construcción residencial al 2006, para evitar la elevación del IVA a partir de enero del 2007, pesó también en la evolución reciente de la construcción. La producción en la construcción experimentó también una desaceleración en otros países, como Bélgica, España y Francia, en el primer semestre del 2007.

Gráfico 44 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.

DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVOS A LA INDUSTRIA Y LOS SERVICIOS

Después de que se hubieran registrado tasas de crecimiento superiores al crecimiento potencial, desde el verano del 2006 los indicadores procedentes de las encuestas han venido apuntando a que la actividad económica de la zona del euro se está normalizando.

En los últimos quince meses, los datos de las encuestas han venido señalando de forma constante cierta moderación en el sector industrial y un vigoroso crecimiento en el sector servicios. Sin embargo, los datos disponibles hasta agosto del 2007 se mantienen en niveles elevados, por lo que continúan mostrando un fuerte crecimiento en el tercer trimestre.

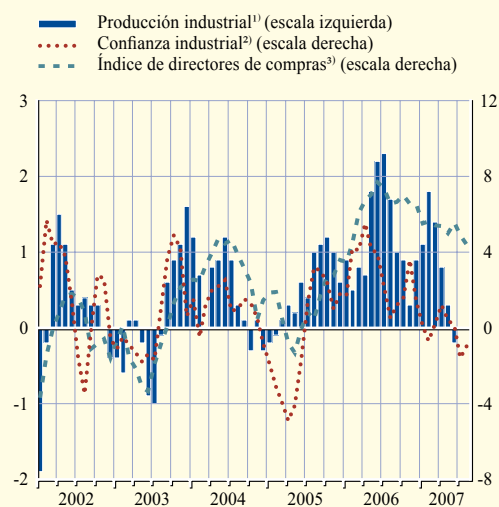
Según indican las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la confianza industrial permaneció estable en agosto, mientras que el índice de directores de compras para las manufacturas volvió a registrar un ligero descenso (véase gráfico 45). En cuanto a los servicios, tanto el indicador de confianza de la Comisión Europea como el índice de actividad de la encuesta a los directores de compras descendieron levemente en agosto. En general, desde el inicio del 2007 las encuestas han venido indicando cierta moderación del crecimiento en el sector industrial, mientras que la confianza se ha mantenido prácticamente sin cambios en el sector servicios.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

De cara al futuro, la evolución de la renta real disponible, conforme prosigue la mejora de la situación del mercado de trabajo, debería alentar el consumo privado de la zona del euro.

Gráfico 45 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.

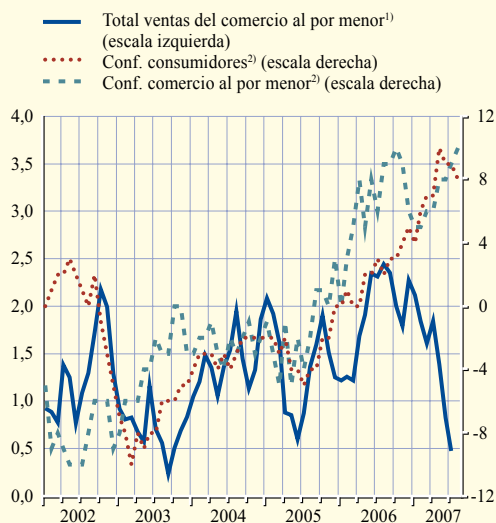
1) Tasas de variación intertrimestral.

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

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

Gráfico 46 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.

Los últimos datos disponibles sobre el gasto de los hogares confirman la recuperación gradual del crecimiento del consumo privado, tras la debilidad observada en el primer trimestre del 2007, a consecuencia de la elevación del IVA en Alemania. Tras mantenerse estable en el primer trimestre del año, el consumo privado de la zona del euro aumentó un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. Según los datos disponibles, este aumento estuvo relacionado, en gran medida, con el sector del comercio distinto del por menor, mientras que las ventas del comercio al por menor permanecieron prácticamente estancadas por segundo trimestre consecutivo. Las matriculaciones de automóviles subieron también ligeramente en el segundo trimestre, mostrando cierta recuperación, tras el descenso del 3,5% observado en el trimestre anterior.

Las perspectivas positivas para el consumo privado se fundamentan en la evolución de la confianza de los consumidores (véase gráfico 46). Según datos de la encuesta de opinión de la Comisión Europea, la confianza de los consumidores de la zona del euro empezó a aumentar a mediados del 2005, manteniéndose por encima de su media histórica desde mediados del 2006. Pese a registrar un leve descenso en los últimos cuatro meses, en agosto la confianza de los consumidores alcanzó niveles cercanos a sus valores máximos del año 2000. El indicador de confianza del comercio al por menor aumentó también en agosto y está fluctuando en torno a su máximo histórico.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

La situación del mercado de trabajo de la zona del euro ha experimentado una clara mejora en los últimos años y los datos disponibles confirman esta tendencia positiva. Las expectativas de empleo se mantienen en niveles altos, reforzando las favorables perspectivas del mercado de trabajo. Los indicadores procedentes de las encuestas continúan detectando cierta escasez de mano de obra.

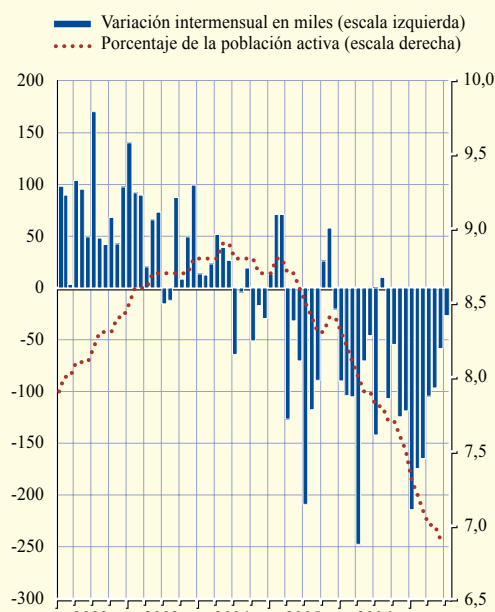
DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro ha mantenido una tendencia decreciente desde mediados del 2004. En julio del 2007, esta tasa permaneció estable en el 6,9%, nivel que no se alcanzaba en el conjunto de la zona del euro desde principios de los años ochenta (véase gráfico 47). En julio, el número de desempleados se redujo en torno a 27.000 personas, muy por debajo del promedio mensual de 184.000 correspondiente a los tres primeros meses del año.

Los datos de las encuestas sobre restricciones a la producción en la industria sugieren que el déficit de mano de obra aumentó al comienzo del tercer trimestre del 2007, sin llegar a alcanzar los elevados niveles

Gráfico 47 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Cuadro 8 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

registrados a finales del 2000. Aunque se dispone de datos históricos más limitados para el sector servicios, desde mediados del 2006 las respuestas a la encuesta de opinión de la Comisión Europea han venido señalando la escasez de mano de obra como factor de limitación de la producción.

EMPLEO

El crecimiento del empleo de la zona del euro mejoró notablemente en el 2006, en comparación con el 2005 y la información disponible apunta a una evolución favorable desde principios del 2007 (véase cuadro 8).

A lo largo del año pasado, la evolución del empleo reflejó una conjunción de dos factores. En primer lugar, se reflejó, en parte, la composición sectorial del crecimiento del valor añadido, dado que la aceleración del crecimiento del empleo fue mayor en la industria que en los servicios. En segundo lugar, también quedaron reflejadas las diferencias observadas en el crecimiento de la productividad del trabajo, ya que el crecimiento del empleo fue más vigoroso en el sector servicios, en el que el crecimiento de la productividad del trabajo es menor que en el sector industrial. En general, la situación del mercado de trabajo de la zona del euro ha mostrado una clara mejora en los últimos años (véase recuadro 8).

Recuadro 8

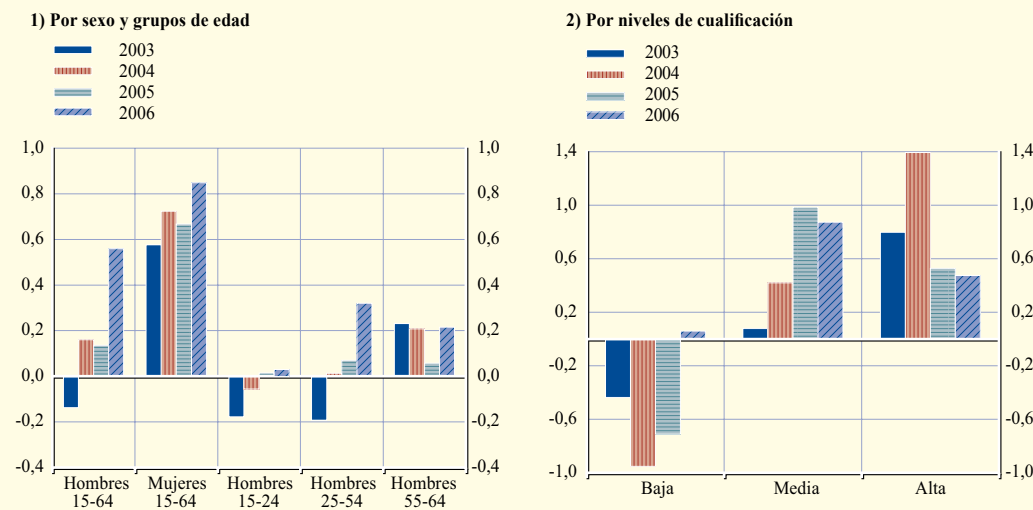
EMPLEO EN LA ZONA DEL EURO EN EL 2006: UN CRECIMIENTO MÁS EQUILIBRADO

La situación del mercado de trabajo de la zona del euro ha mostrado una clara mejora en los últimos años. En particular, en el 2006, tras varios años de crecimiento moderado, el empleo creció un 1,4%, la tasa más elevada registrada desde el 2001. Esta evolución favorable se ha traducido en una reducción significativa de la tasa de desempleo, que se situó, a finales del 2006, en el 7,5%, nivel que no se observada desde principios de los años ochenta, pese al efecto simultáneo de la tendencia al alza de la tasa de actividad.

En el presente recuadro se describen las principales características del crecimiento del empleo en la zona del euro en el 2006, utilizando la composición por grupos de edad, sexo, niveles de cualificación,

Gráfico A Evolución del empleo por categorías entre los años 2003 y 2006

(contribuciones al crecimiento del empleo en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

tipos de contrato y sectores adoptada en la encuesta de población activa más reciente de la UE¹. El análisis revela que, en relación con los años anteriores, la evolución del empleo en la zona del euro en el conjunto del año 2006 (i) evidenció una distribución más uniforme por grupos de edad, sexo y niveles de cualificación, (ii) registró un importante incremento del empleo indefinido y a tiempo completo y (iii) no mostró un nuevo descenso del empleo menos cualificado. Esta evolución sugiere que, además del impacto positivo de las reformas estructurales realizadas en los mercados de trabajo (que ya empezó a observarse en determinados grupos en años anteriores), el aumento de la confianza empresarial en términos de sostenibilidad de la actividad económica ha contribuido a la creación de empleo en el 2006.

Evolución del empleo por sexo, grupos de edad y niveles de cualificación

Aunque el crecimiento del empleo femenino continuó el año pasado y sigue representando la mayor parte del crecimiento total del empleo, la contribución del empleo masculino se elevó también fuertemente en el 2006 (véase gráfico A1). En el período 2003-2005, la contribución del crecimiento del empleo femenino al crecimiento total del empleo fue, en promedio, de 0,6 puntos porcentuales, mientras que la contribución del empleo masculino no superó los 0,05 puntos porcentuales. Sin embargo, en el 2006 la contribución del empleo masculino alcanzó los 0,6 puntos porcentuales, acercándose a los 0,8 puntos porcentuales de la contribución del empleo femenino. Aunque la contribución del empleo masculino creció, en mayor medida, en el grupo de personas con edades comprendidas entre 25 y 54 años, la recuperación del empleo parece haberse producido de forma generalizada en todos los grupos de edad, de la población masculina.

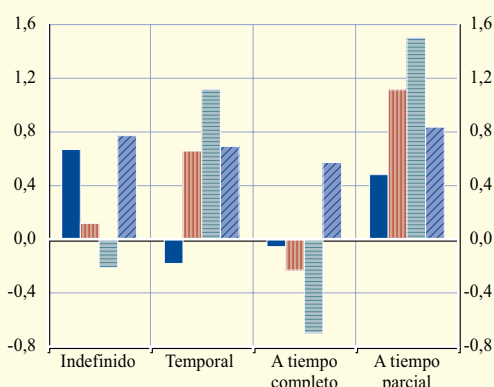
1 Dado que, en la coyuntura actual, se considera que los datos de contabilidad nacional proporcionan una información más fiable sobre la evolución del empleo, debido a los cambios metodológicos introducidos en la encuesta de población activa de algunos países de la zona del euro, la composición del empleo utilizada en el presente recuadro se obtiene a partir de la encuesta de población activa de la UE y se aplican los porcentajes de los distintos grupos a los datos de contabilidad nacional.

Gráfico B Evolución del empleo por tipo de contrato entre los años 2003 y 2006

(contribuciones al crecimiento del empleo en puntos porcentuales)

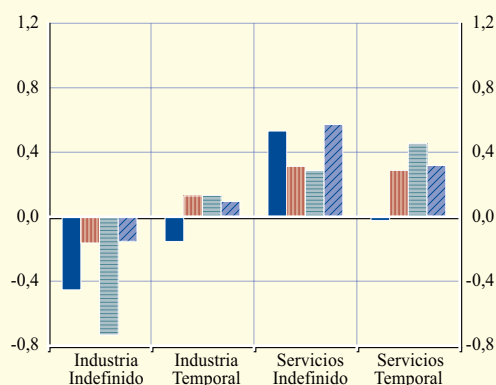
1) Empleo indefinido en relación con empleo temporal y empleo a tiempo completo en relación con empleo a tiempo parcial

■ 2003
■ 2004
■ 2005
■ 2006



2) Empleo indefinido en relación con empleo temporal por sectores

■ 2003
■ 2004
■ 2005
■ 2006



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

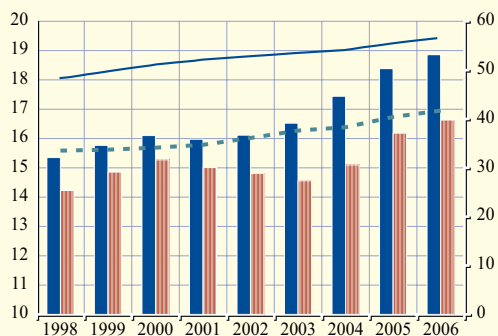
Por lo que se refiere a la evolución del empleo por niveles de cualificación (utilizando como aproximación el nivel más alto de educación alcanzado), parece que, en relación con los tres años anteriores, la evolución en el 2006 fue también más equilibrada en los distintos niveles de cualificación, que

contribuyeron todos positivamente al crecimiento del empleo (véase gráfico A2). La contribución de los trabajadores con niveles de cualificación medios y altos al crecimiento del empleo ha sido positiva a lo largo de todo el período 2003-2005 y ha seguido siendo la más importante en el 2006. Sin embargo, se ha observado una evolución favorable en el caso de los trabajadores menos cualificados, entre los que el crecimiento del empleo se ha tornado ligeramente positivo, tras ser el único grupo que registró un crecimiento negativo en años anteriores. En general, en el 2006 el crecimiento del empleo parece haber sido más ampliamente equilibrado que en años anteriores en la composición por sexo, grupos de edad y niveles de cualificación, con una contribución positiva de la mayor parte de los grupos.

Gráfico C Tasas de ocupación de mujeres y personas mayores y tasas de empleo temporal y a tiempo parcial

(en porcentaje)

■ Tasa de empleo a tiempo parcial (escala izquierda)
■ Tasa de empleo temporal (escala izquierda)
- - - Tasa de ocupación del grupo de edad de 55-64 años (escala derecha)
— Tasa de ocupación femenina (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Tasa de ocupación = porcentaje de personas ocupadas en relación con la población en la categoría considerada. Tasa de empleo temporal (a tiempo parcial) = porcentaje de empleo temporal (a tiempo parcial) en relación con el empleo total.

Evolución del empleo por tipos de contrato

En lo respecta a la composición del crecimiento del empleo por tipos de contrato, el gráfico B1 muestra las contribuciones del empleo indefinido

en relación con el empleo temporal y del empleo a tiempo completo en relación con el empleo a tiempo parcial. Aquí también, en el 2006 el crecimiento del empleo fue más equilibrado en los distintos tipos de contrato. Tras descender durante varios años, el empleo indefinido y el empleo a tiempo completo crecieron, mientras que se moderó el continuo aumento del número de trabajos temporales y a tiempo parcial. En el 2006, la contribución de los trabajos temporales, en los que se concentró la mayor parte del crecimiento del empleo en el período 2004-2005, fue similar a la de los trabajos indefinidos (0,7 puntos porcentuales y 0,8 puntos porcentuales, respectivamente). Se obtienen resultados muy similares si se comparan el empleo a tiempo parcial y el empleo a tiempo completo. La contribución creciente del empleo indefinido y del empleo a tiempo completo puede proporcionar evidencia adicional de que los cambios en los patrones de crecimiento del empleo registrados en el 2006 se produjeron de forma generalizada en las distintas categorías de empleos.

En cuanto a la evolución sectorial, se observó, en general, una evolución positiva en todos los sectores. Cabe destacar que, en el 2006, el empleo indefinido creció notablemente en el sector servicios y dejó de bajar en la industria, mientras que el empleo temporal siguió creciendo en todos los sectores de la economía (véase gráfico B2).

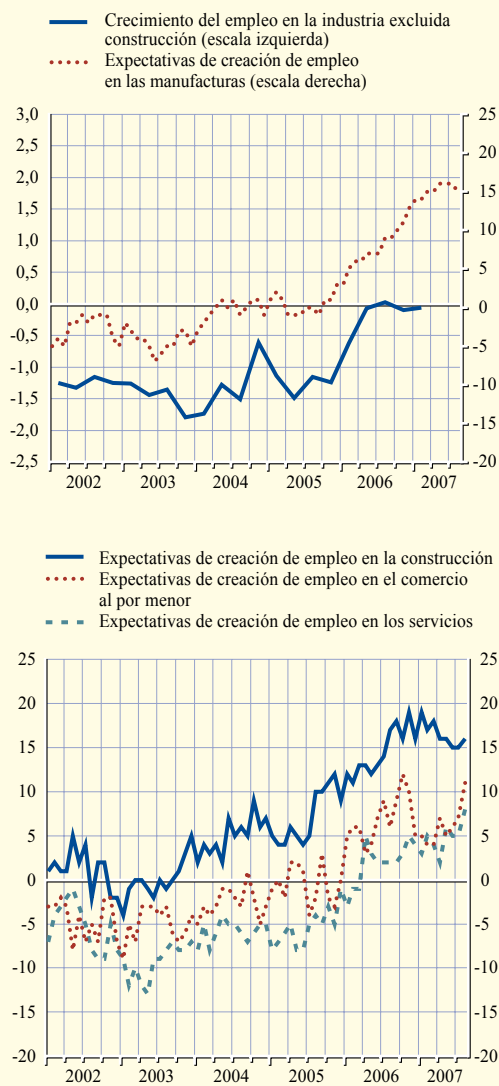
Tendencias y perspectivas a largo plazo

Sin embargo, en general la recuperación observada en el 2006 en algunos sectores del mercado de trabajo no interrumpió el crecimiento tendencial de la tasa de ocupación de las mujeres y las personas mayores, y el de las tasas de empleo temporal y a tiempo parcial (véase gráfico C). Las tendencias positivas de estos segmentos del mercado de trabajo pueden relacionarse, en parte, con las reformas laborales realizadas anteriormente², lo que demuestra claramente que estas reformas son beneficiosas y que hay que proseguir por este camino.

² Para más información, véase el artículo titulado «Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», en el Boletín Mensual de enero del 2007.

Gráfico 48 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

posibles desequilibrios mundiales, presiones proteccionistas y nuevas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas.

Las expectativas de empleo han registrado una tendencia creciente desde mediados del 2005 (véase gráfico 48). Los datos, disponibles hasta agosto, de la encuesta de la Comisión Europea sobre las expectativas de empleo y los del índice de directores de compras sobre el empleo confirman las perspectivas favorables para el mercado de trabajo y apuntan a nuevas mejoras del empleo en la zona del euro a comienzos del tercer trimestre del 2007.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En general, los datos disponibles apuntan a un crecimiento sostenido de la actividad económica de la zona del euro. Los sólidos fundamentos de la economía de la zona, especialmente la favorable situación del sector empresarial y del mercado de trabajo, propician la absorción de las turbulencias financieras. Cabe esperar que se mantenga la pujanza de la actividad económica mundial, impulsando la inversión y las exportaciones de la zona del euro. De cara al futuro, la evolución de la renta real disponible, conforme prosigue la mejora de la situación del mercado de trabajo, debería alentar el consumo de la zona del euro.

En consonancia con esta valoración, las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro prevén un crecimiento del PIB real comprendido entre el 2,2% y el 2,8% en el 2007 y entre el 1,8% y el 2,8% en el 2008 (véase el recuadro 9).

No obstante, estas perspectivas económicas están sujetas a riesgos a la baja, relacionados, principalmente, con un posible impacto más generalizado de la reevaluación del riesgo en los mercados financieros. También existen riesgos derivados de

Recuadro 9

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

A partir de los datos disponibles hasta el 24 de agosto de 2007, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará entre el 2,2% y el 2,8% en el 2007, y entre el 1,8% y el 2,8% en el 2008. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situará entre el 1,9% y el 2,1% en el 2007, y entre el 1,5% y el 2,5% en el 2008.

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

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 14 de agosto de 2007. Por lo que respecta a los tipos de interés a corto plazo medidos por el EURIBOR a tres meses, las expectativas del mercado se basan en los tipos de interés a plazo, implícitos en la curva de rendimiento en la fecha de cierre de los datos. Esto implica un nivel general medio del 4,3% en el 2007 y del 4,5% en el 2008. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se traducen en un perfil plano en torno al nivel del 4,5% de mediados de agosto. El escenario de referencia también incluye el supuesto de que los diferenciales de los préstamos bancarios se incrementarán ligeramente durante el período considerado en las proyecciones, como reflejo del reciente aumento de la percepción del riesgo en los mercados financieros. Sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se estima que los precios medios anuales del petróleo se situarán en 68,1 dólares estadounidenses por barril en el 2007 y en 71,9 dólares por barril en el 2008. Se considera que los precios medios anuales en dólares estadounidenses de las materias primas no energéticas se incrementarán en un 20,0% en el 2007 y en un 5,7% en el 2008.

Se parte del supuesto técnico de que, durante el período abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo cual implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,37 y que, en promedio, el tipo de cambio efectivo del euro será en el 2007 un 3,1% superior a la media del 2006 y en el 2008 un 0,5% superior a la media del 2007.

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

1 Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Los procedimientos y técnicas utilizados son coherentes con los de las proyecciones del Eurosistema, descritos en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio del 2001). Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de estas diferencias. Sin embargo, debido a la evolución de los mercados financieros, el grado de incertidumbre que rodea actualmente a las proyecciones es posiblemente mayor de lo habitual.

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)^{1), 2)}

	2006	2007	2008
IAPC	2,2	1,9-2,1	1,5-2,5
PIB real	2,9	2,2-2,8	1,8-2,8
Consumo privado	1,9	1,4-1,8	1,5-2,7
Consumo público	1,9	1,3-2,3	1,2-2,2
Formación bruta de capital fijo	5,2	3,6-5,2	1,4-4,6
Exportaciones (bienes y servicios)	8,2	4,6-7,4	3,9-7,1
Importaciones (bienes y servicios)	7,9	3,7-6,7	3,6-7,0

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

2) Las cifras incluyen a Eslovenia desde el 2006, a excepción de las relativas al IAPC, que sólo incluyen a dicho país desde el 2007. Las proyecciones de septiembre del 2007 incluyen, por primera vez, en los intervalos referidos al 2008, a Chipre y Malta como partes integrantes de la zona del euro. Las tasas de variación anuales para el 2008 se calculan utilizando una composición de la zona del euro que incluye datos relativos a Chipre y Malta para el 2007 y el 2008. Las participaciones de Chipre, Malta y Eslovenia en el PIB de la zona del euro se sitúan en torno al 0,2%, al 0,1% y al 0,3%, respectivamente.

Supuestos relativos al entorno internacional

Se espera que el entorno exterior de la zona del euro continúe siendo favorable durante el horizonte temporal contemplado en el escenario de referencia de las proyecciones. Aunque se proyecta que el crecimiento del PIB real en Estados Unidos y Japón sea algo menor que el de los últimos años, se espera que el crecimiento del PIB real de las economías emergentes de Asia se mantenga muy por encima de la media mundial. Asimismo, se prevé que el ritmo de crecimiento de la mayoría de las grandes economías siga siendo intenso.

En conjunto, se considera que el crecimiento anual del PIB real mundial excluyendo la zona del euro se situará, en promedio, en torno al 5,6% en el 2007 y al 5,3% en el 2008. El crecimiento de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro se situará alrededor del 5,5% en el 2007 y del 6,9% en el 2008.

Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real

De acuerdo con la primera estimación de Eurostat, el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro en el segundo trimestre del 2007 se situará en el 0,3%, frente al 0,7% del primer trimestre de este año. Se proyecta que, durante el período considerado, las tasas de crecimiento intertrimestral del PIB real se situarán en un intervalo comprendido entre el 0,5% y el 0,6% aproximadamente. En este contexto, el crecimiento anual del PIB real se situará, en promedio, en un intervalo comprendido entre el 2,2% y el 2,8% en el 2007 y entre el 1,8% y el 2,8% en el 2008. Entre los factores determinantes, se espera que el aumento de las exportaciones continúe impulsando la actividad económica, ya que, conforme a los supuestos, la demanda externa seguirá creciendo a un ritmo vigoroso. Se estima que el intenso crecimiento de las exportaciones y el alza de los beneficios sustentarán un aumento de la inversión, que, sin embargo, se moderará a medida que el ciclo económico madure y las condiciones de financiación sean más restrictivas. El crecimiento del consumo privado se verá respaldado por las tendencias favorables de los mercados de trabajo.

Proyecciones sobre precios y costes

Las proyecciones indican que la tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situará en un intervalo comprendido entre el 1,9% y el 2,1% en el 2007, y entre el 1,5% y el 2,5% en el 2008. En consonancia con los supuestos relativos a los precios del petróleo, obtenidos a partir de los actuales precios de los futuros sobre el petróleo, se espera que la contribución positiva de los precios energéticos y de las materias primas no petrolíferas se reduzca considerablemente en comparación con los últimos años. Asimismo, se supone que la contribución de los impuestos indirectos prevista actualmente será nula en el 2008, frente a los 0,5 puntos porcentuales del 2007. Paralelamente, las proyecciones se basan en la expectativa de que durante el período considerado el crecimiento salarial será ligeramente superior al del 2006. Por cuanto se estima que la productividad del trabajo mantendrá un ritmo de crecimiento prácticamente estable, el crecimiento de los costes laborales unitarios aumentará durante el período considerado. No obstante, en el escenario de referencia, los efectos al alza del aumento de los costes laborales unitarios son atenuados por la expectativa de una ligera moderación del crecimiento de los márgenes de beneficio.

Comparación con las proyecciones de junio del 2007

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de junio del 2007, el intervalo proyectado para el crecimiento del PIB real en el 2007 se ha ajustado ligeramente a la baja, reflejando los efectos de precios del petróleo ligeramente superiores y de condiciones de financiación algo más restrictivas. El intervalo de crecimiento del PIB real proyectado para el 2008 se mantiene sin variación.

Los nuevos intervalos proyectados para la tasa de variación anual del IAPC correspondientes al 2007 y al 2008 se sitúan dentro de los intervalos indicados en las proyecciones de junio del 2007.

Cuadro B Comparación con las proyecciones de junio del 2007

(tasas medias de variación anuales)

	2006	2007	2008
PIB real - Junio 2007	2,9	2,3-2,9	1,8-2,8
PIB real - Septiembre 2007	2,9	2,2-2,8	1,8-2,8
IAPC - Junio 2007	2,2	1,8-2,2	1,4-2,6
IAPC - Septiembre 2007	2,2	1,9-2,1	1,5-2,5

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Las perspectivas de las finanzas públicas para la zona del euro se mantienen en consonancia con las expectativas anteriores, que apuntaban a una corrección gradual de los desequilibrios presupuestarios, en un entorno macroeconómico generalmente favorable. Sin embargo, la información más reciente señala que existe el riesgo de una relajación procíclica de las políticas fiscales en algunos países en forma de aumentos del gasto público o de rebajas impositivas para las cuales no se ha previsto financiación. Las lecciones aprendidas en el pasado indican que es altamente aconsejable que los Gobiernos de la zona del euro apliquen estrategias presupuestarias prudentes y aprovechen la actual bonanza económica para avanzar en el proceso de saneamiento presupuestario y alcanzar los objetivos presupuestarios a medio plazo cuanto antes y en el 2010 a más tardar. Estas medidas deberían amortiguar de forma significativa el efecto de una reducción de los ingresos extraordinarios y, al mismo tiempo, dejarían un margen de seguridad para cubrir la incertidumbre que conlleva la evaluación de la situación cíclica en tiempo real.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS Y PERSPECTIVAS PARA EL 2007

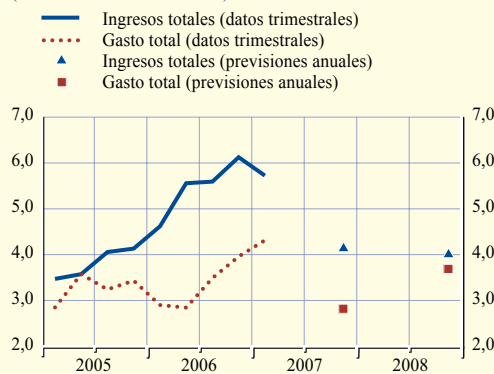
Las estadísticas trimestrales más recientes sobre las finanzas públicas son coherentes en líneas generales con la nueva reducción del déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro en el 2007 prevista por la Comisión Europea y otras instituciones internacionales en primavera del 2007. Aunque los datos de la zona del euro correspondientes al primer trimestre del 2007 parecen mostrar los primeros signos de moderación en la evolución de los ingresos, en conjunto, los ingresos públicos continuaron creciendo a un ritmo firme, por encima de la tasa de crecimiento del gasto público (véase gráfico 49). Datos más recientes relativos al gasto incluyen el efecto de las importantes medidas temporales de incremento del gasto adoptadas a finales del 2006.

La mayoría de los países de la zona del euro parece estar actualmente en vías de conseguir los objetivos presupuestarios (en algunos casos poco ambiciosos) que fijaron en las últimas actualizaciones de su programa de estabilidad a finales del 2006 y principios

del 2007, a pesar de las desviaciones del gasto y de las rebajas impositivas en algunos países. El principal motor de esta evolución presupuestaria será previsiblemente el entorno macroeconómico favorable que contribuye a la intensa recaudación de impuestos y al crecimiento moderado del gasto que se están registrando actualmente. Está previsto que el tono de la política fiscal de la zona del euro, en relación con el cambio del saldo presupuestario primario ajustado de ciclo, se endurezca moderadamente, aunque excluidos los efectos temporales, se mantendría neutro en general. Asimismo, se contempla que la ratio de deuda pública de la zona del euro, que refleja los crecientes superávit primarios, continúe su evolución a la baja. En cuanto a los países de la zona del euro que todavía están sometidos al procedimiento de déficit excesivo, en Italia se espera que el déficit público se reduzca por debajo del 3% del PIB en el 2007, mientras que en Portugal se mantendría por encima de dicho valor de referencia.

Gráfico 49 Estadísticas y previsiones trimestrales de las finanzas públicas

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, Comisión Europea.

Nota: El gráfico muestra la evolución de los ingresos totales y del gasto total en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el período I 2005-I 2007, más las previsiones para los años 2007 y 2008 obtenidas de las Previsiones Económicas de la Comisión Europea de primavera del 2007.

PLANES PRESUPUESTARIOS PARA EL 2008 Y PARA AÑOS POSTERIORES

La mayoría de los países de la zona del euro está preparando actualmente sus borradores de presupuestos para el ejercicio 2008 y está actualizando sus planes a medio plazo. Dado que la información sobre los planes presupuestarios todavía no está completa, en este momento cualquier evaluación de las perspectivas de las finanzas públicas en la zona del euro tiene carácter meramente provisional. Los comentarios siguientes sobre los planes presupuestarios para el 2008 se limitan a los países más importantes de la zona.

En Alemania, el Ministerio de Economía publicó en julio el borrador de los presupuestos federales y anunció el plan presupuestario a medio plazo del Gobierno federal así como las proyecciones relativas al saldo presupuestario para las Administraciones Públicas. El Gobierno alemán ha revisado las proyecciones de déficit de las Administraciones Públicas para el 2007, reduciéndolo desde el 1,2% hasta alrededor del 0,5% del PIB. El Ministerio de Economía prevé que el déficit de las Administraciones Públicas se mantendrá en el 0,5% del PIB en el año 2008, disminuirá ligeramente al 0%-0,5% en el 2009, alcanzará su objetivo a medio plazo de presupuesto equilibrado en el 2010 y pasará a situación de superávit en el 2011. En este borrador de presupuestos se contempla que los ingresos del Gobierno federal rebasen considerablemente en el 2007, así como en el período comprendido entre el 2008 y el 2010, las previsiones anteriores de ingresos contenidas en los presupuestos para el 2007. Esta programado gastar aproximadamente la mitad de estos ingresos extraordinarios obtenidos a nivel federal en vez de utilizarlos para acelerar la reducción del déficit y de la deuda. La información más reciente parece señalar unos resultados presupuestarios mejores en el 2007 y el 2008.

En Francia, el nuevo Gobierno anunció en junio un paquete de medidas para rebajar los impuestos. El Gobierno estima que el impacto negativo de la reforma sobre los ingresos impositivos ascenderá al 0,1% del PIB en el 2007, el 0,6% en el 2008 y el 0,8% en el 2009. Se prevén cambios adicionales en el sistema tributario, aunque los detalles y el calendario todavía no están definidos. El Gobierno francés ha indicado que espera actualmente un déficit de las Administraciones Públicas en torno al 2,4% del PIB en el 2007, que se reducirá al 2,3% en el 2008. El objetivo a medio plazo de Francia de alcanzar un presupuesto equilibrado no se conseguiría hasta el 2012, aunque se intentaría lograrlo antes, posiblemente en el 2010, en caso de que el crecimiento económico fuera mayor de lo previsto.

En Italia, el Gobierno presentó su Documento de Planificación Económica y Financiera (DPEF) para el período 2008-2011. El DPEF incluye los efectos de un proyecto de ley que asigna alrededor del 0,4% del PIB en concepto de financiación pública extraordinaria en el 2007 para los perceptores de pensiones bajas, las familias y los jóvenes. Algunos de estos gastos serán estructurales. Se contempla que estos gastos extraordinarios se financien solo parcialmente con ingresos superiores a lo esperado. En conjunto, el objetivo actual del Gobierno es un déficit del 2,5% del PIB en el 2007, que se reducirá al 2,2% en el 2008 y al 1,5% en el 2009. Sobre esta base, el objetivo a medio plazo de Italia de alcanzar un presupuesto equilibrado no se lograría hasta el 2011.

EVITAR LOS ERRORES DEL PASADO

La situación presupuestaria actual reviste algunas características que son comunes con el auge económico anterior (1999-2000), ya que los planes y objetivos presupuestarios parecen reflejar de nuevo la expectativa de que la sólida evolución observada en los ingresos públicos pueda ser de carácter permanente. También en el período 1999-2000 las expectativas generales eran que las prometedoras perspectivas económicas y presupuestarias se mantendrían, lo cual a su vez alentó a los Gobiernos a reducir los impuestos y aumentar el gasto de forma permanente sin adoptar medidas para compensar los gastos estructurales. De hecho, el año 2000 marcó un punto de inflexión para el crecimiento económico, con las subsiguientes pérdidas de ingresos públicos y

necesidades de gastos extraordinarios que generaron un deterioro considerable de las finanzas públicas en la zona del euro, el cual aún no se ha corregido completamente (véase cuadro 9).

Por tanto, en el contexto del actual entorno económico favorable, es fundamental evitar los errores cometidos en el pasado y que todos los Gobiernos de la zona del euro apliquen las lecciones aprendidas del episodio de 1999-2000. En primer lugar, deberían aprovechar la oportunidad que se presenta para corregir con rapidez los desequilibrios presupuestarios a fin de conseguir una situación de las finanzas públicas a medio plazo saneada. Estas medidas les permitirán dejar que se pongan en funcionamiento los estabilizadores presupuestarios automáticos cuando llegue la siguiente fase recesiva del ciclo económico y prepararse para las consecuencias presupuestarias derivadas del envejecimiento de la población reduciendo los ratios de deuda pública a un ritmo adecuado. En segundo lugar, los Gobiernos no deberían embarcarse en políticas fiscales discrecionales expansionistas, ya sean en forma de gastos extraordinarios de carácter permanente o de rebajas impositivas sin financiación prevista. Con el fin de evitar los errores del pasado, deberían alcanzarse como mínimo los objetivos presupuestarios del 2007, que en algunos países no son ambiciosos, y debería utilizarse la totalidad de los ingresos extraordinarios para acelerar la reducción del déficit y de la deuda. Los planes presupuestarios para el 2008 deberían reflejar la necesidad de saneamiento adicional que tiene actualmente una serie de países, facilitando medidas concretas para reducir el déficit, preferiblemente por el lado del gasto. Los países que reduzcan sus planes de saneamiento presupuestario ante un dinamismo de los ingresos inesperadamente positivo corren el riesgo de repetir la experiencia de 1999-2000, cuando la falta de prudencia derivó en ratios de déficit excesivo en un corto período de tiempo.

En concreto, los países que todavía registran un déficit excesivo deberían esforzarse al máximo por reducir su déficit por debajo del valor de referencia del 3% del PIB como tarde en las fechas límite establecidas por el Consejo ECOFIN. En cuanto a los países que no cuentan con un déficit excesivo pero que todavía no han alcanzado sus objetivos presupuestarios a medio plazo, sus planes presupuestarios deberían asegurar una mejora suficiente en la actual situación de bonanza económica, es decir, al menos por la referencia mínima de saneamiento estructural acordada del 0,5% del PIB. Se recomienda a los países de la zona del euro que ya han alcanzado sus objetivos a medio plazo que eviten las políticas fiscales expansionistas que pondrían en peligro sus logros presupuestarios y provocarían una orientación procíclica de la política fiscal.

Los ministros de Economía de la zona del euro reconocieron la idoneidad de las pautas de política fiscal anteriores en el acuerdo que alcanzaron en la reunión informal del Eurogrupo celebrada en Berlín el 20 de abril de 2007. Ahora es fundamental que dicho acuerdo se ponga en práctica en su totalidad y que todos los países logren su objetivo a medio plazo de conseguir situaciones presupuestarias saneadas lo antes posible y en el 2010 a más tardar.

Los análisis a medio y largo plazo también exigen un saneamiento considerable para afrontar ratios de deuda pública elevadas, tasas de crecimiento potencial reducidas e importantes pasivos implícitos del sector público derivados del envejecimiento de la población. Por consiguiente, los planes presupuestarios para el 2008 y para años posteriores deberían seguir contemplando el saneamiento como parte de una estrategia global a medio plazo que

Cuadro 9 Ratios de saldo presupuestario de las Administraciones Públicas y crecimiento del PIB real en la zona del euro en el período 2000-2002

Año	Previsiones (otoño 2000)			Resultado (primavera 2007)		
	Saldo presupuestario	Saldo primario ajustado de ciclo	PIB real	Saldo presupuestario	Saldo primario ajustado de ciclo	PIB real
2000	-0,7	3,4	3,5	-1,0	2,9	3,9
2001	-0,5	3,1	3,1	-1,9	1,2	1,9
2002	-0,4	3,2	3,0	-2,6	0,7	0,9

Fuente: Comisión Europea, otoño del 2000 y primavera del 2007.

Nota: Los datos están ajustados por los ingresos de la venta de licencias UMTS.

favorece la sostenibilidad fiscal y la calidad de las finanzas públicas. La contención de los compromisos de gasto y la reforma de los sistemas de la seguridad social deberían no solo facilitar la consecución de los objetivos de déficit y deuda, sino que también deberían dar cabida a la reducción de la presión fiscal para mejorar los incentivos al trabajo, a la inversión y a la innovación, así como a la asignación eficaz de los factores de producción. Otro reto a este respecto es encontrar la mejor forma de aumentar la eficiencia y transparencia de los sistemas tributarios de los países de la zona del euro, teniendo en cuenta también la experiencia de algunos países de Europa Central y Oriental con los denominados sistemas impositivos «lineales» (véase recuadro 10).

Recuadro 10

IMPUESTOS LINEALES EN EUROPA CENTRAL Y ORIENTAL

Más de 20 países de todo el mundo, incluidos cinco estados de Europa Central y Oriental miembros de la UE y siete países vecinos, han introducido un llamado «impuesto lineal» (comenzando por los tres estados bálticos en 1994-1995 y seguidos a partir del 2001 por una segunda oleada de países, entre los que se encuentran Rusia, Serbia, Ucrania, Eslovaquia, Georgia, Rumania, la Antigua República Yugoslava de Macedonia, Montenegro y Albania —véase el cuadro—). El concepto de «impuesto lineal» suele asociarse a los trabajos académicos de Hall y Rabushka¹, autores que postulan la aplicación de un tipo impositivo único sobre la renta tanto de personas físicas como de sociedades, por encima de un determinado umbral o «mínimo exento». No obstante, ninguno de los

1 Hall, R. E., y Rabushka, A. (1983), «Low Tax, Simple Tax, Flat Tax» (New York: McGraw Hill); 1985, «The Flat Tax» (Stanford: Hoover Institution Press).

Impuestos lineales en algunos Estados miembros de la UE y países vecinos

País	Adopción del tipo único	Tipo impositivo sobre la renta de las personas físicas (en %)			Tipo impositivo sobre la renta de las sociedades (en %)		
		Antes de la reforma	Después de la reforma	2007	Antes de la reforma	Después de la reforma	2007
Estonia	1994	16-33	26	22 ¹⁾	35	26	22 ¹⁾
Lituania	1994	18-33	33	27 ²⁾	29	29	15
Letonia	1995	25-10 ³⁾	25	25	25	25	15
Rusia	2001	12-30	13	13	15	35 ⁴⁾	24
Serbia	2003	10-20	14	14	20	14	14
Ucrania	2004	10-40	13	15	30	25	25
Eslovaquia	2004	10-38	19	19	25	19	19
Georgia	2005	12-20	12	12	20	20	20
Rumania	2005	18-40	16	16	25	16	16
ARY Macedonia	2007	15-24	12	12 ⁵⁾	15	12	12 ⁵⁾
Montenegro	2007	16-24	15	15 ⁶⁾	15-20	9	9
Albania	2007	5-30	10	10 ⁷⁾	20	10	10

Comparación con los tres países principales de la zona del euro en el 2007:

	Tipo impositivo sobre la renta de las personas físicas (en %)	Tipo impositivo sobre la renta de las sociedades (en %)
Alemania	15-42	38,70 ⁸⁾
Francia	5,5-40	33,33
Italia	23-43	33

Fuentes: Keen, M., Kim, Y. y Varsano, R. (2006), op. cit.; «The «Flat Tax(es): Principles and Evidence», Documento de Trabajo del FMI WP/06/218; Nicodème, G. (2007), «Flat tax: Does one rate fit all?», *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, 42(3), 138-142; Base de datos «Taxes in Europe» de la Comisión Europea; Banco Mundial; Ministerios de Economía nacionales; Federation of International Trade Associations.

Nota: Los países no pertenecientes a la UE se muestran en cursiva.

1) Reducción gradual prevista hasta el 20% en el 2009.

2) Reducción prevista hasta el 24% en el 2008.

3) Escala regresiva.

4) Incluido el impuesto del 5% recaudado por los ayuntamientos.

5) Reducción prevista hasta el 10% en el 2008.

6) Reducción prevista hasta el 9% en el 2010.

7) A 1 de julio de 2007.

8) Tipo total que incluye el tipo nominal del 25%, más un tipo impositivo local sobre los beneficios, más recargos; reducción prevista hasta el 29,83% en el 2008.

países anteriormente citados ha adoptado en la práctica un sistema impositivo lineal puro. Las reformas tributarias realmente introducidas se han desviado del principio de «tipo impositivo único», dando lugar a toda una variedad de esquemas impositivos. Éstos difieren, en concreto, en el nivel de renta mínima exenta de tributación, en el nivel de los tipos impositivos oficialmente aplicables a las rentas de personas físicas y de sociedades y en la definición de las bases imponibles —por ejemplo, en relación con el tratamiento fiscal de los dividendos—.

El presente recuadro presenta un examen detallado de los principales argumentos teóricos subyacentes a la introducción del impuesto lineal y describe la experiencia reciente de los países arriba citados con dichas reformas tributarias.

Según la literatura académica, un argumento básico en favor de la adopción de un impuesto lineal reside en su sencillez —característica de la que se espera una mejora de la transparencia, una reducción de los costes administrativos y un aumento del grado de cumplimiento de las obligaciones tributarias—. Se esperaría que estos efectos positivos se produjesen principalmente en países con un amplio historial de elusión fiscal. Además, los impuestos lineales se introducen, en ocasiones, con el fin de reducir las distorsiones impositivas y, por tanto, de promover la eficiencia económica. En concreto, los impuestos lineales sobre la renta de las personas físicas y de las sociedades podrían reforzar los incentivos para trabajar, invertir e innovar si redujeran la presión fiscal por debajo de la existente antes de las reformas. También se ha avanzado la posibilidad de que dichas reformas se autofinancien, si realmente logran elevar los niveles de inversión y empleo y las tasas de crecimiento del producto.

Dado que la visibilidad de los tipos impositivos únicos es superior a la de las escalas impositivas progresivas, aquéllos facilitan las comparaciones entre países. En un contexto de mayor integración económica internacional y aumento de la movilidad de los factores capital y trabajo, especialmente dentro de la UE, este hecho podría inducir a la adopción, en algunos países, de tipos impositivos lineales bajos con el fin de atraer factores de producción móviles y bases imponibles. Esta posibilidad introduce una restricción sobre los países con impuestos elevados. A este respecto, la literatura académica sugiere una posible «carrera» en pos de la reducción de los tipos impositivos, que erosionaría las recaudaciones tributarias y conllevaría una insuficiente provisión de ciertos bienes públicos, tales como una eficaz administración pública y unas infraestructuras y sistemas educativos de alta calidad —pese a que también éstos son activos básicos para atraer factores de producción móviles—.

Además, al afectar a la distribución personal de la renta, los impuestos lineales plantean cuestiones relacionadas con la equidad. Varios estudios académicos recientes², que simulan la adopción de sistemas impositivos lineales en países europeos, llegan a la conclusión de que, aunque en ciertos casos dichos impuestos podrían elevar la eficiencia económica, ello se produciría a costa de la equidad vertical. Sin embargo, a este resultado puede contraponerse el argumento de que los objetivos redistributivos pueden lograrse de manera más eficiente a través de un sistema apropiado de transferencias públicas.

En la práctica, los estudios empíricos ofrecen resultados dispares sobre los efectos de los sistemas impositivos lineales. Las expectativas de mayor sencillez no siempre se han cumplido. Algunos

2 Por ejemplo, Fuest, C., Peichl, A. y Schaefer, T. (2007), «Is a flat tax politically feasible in a grown-up welfare state?», FIFO-CPE Discussion Paper, 07-6, y varios artículos publicados en la *IB Review*, Institute of Macroeconomic Analysis and Development, 40(1-2): 69-153.

3 Vanasaun, I. (2006), «Experience of flat income tax: The Estonian case», *IB Review*, 40(1-2): 101-106; Saavedra, P., Marcincin, A., y Valachy, J. (2007), «Flat income tax reforms», en Grey, C., Lane, T. y Varoudakis, A. (2007), «Fiscal Policy and Economic Growth. Lessons for Eastern Europe and Central Asia», Banco Mundial.

estudios sobre la experiencia de determinados países³ encuentran efectos positivos de los impuestos lineales en términos de sencillez y cumplimiento tributario. Otros estudios similares⁴ revelan un aumento meramente marginal de la sencillez de los sistemas impositivos, mientras persiste la complejidad asociada a diversas exenciones y al tratamiento fiscal de ciertas clases de renta. Estos resultados sugieren que la complejidad no se deriva tanto de los tipos impositivos progresivos como de la definición de la base imponible y de las posibles exenciones.

Con respecto a los incentivos para trabajar, invertir e innovar, los estudios empíricos realizados sobre los países bálticos, Georgia, Rumania, Rusia, Eslovaquia y Ucrania no aportan evidencia concluyente de que los impuestos lineales realmente presenten los resultados favorables esperados. Los nuevos tipos impositivos lineales oficialmente aplicables a las rentas de las personas físicas y de las sociedades no siempre son bajos. En la mayoría de los países incluidos en la segunda oleada de reformas tributarias, el tipo lineal sobre la renta personal se fijó al mismo nivel o justo por debajo de los tipos impositivos marginales mínimos previos a las reformas, si bien en Lituania y Letonia se situó en el tipo marginal máximo (véase el cuadro). Los análisis econométricos tampoco han aportado evidencia de unos mayores incentivos para trabajar, al menos en el caso de Rusia⁵. Pese a que, en la mayor parte de los casos, los tipos impositivos lineales oficialmente aplicables a la renta de las sociedades se sitúan por debajo de los existentes en los principales países miembros de la zona del euro, las notables diferencias en la definición de la base imponible dificultan esta comparación.

Asimismo, no existe evidencia concluyente de que la imposición lineal se haya autofinanciado, aunque los estudios realizados tampoco indican fuertes caídas de la recaudación tributaria. En Eslovaquia, la recaudación de los impuestos sobre la renta de las personas físicas y de las sociedades cayó (un 0,8% y un 0,2% del PIB, respectivamente) durante el primer año de la reforma, aunque aumentó posteriormente.

En cuanto al crecimiento económico, si bien los países de Europa Central y Oriental han registrado elevadas tasas de crecimiento del PIB real, este buen resultado podría ser independiente de la introducción de los impuestos lineales. Los análisis empíricos siguen siendo prudentes a la hora de establecer la causalidad, ya que, por lo general, las reformas impositivas han formado parte de importantes paquetes integrales de reformas fiscales y estructurales, con efectos conjuntos posiblemente superiores a los de la imposición lineal en solitario.

Con respecto a los efectos redistributivos, los estudios empíricos no siempre encuentran signos evidentes de una reducción del grado de progresividad impositiva, especialmente cuando los impuestos lineales sólo afectan a una parte del sistema tributario y no incluyen las cotizaciones a la seguridad social. Por una parte, el mínimo exento no siempre ha aumentado, con reducción incluida en Letonia, en los países donde el tipo impositivo lineal sobre la renta de las personas físicas es mayor que el tipo marginal mínimo previo a la reforma, dando lugar a un incremento de los impuestos pagados por los contribuyentes con rentas más bajas y a un descenso de la progresividad. Por otra parte, la adopción de un impuesto lineal parece haber elevado la progresividad tributaria en Eslovaquia, dada la mayor importancia adquirida por los créditos y las deducciones fiscales⁶.

Esta visión panorámica de los argumentos teóricos y de la evidencia empírica existente sobre los países de Europa Central y Oriental ofrece las siguientes conclusiones. En primer lugar, los impuestos

4 Keen, M., Kim, Y. y Varsano, R. (2006).

5 Gaddy, C.G. y Gale, W.G. (2005), «Demythologizing the Russian flat tax», *Tax Notes International*, 983-988; Ivanova, A., Keen, M. y Klemm, A. (Eds.) (2005), «The Russian flat tax reform», Documento de Trabajo del FMI WP/05/16.

6 Banco Mundial (2005), «The Quest for Equitable Growth in the Slovak Republic. Earning Your Way Out of Poverty: Assessing the Distributional Effects of Recent Slovak Reforms of the Tax and Benefit Systems», *World Bank Living Standards Assessment: Policy Note 2*, Report No. 32433-SK.

lineales no son suficientes por sí mismos para simplificar los sistemas tributarios, ya que la complejidad reside principalmente en la definición de la base imponible y, en particular, en las deducciones y en los vacíos jurídicos de la normativa tributaria. La adopción de mejores prácticas a este respecto, así como la lucha contra el fraude fiscal y la modernización y consolidación de la administración tributaria, contribuiría a aumentar la transparencia y mejorar el cumplimiento de las obligaciones impositivas. En segundo lugar, el hecho de que la introducción de los impuestos lineales haya ido acompañada, en la mayoría de los países, de importantes reformas estructurales dificulta la identificación de los efectos de esos impuestos sobre los resultados macroeconómicos y la recaudación tributaria. En tercer lugar, los tipos impositivos lineales aplicables a la renta de las personas físicas tienden a estar por debajo de los tipos marginales máximos del sistema precedente, mientras que los tipos impositivos oficiales sobre la renta de las sociedades en los países con un sistema tributario lineal suelen ser inferiores a los existentes en la zona del euro. Si bien las diferencias en la definición de la base imponible afectan a las comparaciones entre países, éstas indican una presión creciente hacia la reducción de los tipos impositivos, especialmente sobre los individuos con rentas elevadas y las sociedades. Este entorno más competitivo constituye un desafío para los países de la zona del euro y subraya la importancia de una evaluación metódica de la eficiencia y calidad de la imposición y del gasto público.

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

6.1 TIPOS DE CAMBIO

Tras un período de estabilidad generalizada a mediados del 2006, el euro siguió, en gran medida, una tendencia alcista entre finales de ese año y abril del 2007. Desde entonces, los movimientos de la moneda única no han mostrado una tendencia clara a pesar de haberse observado cierta volatilidad considerable a corto plazo. El 5 de septiembre, el euro cotizaba, en términos efectivos, un 3,1% por encima de la media del 2006.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

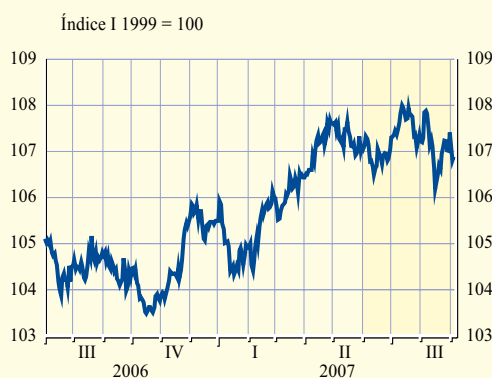
Entre finales del 2006 y los últimos días de abril del 2007, la apreciación del euro fue relativamente generalizada, respaldada hasta cierto punto por el cambio en la valoración de los participantes en los mercados de la posición cíclica relativa de la zona del euro en relación con sus principales socios comerciales. Desde el pasado mes de mayo, esta tendencia a la apreciación parece haber llegado a su fin y el euro ha cotizado, en gran medida, en intervalos estrechos, en un contexto de considerable volatilidad a corto plazo. El 5 de septiembre de 2007, el tipo de cambio efectivo nominal —medido frente a las monedas de 24 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se mantuvo prácticamente estable en comparación con el nivel registrado a finales de mayo y se situó un 3,1% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 50). La estabilidad generalizada del euro en los tres últimos meses oculta algunos movimientos más pronunciados de los tipos de cambio bilaterales, como la fuerte apreciación de la moneda única frente al forint húngaro, el won coreano y el dólar australiano, y su depreciación especialmente frente al yen japonés y, en menor medida, frente a la corona noruega y la corona checa. Medido por los indicadores de competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes, que se basan en la evolución de los precios de consumo y de los precios industriales, el tipo de cambio efectivo real del euro se situó, en agosto del 2007, en torno a un 3% por encima del nivel medio observado en el 2006 (véase gráfico 51).

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

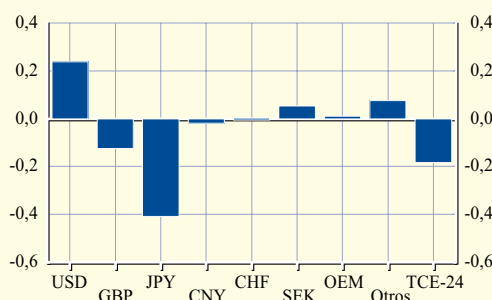
El dólar estadounidense reflejó, en general, la evolución de los tipos de cambio efectivos nominales del euro en los últimos meses. Tras un período de apreciación frente a la moneda estadounidense entre finales del 2006 y los primeros días de abril del 2007, el euro cotizó en general en intervalos estrechos en un entorno de fluctuaciones conside-

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

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 31 de mayo de 2007 al 5 de septiembre de 2007
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

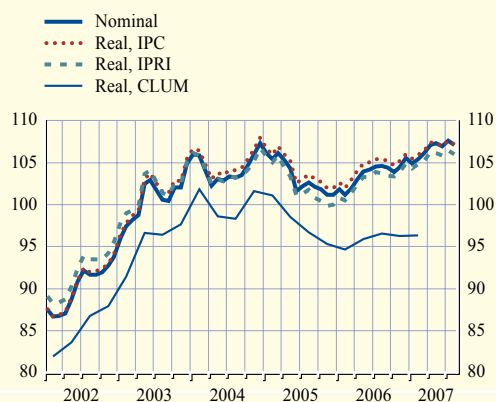
Nota: La zona sombreada corresponde al período comprendido entre el 31 de mayo de 2007 y el 5 de septiembre de 2007.

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.

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

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



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-24 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a agosto del 2007. En el caso de los TCE-24 reales basados en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al primer trimestre del 2007.

búsqueda de activos más seguros por parte de los inversores internacionales. Además, la preocupación por la exposición al riesgo de los bancos europeos en relación con el sector *subprime* del mercado hipotecario estadounidense parece haber afectado a la moneda única. El debilitamiento del euro frente al dólar observado en la primera mitad de agosto se revirtió en la segunda quincena del mes, a medida que los mercados financieros dieron algunas señales de estabilización. El 5 de septiembre, el euro cotizaba a 1,36 dólares estadounidenses, es decir, un 1% por encima del nivel de finales de mayo y un 8,2% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 52).

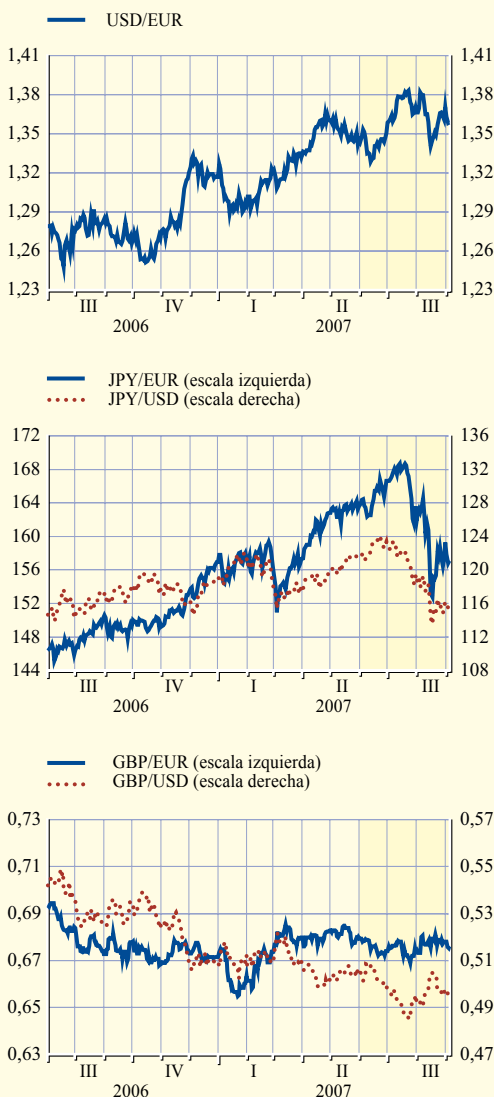
YEN JAPONÉS/EURO

En los últimos meses, el euro continuó inicialmente la apreciación frente al yen japonés que venía observándose desde mediados del 2005, alcanzando el 13 de julio un máximo histórico de 168,68 yenes por euro. Desde entonces, la moneda única se ha depreciado en forma acusada, perdiendo casi un 7% en el contexto de un fortalecimiento generalizado de la moneda japonesa. Los movimientos que ha experimentado el tipo de cambio del yen en los últimos meses estuvieron determinados, en gran medida, por la evolución de la actitud de los inversores internacionales respecto a las actividades de *carry trade*. Concretamente, el fortalecimiento del euro frente al yen hasta mediados de julio tuvo, al parecer, relación con el atractivo del yen como moneda de financiación para dichas actividades, dados el bajo nivel de los tipos de interés japoneses y las bajas volatilidades implícitas, combinadas con la escasa aversión al riesgo por parte de los inversores. La turbulencia que afectó a los mercados a principios de marzo del 2007 sólo dio lugar a una corrección temporal de la correspondiente tendencia a la depreciación de la moneda japonesa, que se manifestó en una rápida pérdida del terreno ganado inicialmente. La turbulencia más reciente registrada en los mercados financieros mundiales en agosto parece haber tenido un impacto más significativo sobre el yen japonés, como sugiere la magnitud del movimiento de los tipos de cambio. Ello podría tener relación con el aumento más significativo de la exposición al riesgo en las actividades de *carry trade* durante el reciente episodio, medida por la volatilidad implícita de los tipos de cambio del yen; en este contexto, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el yen y el euro

rables a corto plazo. En los tres últimos meses, el euro volvió a apreciarse inicialmente, alcanzando un máximo histórico de 1,383 dólares el 24 de julio. A partir de entonces, la moneda única perdió parte del terreno ganado, experimentando un descenso especialmente pronunciado en la primera mitad de agosto. En los últimos meses, el tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense se ha visto afectado por las revisiones periódicas de las evaluaciones de los participantes en los mercados respecto a las perspectivas cíclicas relativas de las dos áreas económicas. Últimamente, estas consideraciones han desempeñado un papel menos destacado, en la medida en que ha ganado en importancia la inquietud por la situación de liquidez en los mercados mundiales de dinero y crédito. Concretamente, esta inquietud ha dado lugar a un aumento general de la aversión al riesgo por parte de los inversores y de la volatilidad global, habiéndose incrementado la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro desde sus mínimos históricos. Por consiguiente, al dólar puede haberle beneficiado la

Gráfico 52 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)

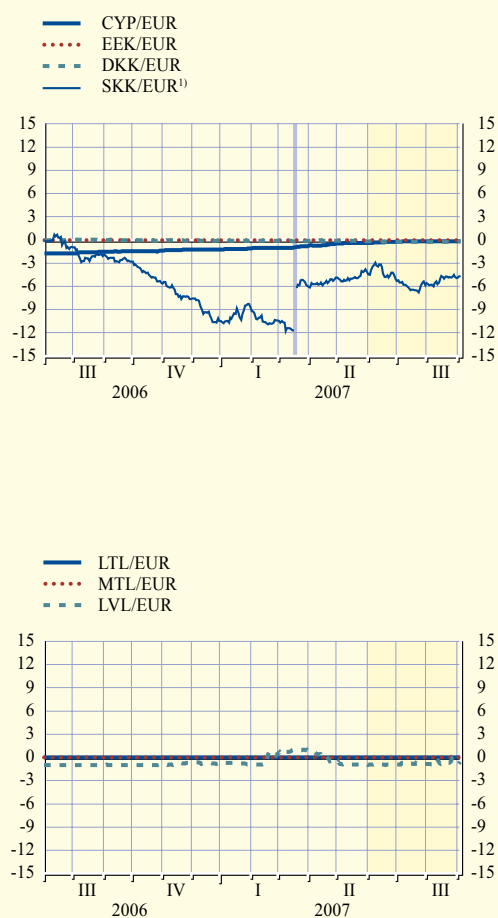


Fuente: BCE.

Nota: La zona sombreada corresponde al período comprendido entre el 31 de mayo de 2007 y el 5 de septiembre de 2007.

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

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



Fuente: BCE.

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

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

se incrementó muy por encima de las medias históricas. Al mismo tiempo, las reversiones del riesgo calculadas a partir de los precios de las opciones indican un cambio considerable en las expectativas de los mercados a favor de un fortalecimiento de la moneda japonesa. El 5 de septiembre, el euro cotizaba a 157,11 yenes, es decir, un 3,9% por debajo del nivel de finales de mayo y un 7,6% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 52).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Al igual que en el 2006, en los ocho primeros meses del 2007, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron estables y siguieron cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 53). La corona eslovaca, cuya paridad central se revaluó en marzo, continuó cotizando en la parte alta de la banda correspondiente a su nueva paridad central. El ligero debilitamiento del euro frente a la moneda eslovaca observado a lo largo de junio y julio se corrigió, en parte, en agosto y, el 5 de septiembre, el euro cotizaba a 33,78 coronas eslovacas, es decir, un 4,7% por encima de la paridad central y ligeramente por encima del nivel de finales de mayo. El lats letón siguió cotizando en niveles próximos al extremo superior de la banda de intervención de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente por el Latvijas Banka, a pesar de cierto aumento de la volatilidad en agosto. El 5 de septiembre, la moneda letona cotizaba un 0,6% por encima de su paridad central en el MTC II, prácticamente sin variación con respecto al nivel de finales de mayo.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, entre finales de mayo y el 5 de septiembre de 2007, el euro se depreció ligeramente frente a la libra esterlina. Tras experimentar algunas oscilaciones más pronunciadas a principios del 2007, el euro inició un período de estabilidad generalizada frente a la moneda británica en marzo de este año. Entre mayo y julio, la moneda única registró una moderada depreciación para apreciarse de nuevo posteriormente y, el 5 de septiembre, cotizaba a 0,68 libras esterlinas, es decir, un 0,6% por debajo del nivel de finales de mayo. Al mismo tiempo, el euro se apreció entre finales de mayo y el 5 de septiembre un 2,2% y un 1,1% frente al forint húngaro y la corona sueca, respectivamente, y se depreció un 2,4% frente a la corona checa.

OTRAS MONEDAS

En los últimos meses, el euro inicialmente siguió apreciándose frente al franco suizo, continuando así la tendencia observada desde mediados del 2006. A partir de finales de julio, la moneda única perdió parte del terreno ganado en el contexto de un fortalecimiento más generalizado del franco. Al parecer, este fortalecimiento ha tenido relación con el entorno de mayor aversión al riesgo y aumento de la volatilidad y de la consiguiente y más generalizada reversión de las actividades de *carry trade*, en las que, en algunos casos, se ha utilizado el franco suizo como moneda de financiación. Entre finales de mayo y el 5 de septiembre, el euro se mantuvo prácticamente estable frente al franco suizo. Durante el mismo período, el euro se depreció un 2,6% frente a la corona noruega y, al mismo tiempo, se apreció frente a las monedas de algunos de los principales socios comerciales asiáticos (un 2,1% frente al won coreano y un 0,8% tanto frente al dólar de Hong Kong como frente al dólar de Singapur). Además, experimentó una notable apreciación frente al dólar australiano (un 1,7%).

6.2 BALANZA DE PAGOS

En el segundo trimestre del 2007, tanto las exportaciones a los países no pertenecientes a la zona del euro como las importaciones procedentes de esos países siguieron creciendo de forma moderada. A pesar de ello, el superávit de la balanza de bienes continuó aumentando en el período de doce meses transcurrido hasta junio del 2007, lo que se tradujo también en un incremento del superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro para el mismo período. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró fuertes entradas netas en este período, a diferencia de las salidas netas registradas en el mismo período un año antes.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En el primer semestre del 2007, tanto las exportaciones de bienes y servicios a países no pertenecientes a la zona del euro como las importaciones procedentes de esos países crecieron a un ritmo moderado

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2007		Media móvil de tres meses período que finalizó en				Acumulado de 12 meses período que finalizó en	
	2007 May	2007 Jun	2006 Sep	2006 Dic	2007 Mar	2007 Jun	2006 Jun	2007 Jun
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-7,8	5,9	-1,5	2,2	1,5	-1,2	-24,1	3,2
Bienes	4,1	7,0	1,4	5,2	5,1	5,3	18,7	50,9
Exportaciones	120,9	126,0	116,8	121,9	121,9	123,2	1,306,1	1,451,5
Importaciones	116,9	119,0	115,4	116,7	116,8	117,9	1,287,4	1,400,6
Servicios	2,7	3,9	2,9	2,7	3,6	3,3	37,5	37,2
Exportaciones	37,5	38,9	35,7	36,3	37,8	38,0	421,3	443,4
Importaciones	34,7	35,1	32,8	33,6	34,2	34,8	383,8	406,2
Rentas	-10,3	-0,1	0,7	0,8	-0,9	-3,7	-11,1	-9,4
Transferencias corrientes	-4,4	-4,9	-6,4	-6,4	-6,3	-6,0	-69,2	-75,5
Cuenta financiera¹⁾	1,1	-40,5	17,0	-15,3	-4,0	-7,2	102,2	-28,4
Total inversiones directas y de cartera netas	-8,5	25,4	-7,2	20,3	32,7	2,7	-46,1	145,3
Inversiones directas netas	-13,4	-44,8	-14,6	-19,8	-8,1	-27,6	-202,2	-210,3
Inversiones de cartera netas	5,0	70,2	7,4	40,1	40,7	30,3	156,1	355,7
Acciones y participaciones	10,8	80,7	8,4	18,3	29,0	26,9	191,9	247,8
Valores distintos de acciones	-5,8	-10,5	-0,9	21,8	11,7	3,4	-35,8	107,9
Bonos y obligaciones	-11,5	3,4	4,3	32,4	16,2	1,7	-19,9	163,6
Instrumentos del mercado monetario	5,7	-13,9	-5,2	-10,6	-4,4	1,6	-15,9	-55,6
<i>variaciones porcentuales sobre el periodo anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-1,2	4,1	2,2	3,8	0,9	0,9	12,4	9,7
Importaciones	-0,5	1,6	2,4	1,5	0,4	1,1	16,7	8,1
Bienes								
Exportaciones	-1,3	4,2	3,0	4,4	0,0	1,0	12,8	11,1
Importaciones	-0,9	1,8	3,1	1,1	0,1	0,9	18,6	8,8
Servicios								
Exportaciones	-0,7	3,9	-0,3	1,9	4,0	0,7	11,3	5,3
Importaciones	0,6	0,9	0,2	2,7	1,7	1,6	11,1	5,8

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

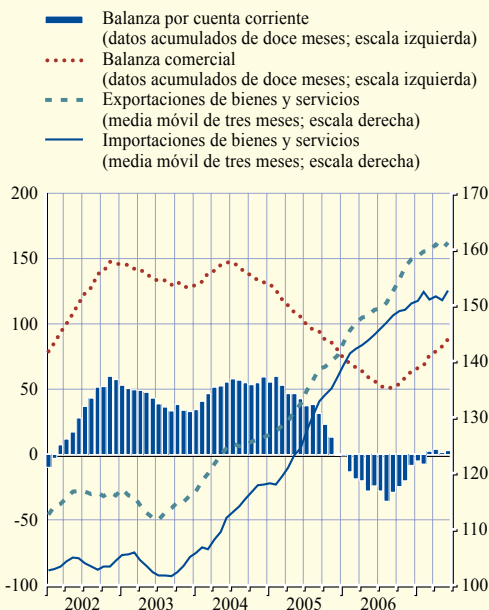
1) Las cifras corresponden a saldos (flujos netos). Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta. Datos sin desestacionalizar.

tras registrar tasas de crecimiento excepcionalmente altas a finales del año pasado. Examinando la situación con más detalle, se observa que las exportaciones nominales a países no pertenecientes a la zona aumentaron un 0,9% (en tasas intertrimestrales desestacionalizadas), tanto en el primer trimestre del 2007 como en el segundo, frente al 3,8% registrado en el cuarto trimestre del 2006. La desaceleración de las exportaciones en el primer semestre del año refleja, principalmente, una evolución similar de las exportaciones de bienes y puede interpretarse, básicamente, como una normalización de la dinámica del comercio. Las importaciones de bienes y servicios evolucionaron, en general, a la par de las exportaciones, registrando tasas de crecimiento moderadas del 0,4% y del 1,1% en el primer y en el segundo trimestres del 2007, respectivamente (véase cuadro 10).

La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible sólo hasta mayo del 2007, sugiere que la desaceleración del crecimiento de las exportaciones de bienes en términos nominales en el transcurso del 2007 tiene su origen en una reducción del crecimiento de las exportaciones en términos reales, que registraron un acusado descenso a principios de este año y que, probablemente, se mantendrán prácticamente estables en el segundo trimestre, lo cual podría considerarse, hasta cierto punto, como una normalización tras un período de sólido crecimiento a finales del 2006. Un cierto debilitamiento de la demanda exterior en los dos primeros trimestres del 2007, unido a la apreciación del

Gráfico 54 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

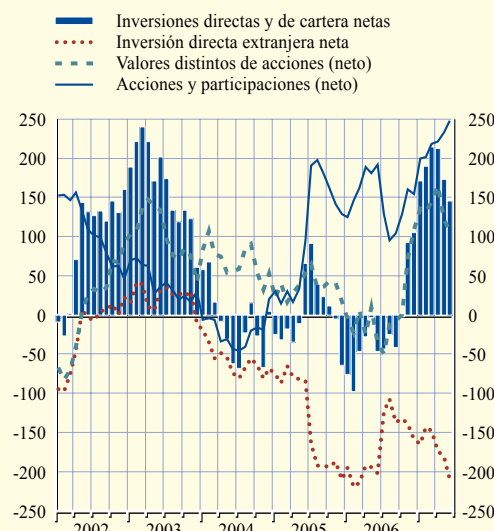
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 55 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

euro, contribuyó a la desaceleración de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro. Al mismo tiempo, los precios de las exportaciones de bienes siguieron aumentando a un ritmo moderado en el segundo trimestre del 2007, tras registrar un incremento del 0,7% en el primer trimestre.

Por lo que se refiere a las importaciones, la desagregación por volúmenes y precios del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona sugiere que el moderado ritmo de expansión de las importaciones nominales es consecuencia de la actual desaceleración de las importaciones en términos reales. Esta evolución refleja la ralentización de la actividad en el sector manufacturero observada en los últimos meses. Al mismo tiempo, es probable que, en el segundo trimestre, se produzcan incrementos algo más elevados de los precios de las importaciones de bienes (tras mantenerse prácticamente estables en el primer trimestre), habida cuenta del repunte de los precios mundiales del petróleo.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta junio del 2007 registró un superávit de 3,2 mm de euros (menos del 0,1% del PIB), frente al déficit de 24,1 mm de euros contabilizado un año antes (véase gráfico 54). Este cambio de signo tuvo su origen, en gran medida, en la evolución de la balanza de bienes que, en cifras acumuladas de doce meses, aumentó 32,2 mm de euros con respecto al año anterior. Por el contrario, las balanzas de servicios y de rentas prácticamente no experimentaron variación, mientras que el déficit de la balanza de transferencias corrientes se incrementó en 6,3 mm de euros.

CUENTA FINANCIERA

En el segundo trimestre del 2007, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 2,7 mm de euros, frente al promedio

mensual de 32,7 mm de euros contabilizado en el primer trimestre. Este descenso es atribuible, principalmente, a un aumento de las salidas netas de inversiones directas y, en menor medida, a una reducción de las entradas netas de inversiones de cartera.

El aumento de las salidas netas de inversiones directas en el segundo trimestre estuvo determinado, principalmente, por el incremento de las inversiones netas, en forma de acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos, realizadas por empresas de la zona del euro en el exterior, si bien la reducción de los préstamos netos entre empresas relacionadas, es decir, entre filiales establecidas en la zona del euro y las respectivas empresas matrices extranjeras, también contribuyó a dicho aumento. Por lo que se refiere a la inversión de cartera, las entradas mensuales netas se redujeron, en promedio, en el segundo trimestre, debido principalmente a un ligero descenso de las adquisiciones netas de instrumentos de renta fija por parte de no residentes.

En el período de doce meses transcurrido hasta junio del 2007, las entradas netas acumuladas de inversiones directas y de cartera ascendieron a 145,3 mm de euros, frente a las salidas netas de 46,1 mm de euros contabilizadas un año antes. El cambio de dirección de los flujos netos de capital tuvo su origen en un significativo aumento de las entradas netas de inversiones de cartera —que ascendieron a 355,7 mm de euros— en comparación con el período de doce meses anterior (véase gráfico 55).

La evolución de los flujos acumulados de inversiones de cartera siguió estando determinada, principalmente por un aumento de las entradas netas de bonos y obligaciones, que se debió, casi en su totalidad, a un incremento de las compras netas de bonos y obligaciones de la zona del euro realizadas por no residentes. Estas compras ascendieron a 510,4 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta junio del 2007, frente a los 237,6 mm de euros contabilizados un año antes. Al parecer, la inversión en instrumentos de renta fija podría haber resultado más atractiva en los últimos doce meses, debido a que los tipos de interés mundiales han sido más altos que en el anterior período de doce meses, lo que podría contribuir a explicar el aumento general de la demanda de valores de renta fija a largo plazo en la zona del euro.

Por el contrario, el incremento de las entradas netas acumuladas de acciones y participaciones es atribuible, principalmente, al descenso de las compras netas de valores de renta variable extranjeros por residentes en la zona del euro. Esta situación podría verse sustentada en la favorable evolución del crecimiento relativo esperado de los beneficios de las empresas de la zona del euro y, consecuentemente, en el atractivo de los diferenciales de rendimiento esperados de la renta variable de la zona del euro con respecto a la de Estados Unidos.

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	18,4	4,07	4,42
2007 Mar	7,0	9,5	11,0	10,5	10,6	17,3	3,89	4,02
Abr	6,0	8,8	10,3	10,6	10,4	17,9	3,98	4,25
May	5,9	9,3	10,6	10,6	10,4	19,0	4,07	4,37
Jun	6,1	9,5	10,9	11,1	10,8	19,0	4,15	4,66
Jul	6,9	10,4	11,7	.	10,9	.	4,22	4,63
Ago	.	.	.	.	.	.	4,54	4,43

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	3,2	3,8	84,6	1,4	7,2
II	1,9	2,4	.	2,5	2,6	84,5	.	7,0
2007 Mar	1,9	2,8	-	-	4,2	-	-	7,1
Abr	1,9	2,4	-	-	2,9	84,8	-	7,0
May	1,9	2,4	-	-	2,6	-	-	7,0
Jun	1,9	2,2	-	-	2,2	-	-	6,9
Jul	1,8	1,8	-	-	.	84,2	-	6,9
Ago	1,8	.	-	-	.	-	-	.

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	-4,2	18,7	-82,7	90,8	325,3	107,1	107,2	1,3481
2007 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	-12,1	4,2	-13,4	5,0	327,4	107,3	107,4	1,3511
Jun	11,6	10,1	-44,8	70,2	325,3	106,9	106,9	1,3419
Jul	.	.	.	.	328,8	107,6	107,6	1,3716
Ago	.	.	.	.	.	107,1	107,1	1,3622

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 10 agosto	2007 17 agosto	2007 24 agosto	2007 31 agosto
Oro y derechos en oro	172.067	172.041	172.025	172.000
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	145.162	144.501	143.452	144.162
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	23.659	24.541	24.899	26.385
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	17.188	17.438	18.123	17.458
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	503.553	460.010	465.203	400.116
Operaciones principales de financiación	292.500	310.001	274.999	209.998
Operaciones de financiación a plazo más largo	150.003	150.003	190.002	190.001
Operaciones temporales de ajuste	61.050	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	0	0	202	110
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	6	0	7
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	13.005	12.804	12.827	11.825
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	94.168	91.606	92.336	93.275
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	37.148	37.148	37.148	37.145
Otros activos	247.148	247.614	250.871	255.168
Total activo	1.253.098	1.207.703	1.216.884	1.157.534

2. Pasivo

	2007 10 agosto	2007 17 agosto	2007 24 agosto	2007 31 agosto
Billetes en circulación	644.090	641.910	636.097	637.187
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	256.769	210.527	209.353	132.614
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	256.675	210.273	209.055	132.296
Facilidad de depósito	94	254	298	318
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	0	0	0	0
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	187	189	191	189
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	44.407	48.737	63.530	73.187
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	19.084	19.107	19.517	20.859
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	134	133	208	134
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	18.412	18.232	17.130	19.410
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.517	5.517	5.517	5.517
Otros pasivos	79.174	77.524	79.512	82.536
Cuentas de revalorización	117.010	117.010	117.010	117.010
Capital y reservas	68.314	68.817	68.819	68.891
Total pasivo	1.253.098	1.207.703	1.216.884	1.157.534

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
			Nivel	Nivel			
	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 9 May	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	3 60.182	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
8	3 91.978	319	292.500	4,00	4,06	4,07	7
15	426.994	344	310.000	4,00	4,08	4,10	7
22	439.747	355	275.000	4,00	4,08	4,09	7
29	352.724	320	210.000	4,00	4,08	4,09	7
5 Sep	426.352	356	256.000	4,00	4,15	4,19	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2006 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
24 Ago	125.787	146	40.000	-	4,49	4,61	91
30	119.755	168	50.000	-	4,56	4,62	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 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
9 Ago	Operaciones temporales	94.841	49	94.841	4,00	-	-	-	1
10	Operaciones temporales	110.035	62	61.050	-	4,00	4,05	4,08	3
13	Operaciones temporales	84.452	59	47.665	-	4,00	4,06	4,07	1
14	Operaciones temporales	45.967	41	7.700	-	4,00	4,07	4,07	1
6 Sep	Operaciones temporales	90.895	46	42.245	-	4,00	4,06	4,13	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	
Jun	16.753,3	8.940,5	677,6	2.066,6	1.383,5	3.685,1	

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	192,0	0,7	0,0	4,06
11 Sep	191,9	.	.	.	.

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	
7 Ago	316,7	301,7	150,0	0,1	0,0	0,4	0,0	639,7	52,3	-115,8	192,0	832,1	

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 I	1.576,7	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,5	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,8	253,6
2007 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	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
Jul ^(p)	1.669,8	762,7	17,7	0,6	744,3	254,5	216,8	2,2	35,5	-	17,5	357,5	15,6	262,0
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 I	27.107,8	15.340,0	801,4	9.441,0	5.097,6	3.661,0	1.282,2	685,8	1.693,0	92,4	1.244,5	4.684,7	195,1	1.890,1
2007 Abr	27.479,0	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	1.894,5
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	28.062,4	15.778,6	798,1	9.711,6	5.268,9	3.763,6	1.284,4	758,2	1.721,0	96,1	1.277,0	4.872,5	201,5	2.073,1
Jul ^(p)	28.137,1	15.879,6	799,6	9.809,4	5.270,6	3.773,4	1.257,4	775,1	1.740,9	97,1	1.263,2	4.924,0	198,1	2.001,8

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 I	1.576,7	632,7	455,6	44,8	17,5	393,3	-	0,3	216,3	39,5	232,4
2007 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	1.651,5	652,6	495,2	51,2	23,3	420,7	-	0,1	207,0	51,0	245,6
Jul ^(p)	1.669,8	660,0	511,9	53,3	22,2	436,4	-	0,1	209,5	43,9	244,4
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 I	27.107,8	-	13.595,8	139,0	8.047,1	5.409,7	758,7	4.424,8	1.529,7	4.255,7	2.543,1
2007 Abr	27.479,0	-	13.693,8	131,6	8.098,1	5.464,1	779,2	4.447,9	1.546,8	4.407,7	2.603,6
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	28.062,4	-	14.029,5	170,2	8.265,3	5.594,0	795,6	4.521,0	1.554,9	4.450,5	2.710,8
Jul ^(p)	28.137,1	-	14.041,1	125,3	8.312,7	5.603,2	812,7	4.548,8	1.571,8	4.492,0	2.670,6

Fuente: BCE.

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

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

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

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

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del 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 I	20.649,7	10.262,7	821,1	9.441,6	2.175,6	1.487,7	687,9	857,6	5.044,2	209,9	2.099,5
2007 Abr	20.919,1	10.348,0	821,4	9.526,6	2.177,5	1.469,0	708,5	916,8	5.157,9	214,9	2.104,0
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	21.398,4	10.528,1	815,9	9.712,2	2.258,0	1.497,6	760,4	880,4	5.226,6	216,9	2.288,3
Jul ^(p)	21.456,4	10.627,4	817,3	9.810,0	2.251,5	1.474,2	777,3	865,8	5.281,4	213,6	2.216,7
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 I	884,7	254,0	-8,2	262,2	63,2	19,0	44,2	20,8	394,4	0,5	151,8
2007 Abr	307,1	92,5	0,4	92,1	3,7	-17,0	20,7	57,0	151,4	1,0	1,6
May	269,8	69,4	-5,5	74,9	60,5	36,4	24,1	6,3	77,3	1,0	55,3
Jun	197,0	119,0	-0,4	119,4	19,8	-5,7	25,5	-46,8	-20,7	1,0	124,7
Jul ^(p)	87,1	102,1	1,4	100,7	-7,1	-23,8	16,7	-10,2	77,4	-3,3	-71,8

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
Saldos vivos										
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.743,5	592,2	157,9	7.906,5	614,1	2.587,9	1.276,5	4.026,5	2.566,1	15,7
2007 I	20.649,7	588,4	183,8	8.064,6	666,3	2.701,6	1.341,8	4.295,3	2.775,4	32,5
2007 Abr	20.919,1	594,7	173,6	8.117,9	682,3	2.710,9	1.345,1	4.450,8	2.838,5	5,2
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	21.398,4	604,9	221,4	8.288,6	699,6	2.765,9	1.347,4	4.501,5	2.956,4	12,7
Jul ^(p)	21.456,4	612,9	178,5	8.334,9	715,6	2.772,6	1.366,4	4.535,9	2.915,0	24,7
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 I	884,7	-4,2	24,8	143,3	54,5	117,5	39,0	292,5	196,8	20,6
2007 Abr	307,1	6,3	-10,2	58,0	18,0	19,0	-4,0	191,2	46,6	-17,9
May	269,8	2,8	26,2	65,4	15,6	32,3	-28,3	91,7	45,4	18,7
Jun	197,0	7,3	21,6	102,4	-2,6	17,4	35,4	-57,0	78,8	-6,2
Jul ^(p)	87,1	8,0	-43,4	48,6	16,7	9,6	20,2	53,1	-41,5	15,8

Fuente: BCE.

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

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

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

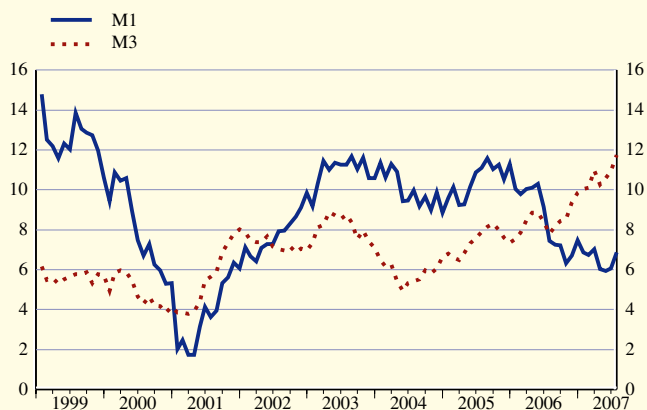
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios²⁾ y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	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 I	3.746,8	3.064,9	6.811,8	1.190,3	8.002,0	-	5.590,4	2.301,4	10.978,1	9.444,7	766,4
2007 Abr	3.740,1	3.106,4	6.846,5	1.190,3	8.036,9	-	5.621,4	2.277,1	11.095,8	9.516,8	731,5
May	3.768,7	3.127,9	6.896,6	1.217,3	8.113,9	-	5.640,3	2.313,9	11.212,4	9.592,8	726,6
Jun	3.784,4	3.170,8	6.955,2	1.227,6	8.182,8	-	5.710,3	2.300,4	11.321,0	9.683,5	720,2
Jul ^(p)	3.805,7	3.228,2	7.033,9	1.240,0	8.274,0	-	5.751,2	2.285,9	11.434,3	9.782,4	741,9
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 I	63,6	105,4	169,0	91,1	260,1	-	136,3	-23,7	298,7	258,8	141,4
2007 Abr	-5,5	43,9	38,4	1,1	39,5	-	35,5	-22,5	122,9	79,2	-32,9
May	27,9	20,6	48,4	21,4	69,8	-	14,0	37,0	109,4	76,8	-5,0
Jun	14,6	43,8	58,4	8,8	67,2	-	75,3	-12,1	118,4	98,6	-2,2
Jul ^(p)	21,9	58,5	80,4	12,5	92,9	-	46,2	-14,9	120,5	101,8	25,5
Tasas de crecimiento											
2005 Dic	11,3	5,4	8,5	0,9	7,3	7,5	8,9	4,1	9,6	9,2	0,1
2006 Dic	7,5	11,7	9,3	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,2
2007 Mar	7,0	12,7	9,5	20,1	11,0	10,5	8,9	-4,9	10,9	10,6	341,2
2007 Abr	6,0	12,4	8,8	19,4	10,3	10,6	8,9	-5,6	10,8	10,4	315,8
May	5,9	13,6	9,3	18,6	10,6	10,6	8,5	-3,1	11,1	10,4	297,5
Jun	6,1	13,9	9,5	19,8	10,9	11,1	9,1	-3,6	11,5	10,8	262,0
Jul ^(p)	6,9	15,0	10,4	19,8	11,7	.	9,0	-3,7	11,6	10,9	282,1

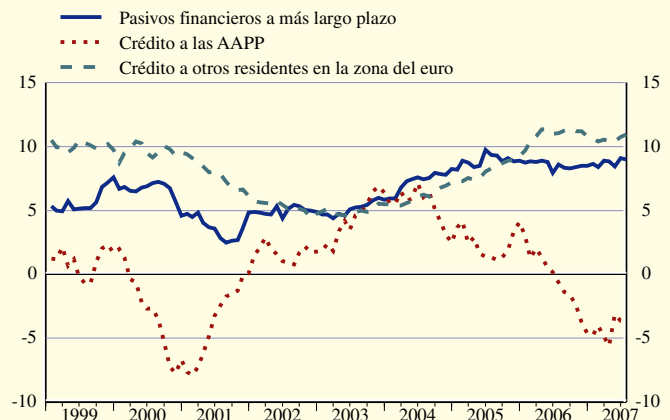
C1 Agregados monetarios¹⁾

(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⁾

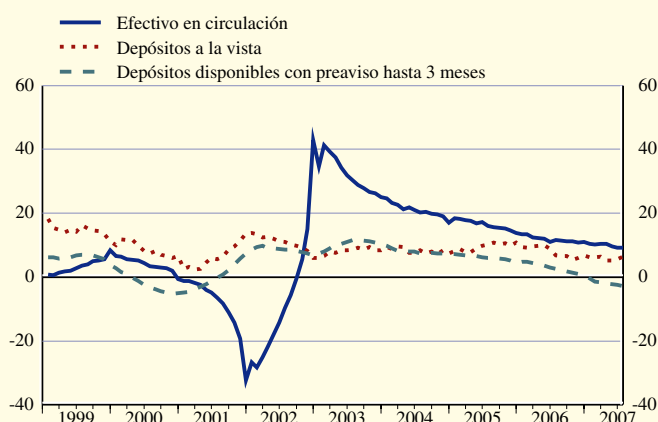
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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 I	592,1	3.154,7	1.528,2	1.536,8	280,3	670,0	239,9	2.461,4	107,8	1.682,7	1.338,5
2007 Abr	597,4	3.142,7	1.573,3	1.533,0	271,6	676,3	242,4	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	599,2	3.185,3	1.645,0	1.525,8	285,0	700,9	241,6	2.516,3	109,4	1.736,3	1.348,3
Jul ^(p)	604,7	3.201,1	1.709,2	1.519,0	291,6	707,8	240,7	2.525,8	110,7	1.752,1	1.362,7
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 I	12,6	51,0	120,9	-15,4	8,4	40,9	41,8	68,3	4,6	26,7	36,7
2007 Abr	5,3	-10,8	47,6	-3,6	-8,6	8,4	1,4	17,1	1,0	12,3	5,1
May	0,4	27,5	21,3	-0,8	-1,1	10,9	11,5	16,4	-0,1	21,6	-23,9
Jun	1,3	13,3	49,6	-5,8	13,0	9,5	-13,7	28,3	0,9	20,2	25,9
Jul ^(p)	5,5	16,4	65,2	-6,8	6,6	7,4	-1,5	13,0	1,2	16,4	15,6
Tasas de crecimiento											
2005 Dic	13,8	10,9	6,5	4,4	-2,4	-0,3	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 Dic	11,0	6,8	27,2	0,6	13,0	4,7	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Mar	10,5	6,4	32,3	-1,7	19,3	12,2	51,9	11,0	20,6	8,1	5,3
2007 Abr	10,5	5,2	31,2	-2,0	13,5	13,2	52,4	10,8	20,4	7,9	5,7
May	9,6	5,3	34,7	-2,3	10,3	13,8	48,0	10,7	18,4	8,3	3,9
Jun	9,2	5,5	35,1	-2,5	14,5	14,5	48,5	11,0	17,6	8,8	5,5
Jul ^(p)	9,2	6,4	37,5	-2,9	14,7	14,9	47,0	10,7	17,0	9,1	5,3

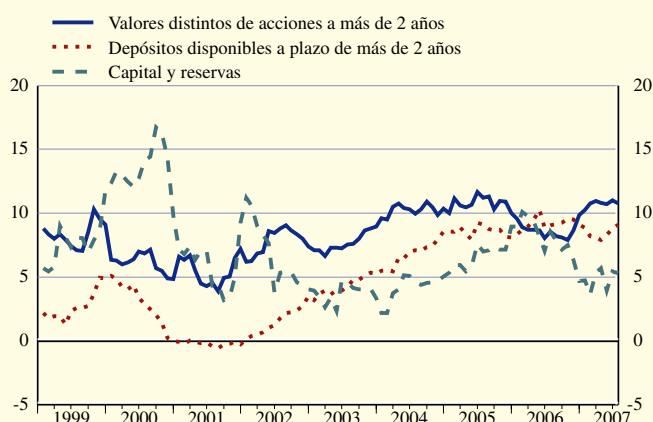
C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

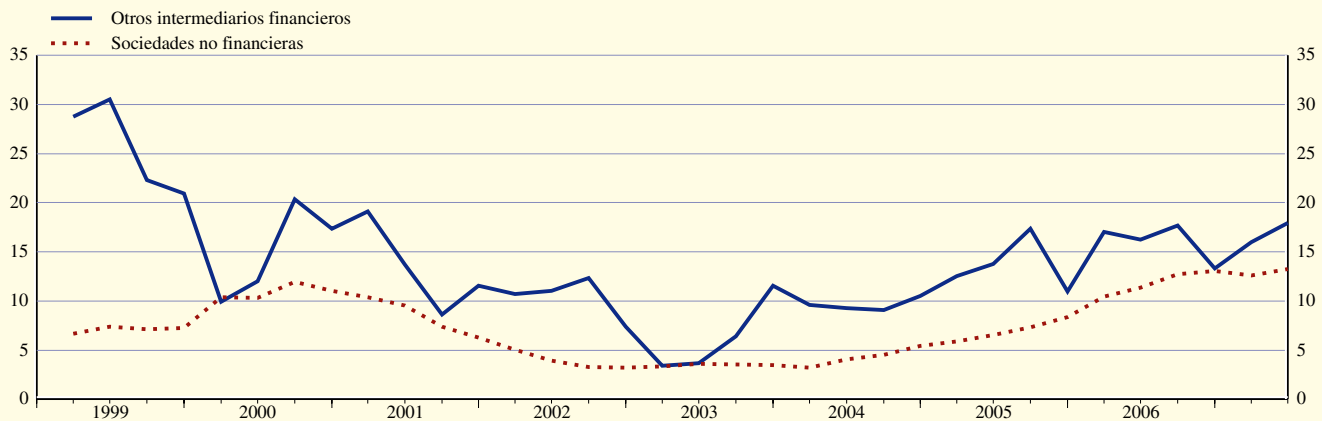
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras³⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ⁴⁾		Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007 I	98,5	71,7	774,5	488,6	3.957,4	1.172,1	738,8	2.046,5
2007 Abr	105,6	79,4	794,5	502,5	3.998,4	1.188,7	749,4	2.060,3
May	109,0	82,4	789,0	492,3	4.047,4	1.196,8	765,3	2.085,4
Jun	110,4	83,5	802,5	502,6	4.107,2	1.225,3	775,5	2.106,4
Jul ^(p)	112,0	84,7	813,9	505,8	4.167,5	1.241,2	791,3	2.135,0
Operaciones								
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007 I	15,8	16,6	71,1	67,9	105,6	31,2	29,5	44,9
2007 Abr	7,2	7,8	22,0	15,1	44,1	17,7	11,2	15,1
May	3,3	2,9	-5,8	-10,8	49,4	7,9	16,5	25,1
Jun	1,5	1,1	13,2	9,8	66,8	34,2	10,7	21,9
Jul ^(p)	1,7	1,2	12,6	4,3	61,0	15,8	15,8	29,3
Tasas de crecimiento								
2005 Dic	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 Dic	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 Mar	20,4	26,1	16,0	19,6	12,6	9,9	18,7	12,1
2007 Abr	20,2	26,7	16,3	18,2	12,4	9,4	18,9	11,9
May	25,5	33,9	14,5	14,2	12,8	10,3	19,4	12,0
Jun	30,6	40,6	17,9	20,4	13,3	11,3	19,8	12,1
Jul ^(p)	24,6	31,9	20,7	24,3	13,6	11,5	19,3	12,8

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

4) Esta categoría incluye fondos de inversión.

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

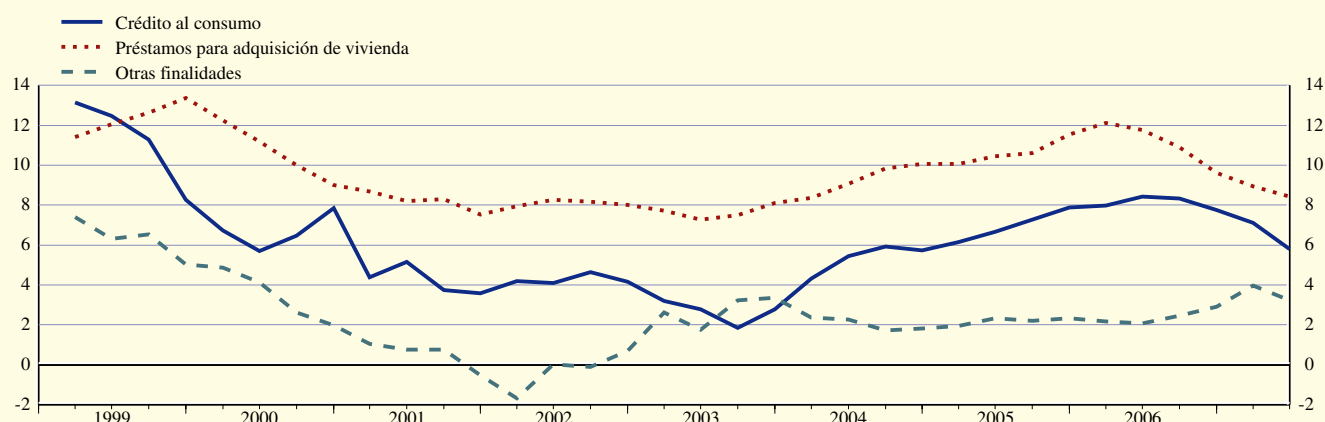
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

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 I	4.610,6	590,2	132,0	202,4	255,8	3.272,0	16,1	71,9	3.184,0	748,4	147,5	102,4	498,4
2007 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	4.691,5	601,8	134,9	205,1	261,8	3.337,0	16,3	72,1	3.248,6	752,7	150,1	103,9	498,6
Jul ^(p)	4.716,0	605,9	136,2	205,3	264,4	3.359,4	15,7	72,4	3.271,3	750,7	146,4	104,4	499,9
Operaciones													
2005	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,4	42,7	8,2	4,8	29,6	281,8	1,5	4,6	275,7	20,9	1,4	3,8	15,7
2007 I	69,8	2,1	-3,2	-0,6	5,9	58,9	0,6	0,2	58,1	8,8	0,7	0,7	7,4
2007 Abr	18,8	4,1	1,4	-0,1	2,8	15,1	-0,4	0,0	15,5	-0,4	-1,0	0,4	0,2
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	1,3
Jun	38,0	6,6	2,0	1,8	2,8	25,7	0,4	-0,1	25,4	5,7	4,9	1,4	-0,7
Jul ^(p)	25,5	4,1	1,4	0,2	2,5	22,9	-0,2	0,4	22,8	-1,5	-3,7	0,6	1,6
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 Mar	7,9	7,1	5,8	1,5	12,8	9,0	13,6	6,4	9,0	4,0	1,7	4,1	4,6
2007 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	7,2	5,8	4,5	0,8	10,8	8,4	10,3	3,8	8,5	3,2	0,5	5,5	3,7
Jul ^(p)	7,0	5,8	5,0	0,7	10,7	8,1	8,8	3,6	8,2	3,2	0,5	5,9	3,5

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)

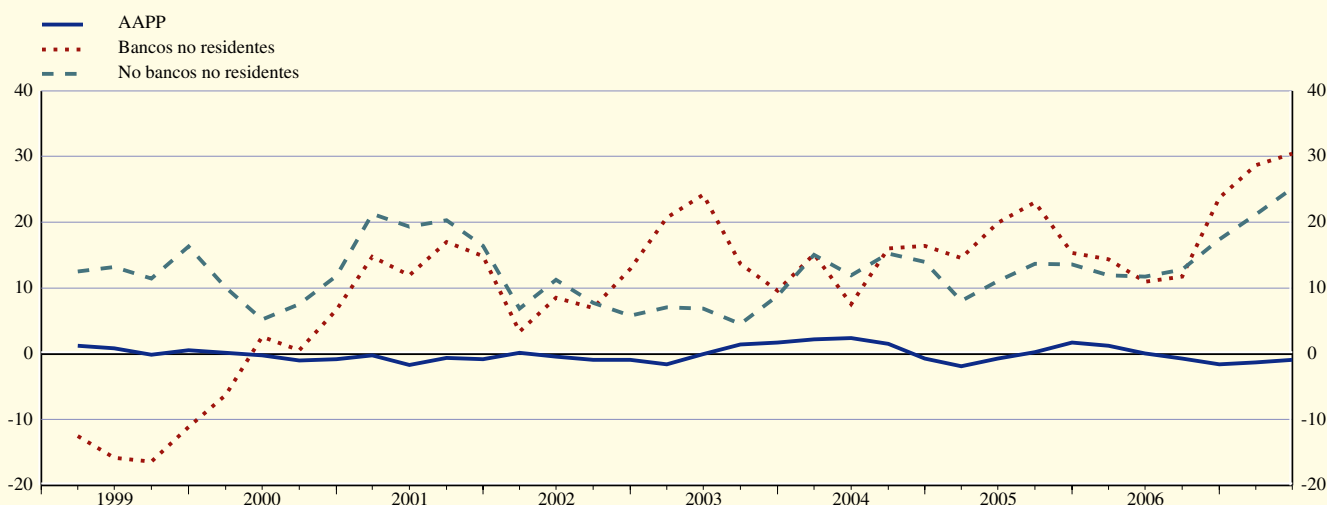
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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 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	801,4	97,2	225,2	447,8	31,2	3.169,7	2.265,1	904,6	60,0	844,6
II ^(p)	798,1	96,6	218,8	449,9	32,8	3.282,2	2.338,9	943,3	60,6	882,7
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 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	-8,2	-6,9	-6,3	-0,3	5,3	272,7	222,0	50,8	-3,1	53,8
II ^(p)	-3,5	-0,9	-5,5	1,2	1,7	131,2	84,3	46,0	0,6	45,4
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 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	-1,3	-15,2	-6,1	4,6	6,8	26,4	28,7	21,1	-4,4	23,5
Jun ^(p)	-0,9	-6,9	-5,9	2,9	2,5	28,9	30,4	25,1	-8,7	28,3

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

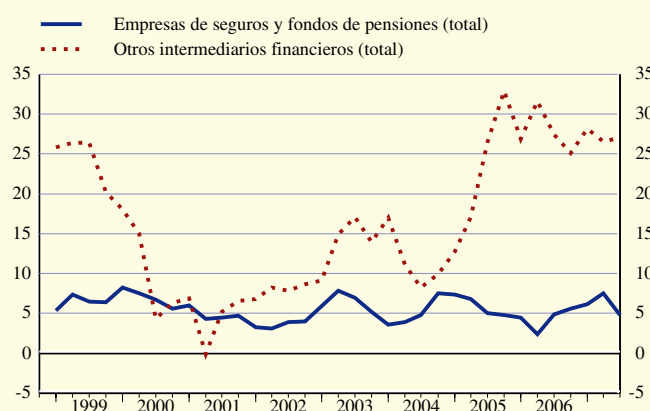
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007 I	658,8	72,3	58,4	503,0	1,1	1,2	22,9	1.250,9	318,6	267,7	501,9	11,4	0,3	151,0
2007 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	659,4	65,5	60,1	508,7	0,9	1,2	23,0	1.291,4	315,6	274,3	538,1	11,4	0,3	151,7
Jun	656,4	65,1	58,0	512,2	0,8	1,2	19,1	1.334,0	320,5	288,1	559,0	11,5	0,2	154,6
Jul ^(p)	670,9	72,8	61,2	514,0	0,9	1,2	20,8	1.359,4	321,0	294,5	576,5	13,4	0,3	153,8
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 I	8,6	2,1	1,0	7,6	0,1	-0,2	-2,0	111,0	35,8	16,2	32,4	0,7	0,0	26,0
2007 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	-6,8	-4,7	-3,1	2,5	-0,1	0,0	-1,4	25,6	8,1	-3,0	20,4	0,1	0,0	0,0
Jun	-3,0	-0,4	-2,2	3,4	0,0	0,0	-3,9	41,5	5,1	14,0	21,0	0,0	0,0	1,4
Jul ^(p)	14,5	7,7	3,3	1,8	0,1	0,0	1,7	26,7	0,7	6,8	18,0	1,9	0,0	-0,7
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 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
2007 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	5,7	-19,9	-14,6	-10,2	24,6	13,3	33,1	36,2	-2,1	-	4,3
Jun	4,8	-5,5	21,0	5,7	-20,5	-13,6	-13,7	27,0	13,3	35,6	38,2	5,9	-	10,5
Jul ^(p)	5,9	10,9	18,0	5,2	-11,7	-10,1	-16,6	30,9	19,9	39,4	39,5	36,0	-	12,7

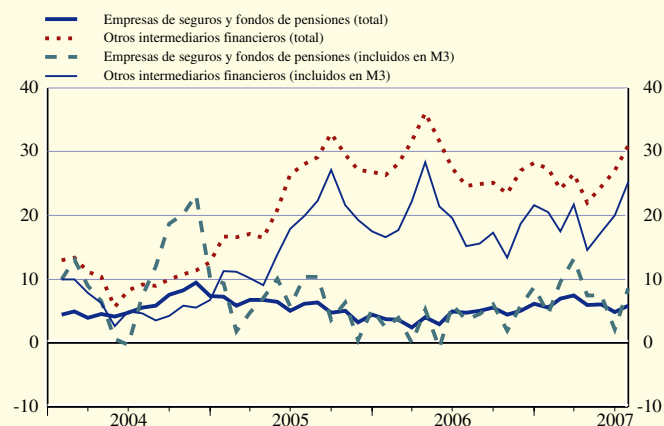
C8 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

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

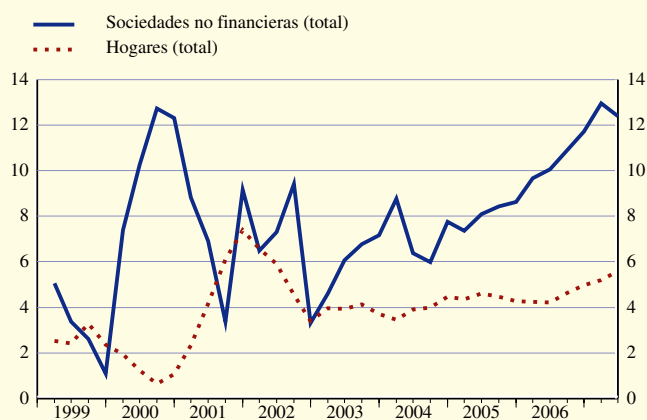
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 3 meses	Más de 3 meses			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007 I	1.349,0	833,0	379,3	68,9	39,4	1,3	27,0	4.589,5	1.727,5	745,0	593,1	1.342,2	105,4	76,4
2007 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	783,2	581,2	1.333,4	105,5	78,8
Jun	1.386,0	861,4	392,4	68,5	36,1	1,3	26,4	4.678,4	1.785,8	802,3	577,2	1.329,3	106,2	77,7
Jul ^(p)	1.381,6	840,3	411,6	68,0	34,7	1,5	25,6	4.681,0	1.767,6	832,8	572,3	1.318,9	106,8	82,6
Operaciones														
2005	96,6	88,9	11,4	-1,6	3,7	-0,4	-5,4	177,7	125,1	16,3	-2,8	45,9	-4,0	-2,9
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007 I	3,3	-19,8	23,5	-0,6	-1,4	-0,7	2,2	25,1	-29,1	70,9	-14,8	-13,9	5,5	6,4
2007 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	17,9	-5,9	-3,0	-0,2	2,8
Jun	15,2	17,1	0,4	-0,1	-1,7	0,0	-0,5	47,2	36,3	19,4	-4,0	-4,2	0,7	-1,0
Jul ^(p)	-3,7	-20,8	19,6	-0,4	-1,4	0,1	-0,8	2,9	-18,1	30,7	-4,8	-10,3	0,7	4,8
Tasas de crecimiento														
2005 Dic	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 Dic	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 Mar	13,0	12,0	22,6	-2,2	-16,1	-29,8	25,4	5,2	2,9	35,0	-4,8	-1,9	22,1	38,7
2007 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	39,0	-6,0	-2,2	20,2	39,1
Jun	12,4	10,0	26,2	-4,5	-18,0	-29,5	20,0	5,6	3,2	40,2	-6,3	-2,5	19,2	32,9
Jul ^(p)	12,6	8,5	31,3	-4,0	-19,7	-26,3	9,2	5,4	2,6	41,1	-6,6	-3,1	18,4	31,2

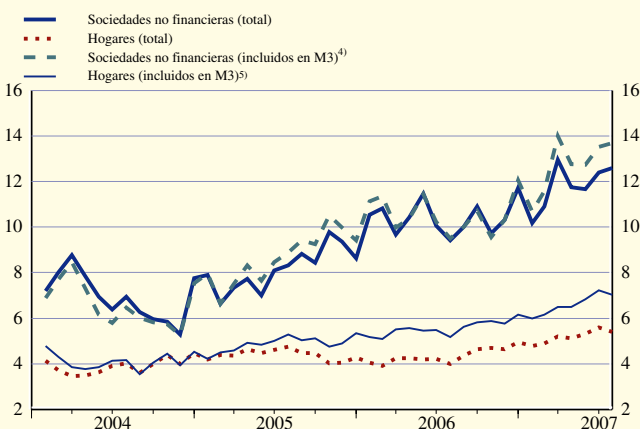
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(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)}

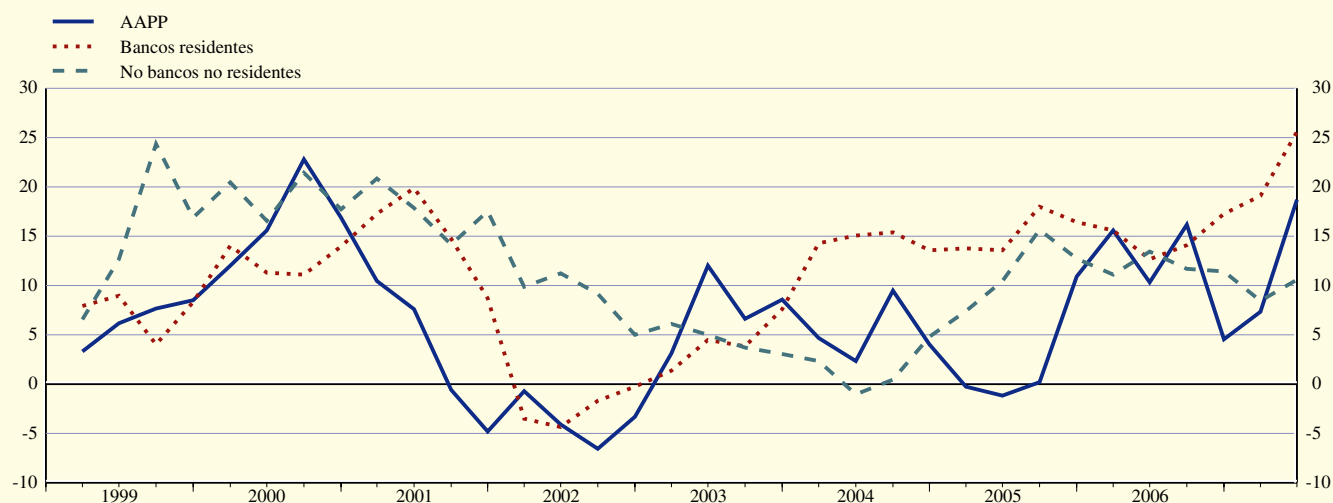
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	44,4	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 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	337,8	139,0	42,1	88,8	67,9	3.663,9	2.778,3	885,6	132,4	753,2
II ^(p)	380,7	170,2	43,8	95,2	71,5	3.820,0	2.903,4	916,6	136,7	780,0
Operaciones										
2004	11,0	2,7	1,8	2,7	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 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	7,8	14,1	-3,3	-3,3	0,2	256,6	237,2	18,3	3,6	14,7
II ^(p)	42,9	31,2	1,8	6,3	3,6	176,2	140,7	35,5	4,3	31,2
Tasas de crecimiento										
2004 Dic	4,0	2,0	5,6	4,1	9,3	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	21,6	11,2
2006 Jun	10,3	2,7	13,0	18,8	17,5	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	51,3	15,8	17,2	11,4	2,2	13,2
2007 Mar	7,3	-6,3	10,4	12,3	38,6	16,4	19,1	8,4	3,1	9,4
Jun ^(p)	18,7	22,2	10,6	12,1	25,5	21,7	25,5	10,6	6,4	11,3

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

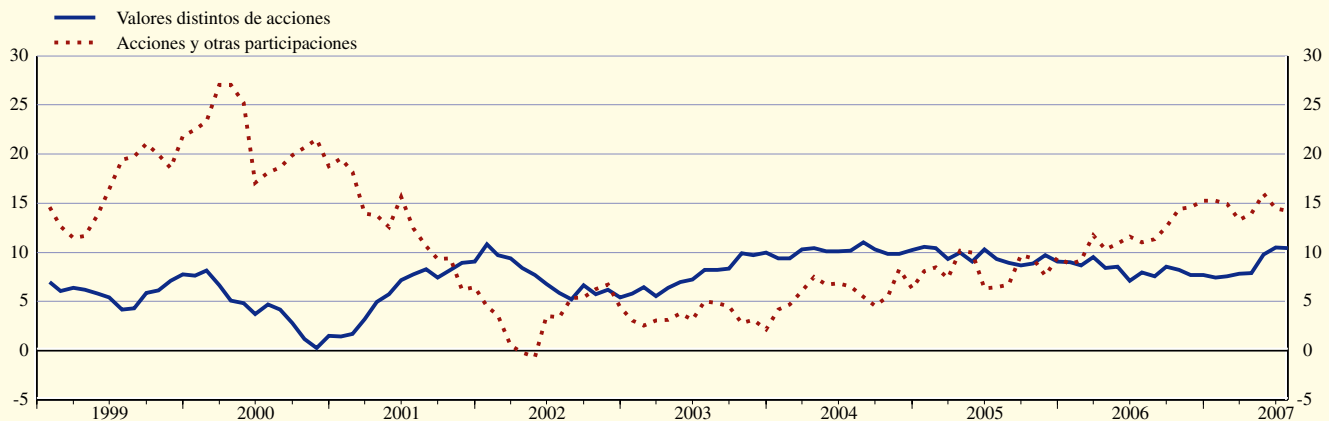
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.663,8	1.560,5	72,3	1.260,4	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007 I	4.842,7	1.616,6	76,5	1.266,6	15,6	651,7	34,1	1.181,7	1.576,5	399,7	844,8	332,0
2007 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	699,1	34,8	1.237,6	1.703,7	438,2	914,6	351,0
Jun	5.005,7	1.641,2	79,7	1.268,8	15,6	724,0	34,2	1.242,2	1.623,6	409,9	867,1	346,5
Jul ^(p)	5.044,1	1.652,1	88,8	1.241,9	15,5	739,2	35,9	1.270,7	1.608,8	410,4	852,8	345,7
Operaciones												
2005	356,3	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006	336,8	122,7	10,6	-122,7	0,5	100,4	6,5	218,7	194,4	58,8	97,0	38,6
2007 I	190,1	55,6	5,2	2,7	-0,8	37,0	7,6	82,9	78,5	20,6	20,7	37,2
2007 Abr	33,0	13,4	1,4	-22,7	0,2	19,8	0,9	20,2	72,6	9,2	57,0	6,4
May	109,7	15,7	0,5	31,5	0,3	24,2	-0,1	37,7	42,7	27,3	6,4	9,1
Jun	24,5	0,2	0,6	-6,2	-0,1	26,0	-0,6	4,6	-79,7	-28,0	-46,9	-4,8
Jul ^(p)	46,8	10,8	9,4	-26,7	0,0	14,7	2,1	36,6	-10,2	0,1	-10,2	-0,1
Tasas de crecimiento												
2005 Dic	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 Dic	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,7	13,7	15,2
2007 Mar	7,8	7,9	18,4	-10,2	-3,3	21,3	40,6	25,2	13,3	21,0	6,4	24,1
2007 Abr	7,9	8,4	15,8	-11,7	-4,1	22,6	36,6	25,9	13,9	20,7	6,6	28,6
May	9,8	7,6	19,9	-8,1	-2,6	24,9	39,0	28,8	16,0	22,6	8,0	32,2
Jun	10,5	8,8	26,1	-8,6	-7,1	27,5	43,8	28,7	14,4	18,6	7,5	30,1
Jul ^(p)	10,4	8,6	33,4	-9,3	-7,0	27,6	47,5	27,9	14,2	20,2	6,0	31,9

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

(mm de euros)

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	-4,1	-1,7	-0,9	-1,5	-4,4	-0,3	-1,1	-3,0	-9,8	-2,7	-3,2	-3,9
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,4	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007 I	-1,0	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7	-0,1	0,0	-0,6	-1,9	-0,4	-0,3	-1,2
2007 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	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	-0,4
Jul ^(p)	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007 I	-2,8	-0,5	-0,7	-1,7	-0,1	0,0	-0,1
2007 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	-1,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,4	0,0	-0,4
Jul ^(p)	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	21,5	3,4	0,5	6,7	0,7	1,3	0,2	8,6	25,7	5,0	14,4	6,3
2006	-8,6	1,2	-0,4	-7,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	31,5	7,1	16,3	8,0
2007 I	-4,2	-1,5	-0,2	0,2	0,0	-0,5	-0,1	-2,1	7,4	0,7	6,7	0,0
2007 Abr	0,6	0,3	-0,1	-0,6	-0,1	0,5	0,0	0,5	6,0	1,9	2,9	1,2
May	-1,3	-0,5	0,1	-1,4	0,0	-0,2	0,0	0,6	7,2	0,2	4,8	2,3
Jun	-3,2	-0,4	0,0	-1,7	0,0	-0,2	0,0	-0,7	-0,5	-0,3	-0,6	0,4
Jul ^(p)	-1,7	-0,4	0,1	0,6	0,0	0,7	-0,1	-2,6	-3,0	0,4	-2,6	-0,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
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 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	5.409,7	90,6	9,4	5,6	0,5	1,4	1,2	8.186,1	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
II ⁽⁴⁾	5.594,0	90,5	9,5	5,7	0,4	1,3	1,2	8.435,5	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	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 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	2.778,3	46,4	53,6	34,3	2,5	2,5	11,2	885,6	51,1	48,9	31,8	1,6	2,2	9,4
II ⁽⁴⁾	2.903,4	45,1	54,9	34,5	2,6	2,5	11,9	916,6	51,0	49,0	32,6	1,3	1,9	9,2

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 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	4.673,7	80,7	19,3	9,8	1,7	1,9	3,5
II ⁽⁴⁾	4.794,8	80,2	19,8	10,1	1,6	1,9	3,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

2.8 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 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	5.097,6	-	-	-	-	-	10.242,4	96,4	3,6	1,7	0,2	1,1	0,5	
II ^(p)	5.268,9	-	-	-	-	-	10.509,7	96,2	3,8	1,8	0,2	1,1	0,6	
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 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	2.265,1	51,7	48,3	27,7	2,2	2,5	10,8	904,6	41,3	58,7	41,8	1,0	4,1	8,1
II ^(p)	2.338,9	50,0	50,0	28,6	2,1	2,4	11,8	943,3	39,7	60,3	43,1	1,1	3,8	8,0

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 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	1.693,0	95,5	4,5	2,3	0,3	0,3	1,4	1.968,0	97,5	2,5	1,3	0,3	0,1	0,8
II ^(p)	1.721,0	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,5	2.042,6	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
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 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	545,3	52,7	47,3	28,5	0,6	0,5	14,4	636,3	38,2	61,8	36,9	4,4	0,6	14,8
II ^(p)	581,8	52,0	48,0	28,4	0,7	0,5	14,6	660,3	37,8	62,2	37,2	4,2	0,7	15,0

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo

	Total 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

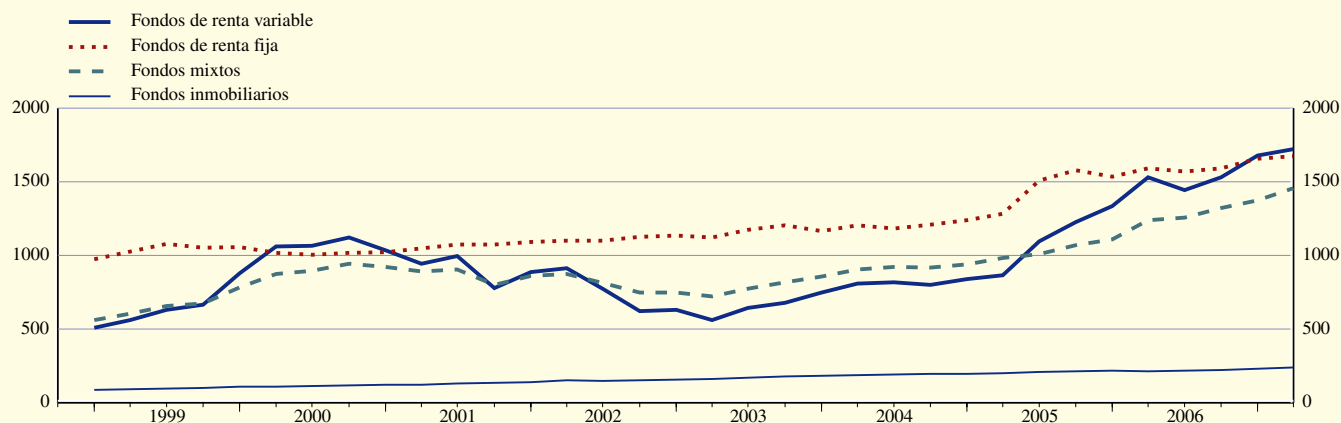
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2005 IV	4.791,4	61,8	4.519,0	210,5
2006 I	5.199,6	73,6	4.871,3	254,7
II	5.138,0	76,4	4.789,6	272,0
III	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
IV	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 I ^(p)	5.714,7	81,6	5.350,2	282,9

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	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	-2,2	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	10,4	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	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 de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	79,3	-4,3	58,7	43,3	26,9	-10,5	-25,7	-32,7
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	14,4	-19,4	-10,1	-11,5	-9,0	-10,0	-4,9	1,6
Financiación (-)	231,0	251,2	298,2	309,1	298,1	294,5	272,2	255,2
Préstamos	262,8	312,2	388,7	418,1	417,4	414,8	404,5	391,1
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	211,6	277,4	357,5	379,6	382,6	371,0	345,4	336,9
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	266,9	240,8	507,5	606,2	420,7	310,5	396,2	299,7
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	29,0	58,2	135,9	115,1	63,4	44,9	34,8	16,8
Otros flujos netos (+)	-69,2	14,6	-61,7	-32,2	22,0	-17,5	15,6	17,7
= 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>	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 de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	263,8	249,0	235,3	213,4	216,0	211,1	186,4	195,1
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	3.541,0	3.850,3	4.284,4	4.383,1	4.423,2	4.509,7	4.591,4	4.655,1
Otros activos netos	184,8	218,0	174,3	169,6	192,6	192,3	217,1	224,2
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>	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 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 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
Otros activos netos (+)	7,2	70,4	31,3	90,6	119,5	163,4	169,9	139,1
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
Otros activos netos (+)	281,0	316,8	288,2	316,5	358,5	350,6	339,7	352,9
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 (+)	107,2	109,4	200,8	231,0	125,3	121,1	183,8	149,4
Acciones y otras participaciones	-10,2	161,1	42,2	22,7	-17,3	3,7	-46,5	-52,4
Otros activos netos								
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

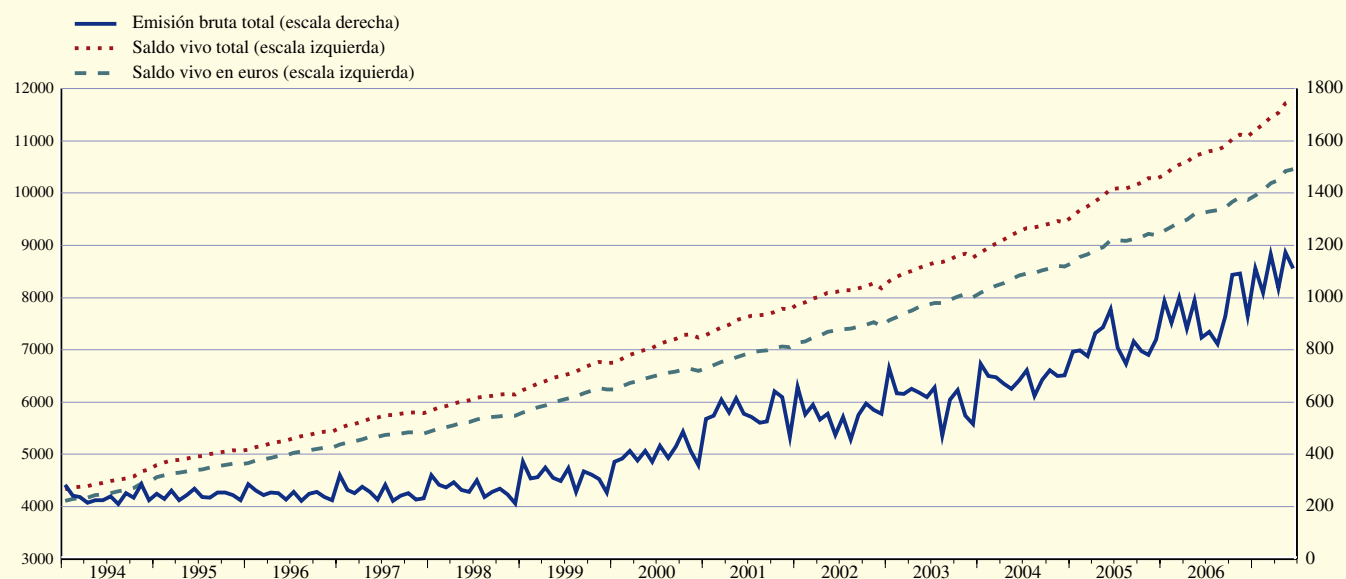
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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 Jun	11.352,7	895,8	64,2	9.618,3	793,4	23,2	10.750,8	846,7	32,1	6,6	26,4	7,0
Jul	11.370,6	883,9	17,4	9.652,4	820,2	33,5	10.799,1	868,2	43,6	7,0	56,5	6,8
Ago	11.403,0	837,9	31,8	9.673,9	779,9	21,0	10.828,9	822,8	24,6	7,2	74,2	7,0
Sep	11.523,6	1.004,1	120,2	9.724,4	882,0	50,2	10.897,6	927,9	57,0	7,3	63,0	6,9
Oct	11.618,9	1.106,3	93,1	9.827,7	1.023,0	101,4	11.032,8	1.086,0	122,1	7,9	112,4	8,0
Nov	11.757,4	1.134,6	137,7	9.919,1	1.036,6	90,8	11.124,1	1.092,7	107,3	8,2	94,6	8,2
Dic	11.733,2	976,9	-25,1	9.864,2	885,0	-56,1	11.079,2	929,7	-60,2	7,8	51,5	8,6
2007 Ene	11.832,2	1.145,7	98,9	9.961,4	1.052,1	97,3	11.206,3	1.111,7	115,8	7,9	74,3	8,9
Feb	11.935,6	1.038,2	103,5	10.051,4	951,8	90,2	11.316,0	1.017,9	116,9	8,1	88,2	9,1
Mar	12.161,2	1.251,8	224,5	10.182,3	1.112,8	129,6	11.452,5	1.165,4	135,7	8,4	101,4	9,8
Abr	12.201,4	1.039,0	39,9	10.254,9	980,6	72,4	11.535,9	1.035,5	89,4	8,6	80,6	9,1
May	12.414,8	1.215,5	214,2	10.416,0	1.113,1	161,9	11.723,9	1.173,8	183,1	9,0	137,2	9,8
Jun	12.539,0	1.210,0	123,1	10.453,1	1.057,6	36,0	11.777,2	1.112,9	49,1	9,1	43,1	9,6
A largo plazo												
2006 Jun	10.325,8	200,1	60,1	8.734,1	168,2	64,4	9.729,5	193,5	80,8	6,7	54,2	7,2
Jul	10.364,4	193,1	38,8	8.758,5	158,8	24,7	9.769,4	177,7	36,0	7,1	54,0	7,0
Ago	10.380,7	90,5	16,5	8.769,8	71,6	11,4	9.787,6	88,2	21,1	7,5	66,3	7,3
Sep	10.474,4	218,5	94,0	8.824,6	156,7	55,2	9.857,0	175,7	62,9	7,5	57,7	7,2
Oct	10.575,4	224,8	98,7	8.894,9	173,9	68,2	9.949,4	206,5	86,0	8,1	94,4	8,2
Nov	10.710,4	226,0	134,2	8.989,5	167,2	93,9	10.043,0	193,4	108,5	8,3	93,7	8,9
Dic	10.731,5	171,2	18,4	9.008,2	132,7	15,8	10.069,5	152,8	12,9	8,1	59,3	9,0
2007 Ene	10.808,0	231,3	76,3	9.058,6	176,6	50,3	10.140,9	200,4	61,3	8,1	67,3	9,2
Feb	10.900,8	230,9	92,9	9.135,0	183,1	76,6	10.231,1	216,7	98,0	8,3	75,8	9,4
Mar	11.032,4	271,7	131,6	9.225,4	206,7	90,2	10.324,5	227,5	95,3	8,4	72,2	9,6
Abr	11.091,3	180,9	58,6	9.274,2	154,5	48,5	10.379,3	176,2	62,1	8,6	70,2	9,0
May	11.277,9	265,8	188,2	9.409,4	198,1	136,8	10.534,6	223,8	151,3	9,1	107,6	9,2
Jun	11.371,4	251,1	92,1	9.466,6	182,4	55,8	10.606,7	207,9	68,4	8,9	38,2	8,7

C15 Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro

(mm de euros)



Fuentes: BCE y BPI (en el caso de emisiones realizadas por no residentes en la zona del euro).

- 1) Emisión total de valores distintos de acciones denominados en euros realizadas por residentes y no residentes en la zona del euro.
- 2) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo de las tasas de crecimiento. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2005	10.270	4.122	926	612	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 III	10.898	4.448	1.063	636	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	3.295	2.446	126	285	415	23
II	11.777	4.872	1.303	692	4.601	308	3.322	2.358	106	451	389	18
2007 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	1.036	749	29	133	119	7
May	11.724	4.873	1.290	678	4.574	308	1.174	825	50	155	138	5
Jun	11.777	4.872	1.303	692	4.601	308	1.113	784	27	163	132	6
A corto plazo												
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.010	570	12	94	329	4	9.175	7.375	60	1.023	686	31
2006 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
II	1.170	628	11	120	407	5	2.714	2.072	10	413	210	9
2007 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
Jun	1.170	628	11	120	407	5	905	685	3	145	69	3
Total a largo plazo ¹⁾												
2005	9.324	3.639	919	522	3.966	278	2.078	942	280	89	706	61
2006	10.069	3.996	1.143	551	4.079	301	2.159	1.002	355	95	653	54
2006 III	9.857	3.887	1.051	540	4.085	294	442	196	63	16	158	9
IV	10.069	3.996	1.143	551	4.079	301	553	279	130	31	97	16
2007 I	10.325	4.141	1.223	551	4.105	304	645	314	110	13	192	14
II	10.607	4.244	1.293	572	4.194	304	608	286	96	39	179	8
2007 Mar	10.325	4.141	1.223	551	4.105	304	228	99	52	5	66	5
Abr	10.379	4.173	1.237	552	4.112	305	176	89	24	9	51	3
May	10.535	4.221	1.278	558	4.173	303	224	98	47	12	65	2
Jun	10.607	4.244	1.293	572	4.194	304	208	99	24	18	64	3
Del cual: a tipo fijo												
2005	6.725	2.020	459	412	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 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	402	172	39	9	169	13
II	7.305	2.255	575	433	3.798	244	338	132	28	24	147	7
2007 Mar	7.164	2.212	561	421	3.728	243	130	53	11	3	58	5
Abr	7.189	2.223	567	419	3.737	244	103	43	12	5	39	3
May	7.267	2.234	575	424	3.791	244	116	38	11	7	57	2
Jun	7.305	2.255	575	433	3.798	244	119	51	5	11	50	2
Del cual: a tipo variable												
2005	2.266	1.351	456	93	306	61	718	432	188	27	58	12
2006	2.603	1.507	601	117	314	64	716	405	214	31	51	15
2006 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	654	117	320	61	201	114	69	4	13	1
II	2.843	1.604	709	127	343	59	217	111	67	15	23	1
2007 Mar	2.712	1.560	654	117	320	61	83	36	41	1	5	1
Abr	2.745	1.574	661	120	329	61	62	37	12	4	9	0
May	2.800	1.591	695	121	334	59	82	37	36	4	5	0
Jun	2.843	1.604	709	127	343	59	73	37	19	7	9	1

Fuente: BCE.

1) La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable se debe a los bonos 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

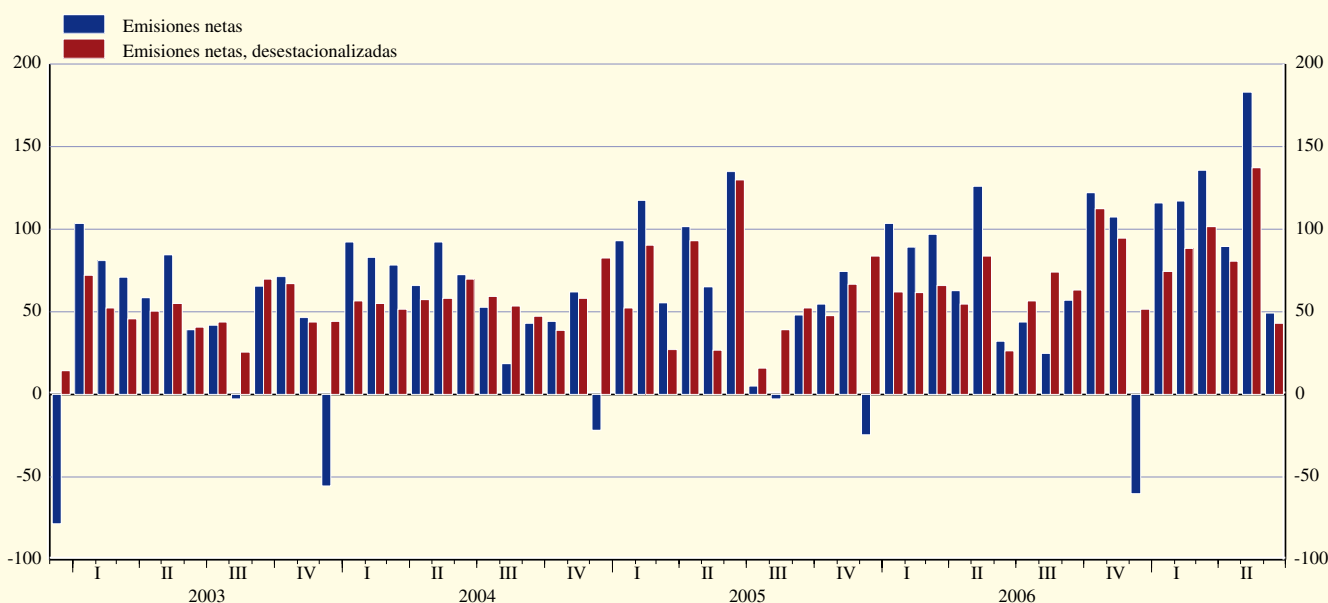
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	176,1	21,6	171,5	32,4	724,4	323,8	172,8	21,4	173,8	32,6
2006	804,8	419,0	236,7	36,4	90,3	22,4	806,5	424,5	233,1	36,6	90,0	22,4
2006 III	125,2	78,7	34,8	-2,4	14,5	-0,4	193,7	99,2	55,4	3,2	32,7	3,2
IV	169,2	98,1	95,8	10,0	-41,4	6,7	258,5	133,5	67,8	14,2	38,1	5,0
2007 I	368,5	187,9	81,3	13,0	82,5	3,9	264,0	123,2	98,4	10,7	29,1	2,6
II	321,7	104,7	69,2	35,6	112,2	-0,1	260,9	112,9	56,0	27,4	65,5	-0,9
2007 Mar	135,7	48,7	42,1	8,9	33,2	2,9	101,4	30,3	41,0	7,4	19,8	3,0
Abr	89,4	50,2	15,2	9,5	13,3	1,3	80,6	39,3	22,1	5,6	11,9	1,7
May	183,1	60,2	40,1	12,0	72,5	-1,7	137,2	56,4	36,4	5,7	39,8	-1,1
Jun	49,1	-5,7	13,9	14,2	26,4	0,3	43,1	17,2	-2,5	16,0	13,8	-1,4
A largo plazo												
2005	713,9	296,5	176,5	21,9	186,3	32,7	715,0	298,2	173,3	21,6	189,1	32,8
2006	755,5	346,5	231,3	33,0	121,4	23,3	755,5	348,4	227,9	32,8	123,2	23,3
2006 III	119,9	62,4	33,5	2,6	21,5	0,0	177,9	74,0	54,4	5,0	41,1	3,5
IV	207,4	96,3	95,1	12,2	-3,3	7,2	247,4	121,3	67,2	9,7	43,9	5,5
2007 I	254,6	142,2	81,5	1,0	26,6	3,3	215,4	108,3	98,5	7,6	-1,1	2,1
II	281,9	100,3	70,6	21,5	90,0	-0,6	216,0	96,1	57,3	15,0	49,0	-1,3
2007 Mar	95,3	42,4	41,4	3,0	5,5	3,0	72,2	26,3	40,5	3,2	-0,7	2,9
Abr	62,1	34,6	15,7	2,3	8,6	0,8	70,2	34,7	22,9	2,3	9,0	1,3
May	151,3	46,6	40,0	5,5	60,9	-1,8	107,6	37,2	36,1	2,1	33,3	-1,1
Jun	68,4	19,0	14,8	13,7	20,4	0,4	38,2	24,2	-1,7	10,6	6,6	-1,5

C16 Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar

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

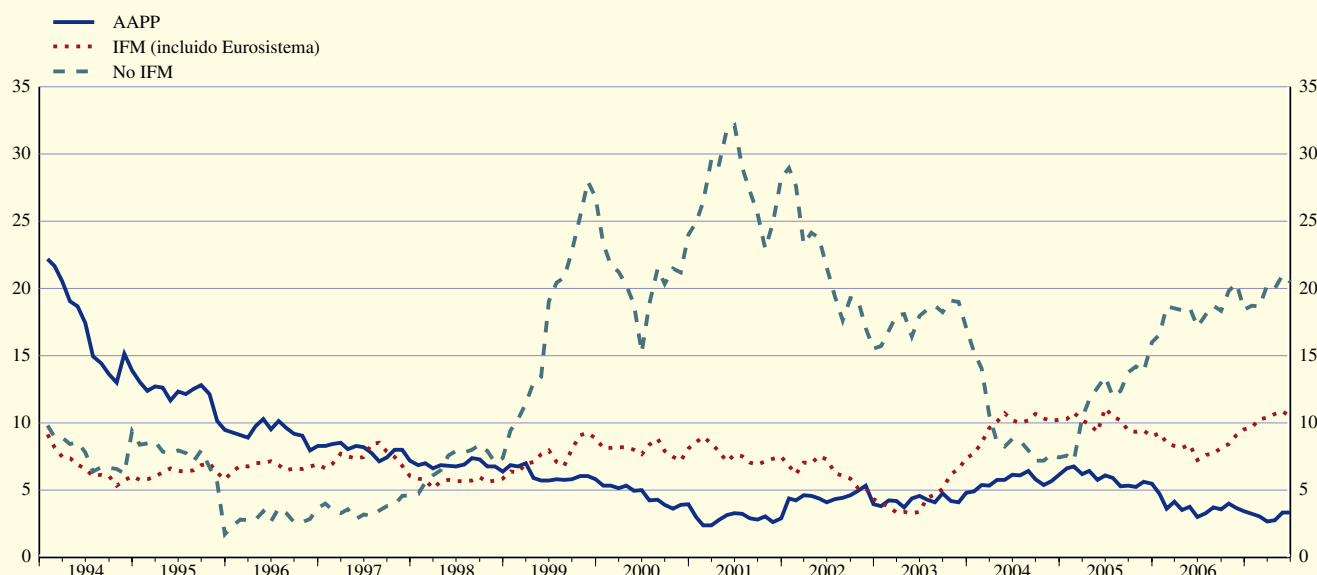


Fuente: BCE.

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

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2006 Jun	6,6	8,1	23,9	4,5	1,8	12,4	7,0	9,4	25,6	6,3	0,9	10,3
Jul	7,0	8,3	25,6	4,7	2,2	11,8	6,8	9,1	25,0	5,0	1,1	10,5
Ago	7,2	8,4	27,2	3,4	2,5	12,2	7,0	9,2	23,7	2,7	2,0	9,4
Sep	7,3	9,0	26,4	4,3	2,2	10,4	6,9	9,1	22,8	5,0	1,7	8,1
Oct	7,9	9,6	29,0	4,0	2,6	9,5	8,0	10,2	27,0	5,1	2,3	8,5
Nov	8,2	10,0	29,5	5,2	2,5	8,8	8,2	9,4	28,4	4,6	3,2	7,0
Dic	7,8	10,2	25,7	6,0	2,1	7,9	8,6	11,0	25,7	5,6	3,2	5,6
2007 Ene	7,9	10,5	26,1	5,3	1,9	7,4	8,9	12,0	27,2	5,6	2,7	4,4
Feb	8,1	10,7	26,1	5,4	2,1	5,8	9,1	12,3	28,5	8,2	2,3	2,1
Mar	8,4	10,4	28,1	6,5	2,4	6,7	9,8	11,8	33,4	8,0	3,1	5,1
Abr	8,6	10,6	27,8	6,8	2,6	7,3	9,1	10,9	28,7	8,2	2,9	6,1
May	9,0	10,5	29,7	6,6	3,5	5,1	9,8	11,5	30,7	8,4	3,7	3,3
Jun	9,1	10,7	27,4	8,8	3,8	3,4	9,6	10,5	29,0	12,0	4,3	1,2
A largo plazo												
2006 Jun	6,7	7,2	23,7	6,4	2,3	12,8	7,2	8,6	24,9	7,1	1,9	10,6
Jul	7,1	7,6	25,5	6,0	2,7	12,0	7,0	8,0	24,4	5,5	2,2	10,5
Ago	7,5	7,7	26,9	5,5	3,1	12,5	7,3	8,2	23,1	4,3	3,2	9,3
Sep	7,5	8,1	26,1	5,7	3,1	10,9	7,2	8,6	22,0	5,8	2,6	8,5
Oct	8,1	8,4	28,7	5,2	3,6	10,0	8,2	9,3	26,5	4,9	3,2	9,0
Nov	8,3	9,1	29,2	5,7	3,3	9,4	8,9	10,4	28,1	3,7	3,9	7,6
Dic	8,1	9,5	25,3	6,4	3,1	8,4	9,0	10,5	25,6	5,5	4,3	6,2
2007 Ene	8,1	9,6	25,8	6,3	2,9	7,6	9,2	11,3	27,1	7,0	3,6	4,8
Feb	8,3	10,3	25,9	5,7	2,8	6,0	9,4	12,4	28,7	7,1	2,6	2,6
Mar	8,4	10,4	27,8	6,2	2,4	6,9	9,6	12,1	33,7	6,5	2,1	5,2
Abr	8,6	10,7	27,8	5,7	2,4	7,4	9,0	12,0	29,1	6,4	1,7	5,8
May	9,1	10,9	29,7	4,9	3,2	5,1	9,2	11,3	31,1	6,2	2,5	2,8
Jun	8,9	10,5	27,6	7,0	3,3	3,4	8,7	10,4	29,6	8,4	2,3	0,6

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.

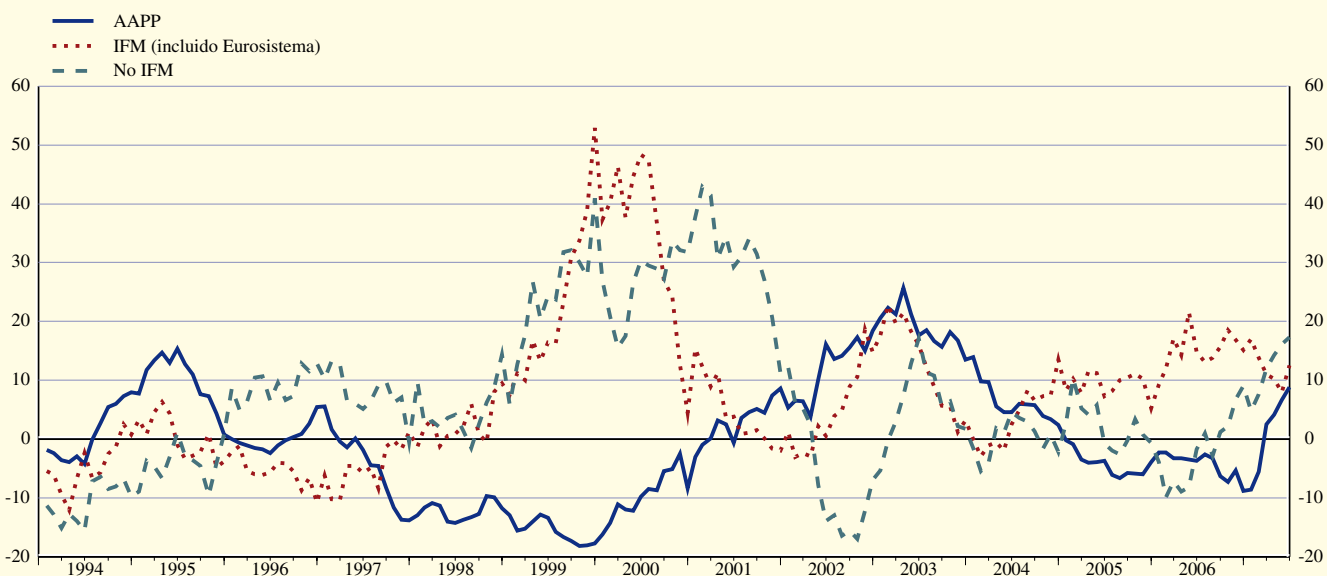
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(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	1,1	3,1	13,4	16,4	11,8	41,3	27,4	5,2	4,5
2006 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	26,9	5,5	4,7
2007 I	5,3	6,3	19,5	3,8	2,9	7,9	15,0	12,1	32,2	21,6	1,4	4,1
II	5,5	7,5	18,7	3,9	2,6	7,7	16,5	12,1	37,6	18,4	5,6	-0,8
2007 Ene	5,2	5,7	18,9	4,1	3,1	8,4	14,7	12,2	32,2	21,2	0,2	4,9
Feb	5,5	6,7	20,8	3,6	3,0	6,6	14,7	12,3	30,5	20,8	1,0	3,6
Mar	5,2	7,1	19,2	4,3	2,2	8,2	16,0	12,0	36,0	20,3	3,6	2,3
Abr	5,3	7,6	18,7	3,7	2,2	9,0	16,4	12,3	36,4	19,6	5,6	1,8
May	5,7	7,3	19,9	3,3	3,0	7,4	16,6	12,1	38,9	16,0	5,9	-3,3
Jun	5,6	8,0	16,0	5,0	3,0	5,3	16,8	11,9	38,7	18,8	6,8	-3,6
En euros												
2005	4,3	0,9	9,2	-0,2	5,4	15,3	18,9	17,3	35,2	22,0	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 III	3,7	3,1	11,2	-0,2	2,9	13,7	13,3	8,0	33,5	34,1	4,1	5,1
IV	4,3	4,1	14,8	0,1	3,3	11,1	14,5	9,5	33,4	29,8	5,6	3,8
2007 I	4,7	5,5	15,3	1,7	3,2	7,9	13,7	10,8	28,7	22,8	1,5	3,6
II	4,8	6,8	15,5	1,5	2,9	7,6	15,8	11,2	35,1	19,2	5,8	-1,3
2007 Ene	4,7	5,0	15,0	2,1	3,5	8,3	13,3	10,6	28,8	22,4	0,2	4,3
Feb	4,8	5,8	15,8	1,5	3,3	6,6	13,5	11,2	27,1	21,9	1,1	3,3
Mar	4,5	6,3	15,5	1,6	2,5	8,1	15,0	11,3	32,1	21,3	3,8	1,9
Abr	4,7	7,1	15,6	1,2	2,5	8,9	15,7	11,4	33,9	20,7	5,8	1,4
May	5,1	6,7	16,5	0,9	3,3	7,2	16,0	11,1	36,7	16,9	6,1	-3,9
June	5,0	7,2	13,3	2,9	3,2	5,3	16,2	10,9	37,0	18,9	7,1	-4,2

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)

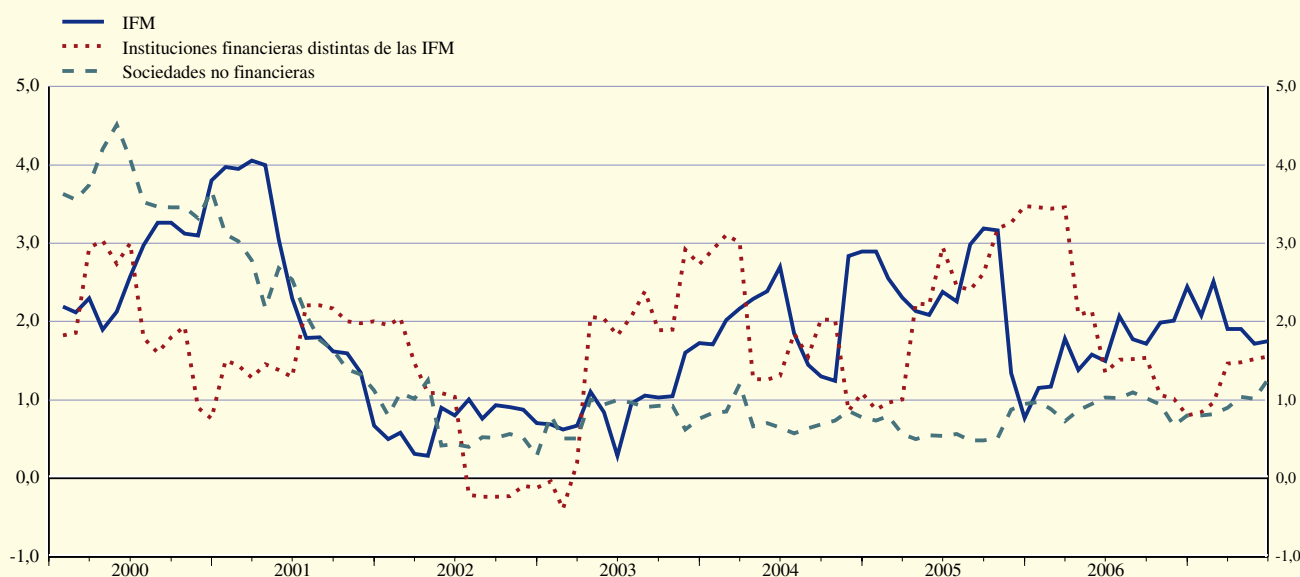
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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 Jun	4.388,2	103,1	1,1	698,1	2,4	442,6	2,9	3.247,5	0,5
Jul	4.638,2	103,1	1,0	727,9	2,3	467,7	2,5	3.442,6	0,6
Ago	4.613,0	103,1	1,1	723,5	3,0	458,2	2,4	3.431,4	0,5
Sep	4.834,1	103,2	1,1	764,1	3,2	484,8	2,6	3.585,2	0,5
Oct	4.666,6	103,4	1,2	752,4	3,2	481,5	3,2	3.432,7	0,5
Nov	4.889,2	103,7	1,2	809,2	1,3	514,6	3,3	3.565,4	0,9
Dic	5.063,5	103,8	1,2	836,4	0,8	541,8	3,5	3.685,3	0,9
2006 Ene	5.296,6	103,8	1,2	884,8	1,2	536,8	3,5	3.875,0	1,0
Feb	5.436,6	103,8	1,2	938,8	1,2	562,7	3,4	3.935,1	0,9
Mar	5.637,3	103,9	1,2	962,3	1,8	580,0	3,5	4.094,9	0,7
Abr	5.662,8	104,0	1,1	948,8	1,4	573,9	2,1	4.140,1	0,9
May	5.373,0	104,1	1,2	896,7	1,6	534,5	2,1	3.941,8	0,9
Jun	5.384,8	104,3	1,1	905,0	1,5	530,6	1,3	3.949,1	1,0
Jul	5.381,0	104,4	1,3	918,4	2,1	544,4	1,5	3.918,2	1,0
Ago	5.545,2	104,4	1,3	958,6	1,8	595,7	1,5	3.990,8	1,1
Sep	5.689,4	104,5	1,2	986,1	1,7	607,7	1,5	4.095,6	1,0
Oct	5.869,1	104,6	1,1	1.015,6	2,0	614,5	1,1	4.239,0	0,9
Nov	5.922,6	104,7	0,9	1.024,3	2,0	603,8	1,0	4.294,5	0,7
Dic	6.139,4	104,9	1,1	1.056,3	2,4	623,2	0,8	4.459,9	0,8
2007 Ene	6.310,4	104,9	1,0	1.111,3	2,1	641,7	0,8	4.557,4	0,8
Feb	6.223,4	105,0	1,1	1.081,2	2,5	633,4	1,0	4.508,8	0,8
Mar	6.423,5	105,1	1,1	1.099,9	1,9	644,6	1,5	4.678,9	0,9
Abr	6.671,7	105,3	1,2	1.156,5	1,9	670,5	1,5	4.844,7	1,0
May	6.944,3	105,4	1,2	1.161,3	1,7	684,0	1,5	5.099,0	1,0
Jun	6.862,0	105,7	1,4	1.115,5	1,8	671,8	1,6	5.074,8	1,3

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

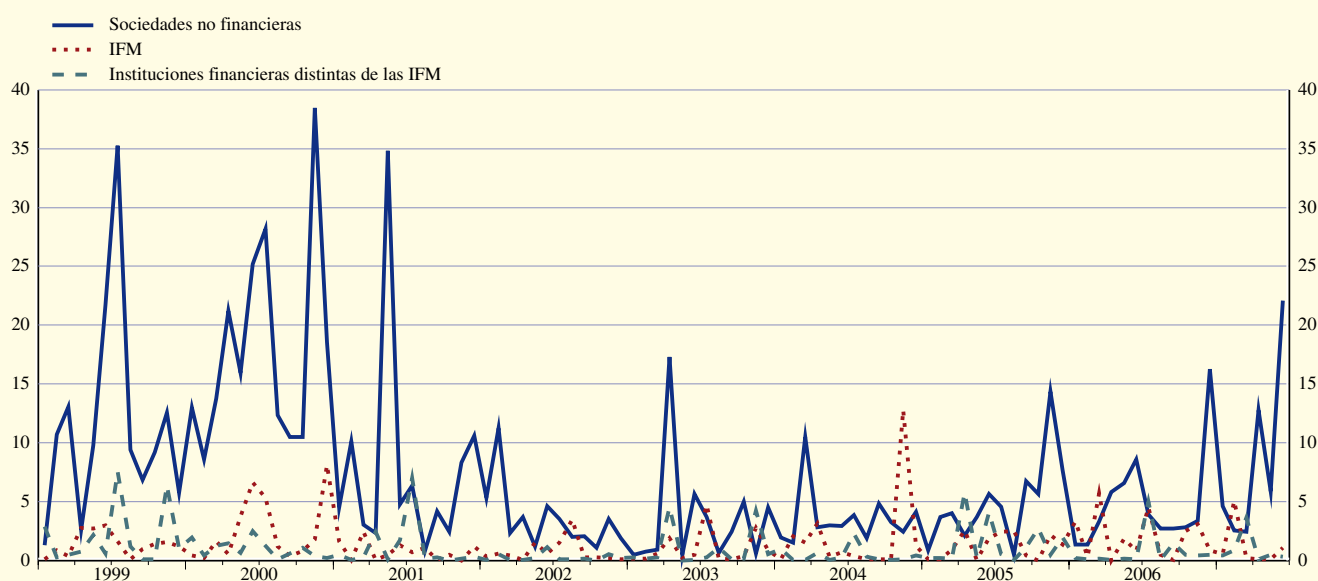
(mm de euros; valores de mercado)

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 Jun	11,6	4,9	6,7	1,9	1,0	0,9	4,1	0,7	3,3	5,6	3,2	2,5
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	5,5	3,9	1,6	0,5	0,1	0,4	0,4	0,0	0,4	4,6	3,8	0,8
Feb	8,4	2,0	6,4	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
Mar	6,3	1,7	4,6	0,2	0,0	0,2	3,6	0,4	3,3	2,4	1,4	1,1
Abr	13,0	0,4	12,6	0,1	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,1	12,8	0,2	12,6
May	6,4	1,8	4,5	0,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,5	5,8	1,8	4,0
Jun	23,4	1,6	21,8	1,0	0,0	1,0	0,3	0,0	0,3	22,1	1,6	20,5

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 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	3,51	2,72	2,43	3,25	1,78	3,74	3,80	3,72	3,73
Jun	1,08	3,78	3,79	2,64	2,42	3,32	1,77	3,94	4,10	4,16	3,90
Jul	1,10	3,86	3,90	2,83	2,45	3,40	1,81	4,02	4,26	4,50	3,95

2. Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ⁴⁾	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 Ago	9,92	7,73	6,38	8,15	8,07	4,21	4,37	4,60	4,40	4,59	4,65	5,27	4,94
Sep	10,05	7,72	6,24	8,09	7,94	4,30	4,37	4,61	4,45	4,66	4,76	5,30	4,98
Oct	10,03	7,50	5,99	8,17	7,76	4,42	4,45	4,58	4,47	4,73	4,93	5,18	4,80
Nov	10,07	7,66	6,12	8,15	7,81	4,49	4,50	4,58	4,47	4,76	4,97	5,26	4,91
Dic	10,03	7,56	6,05	7,97	7,71	4,56	4,58	4,56	4,49	4,80	4,93	5,24	4,82
2007 Ene	10,14	7,63	6,68	8,39	8,25	4,68	4,60	4,60	4,50	4,83	5,13	5,43	4,92
Feb	10,31	7,69	6,83	8,27	8,28	4,71	4,71	4,70	4,61	4,90	5,27	5,38	5,14
Mar	10,22	7,51	6,68	8,34	8,14	4,79	4,76	4,71	4,62	4,94	5,26	5,60	5,20
Abr	10,29	7,77	6,69	8,24	8,15	4,85	4,73	4,75	4,67	5,00	5,28	5,57	5,21
May	10,32	8,10	6,73	8,30	8,27	4,88	4,80	4,81	4,74	5,02	5,38	5,65	5,32
Jun	10,38	8,07	6,66	8,24	8,25	5,00	4,93	4,90	4,82	5,15	5,49	5,77	5,37
Jul	10,38	8,01	6,77	8,34	8,36	5,07	4,93	5,02	4,90	5,26	5,54	5,82	5,40

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 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	4,70
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		6,12	5,43	5,57	4,95	4,71	5,10	5,12
Jun		6,17	5,53	5,70	5,03	4,88	5,28	5,17
Jul		6,29	5,58	5,75	5,08	4,88	5,01	5,15

Fuente: BCE.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 2) Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.
- 3) Para esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se han asignado al sector hogares, ya que, para el conjunto de todos los Estados miembros participantes, el saldo vivo de las sociedades no financieras es insignificante, en comparación con el relativo al sector hogares.
- 4) La tasa anual equivalente cubre el coste total de un préstamo. El coste total comprende un componente de tipo de interés y un componente de comisiones (relacionadas con la operación del préstamo), que se derivan de los costes de información, de preparación de documentos, avales, etc.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro
(en porcentaje; saldos vivos fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldos vivos)

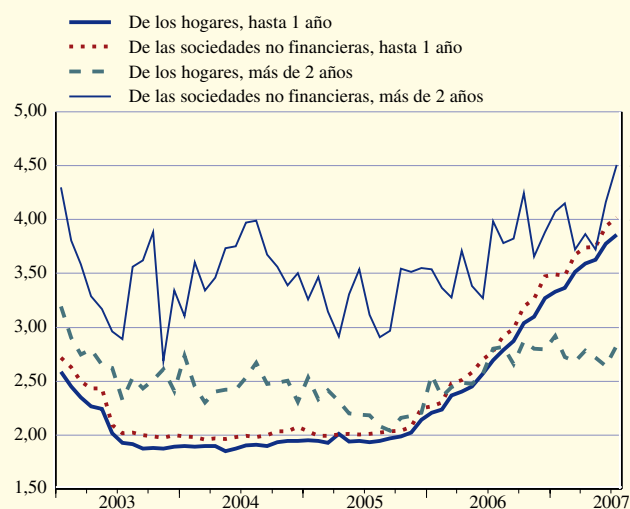
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 Ago	0,85	2,52	3,05	2,23	2,63	1,32	2,93	3,68	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	3,30	3,03	2,43	3,25	1,78	3,72	3,96	3,66
Jun	1,08	3,39	3,04	2,42	3,32	1,77	3,87	3,99	3,79
Jul	1,10	3,49	3,02	2,45	3,40	1,81	3,92	4,00	3,85

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 Ago	4,72	4,23	4,60	8,19	6,71	5,82	4,85	4,33	4,48
Sep	4,82	4,27	4,62	8,30	6,81	5,87	4,93	4,40	4,53
Oct	4,90	4,29	4,65	8,35	6,81	5,88	5,07	4,51	4,57
Nov	4,98	4,33	4,68	8,33	6,81	5,91	5,14	4,59	4,63
Dic	5,01	4,34	4,70	8,41	6,81	5,93	5,23	4,66	4,68
2007 Ene	5,05	4,38	4,72	8,53	6,83	5,95	5,30	4,76	4,77
Feb	5,11	4,46	4,79	8,66	6,95	5,96	5,37	4,83	4,83
Mar	5,14	4,45	4,79	8,62	6,88	5,95	5,43	4,90	4,84
Abr	5,14	4,48	4,80	8,67	6,96	5,97	5,50	4,94	4,87
May	5,16	4,48	4,82	8,71	6,95	5,97	5,50	4,98	4,90
Jun	5,21	4,53	4,86	8,68	6,94	6,01	5,62	5,09	4,96
Jul	5,29	4,55	4,89	8,80	6,96	6,09	5,69	5,15	5,01

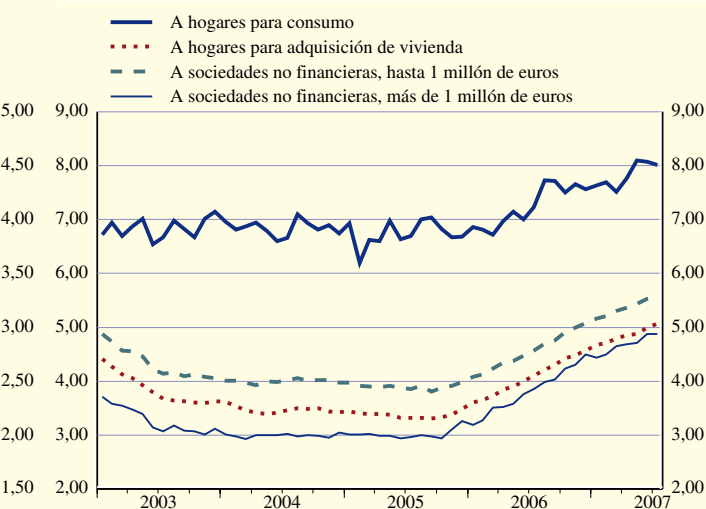
C21 Nuevos depósitos a plazo

(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)

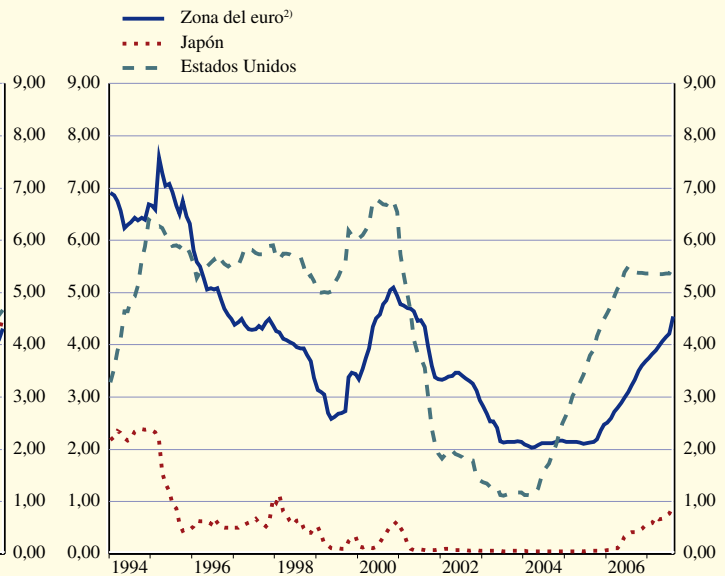
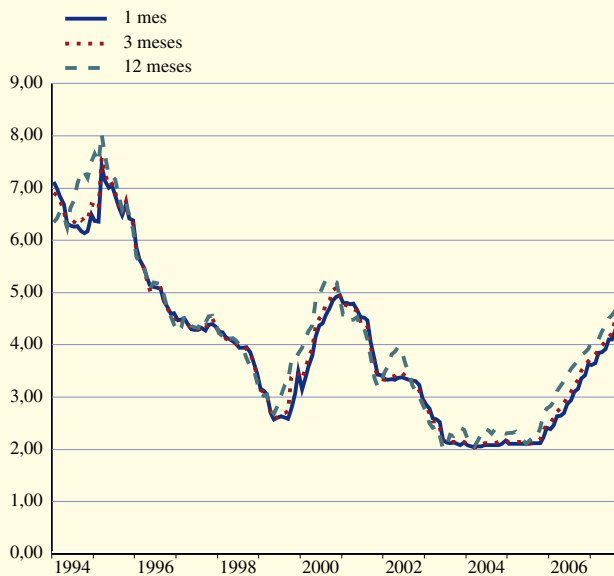
	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
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 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
Ago	4,05	4,31	4,54	4,59	4,67	5,48	0,92

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.

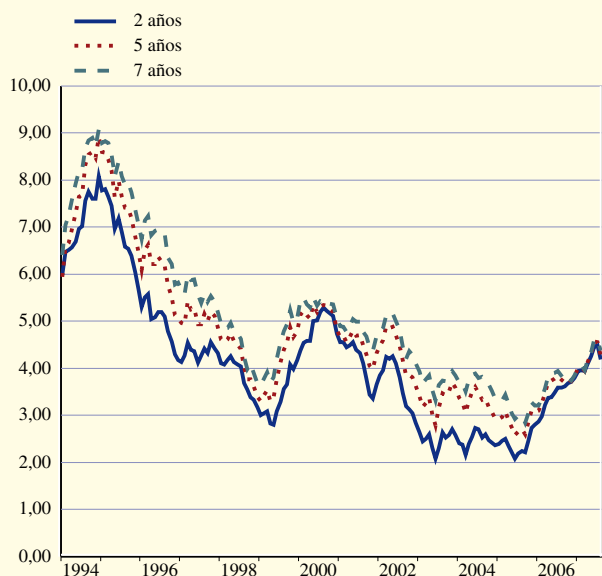
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(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 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
Ago	4,19	4,23	4,27	4,38	4,43	4,68	1,65

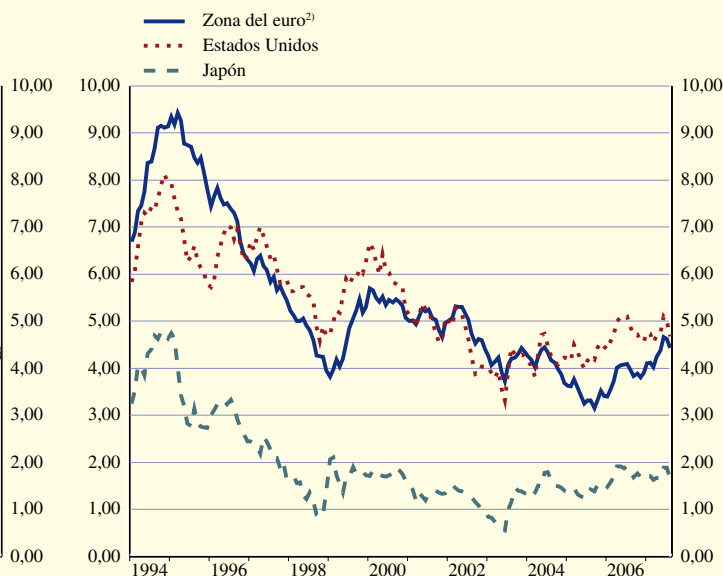
C25 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro²⁾

(mensuales; en porcentaje)



C26 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

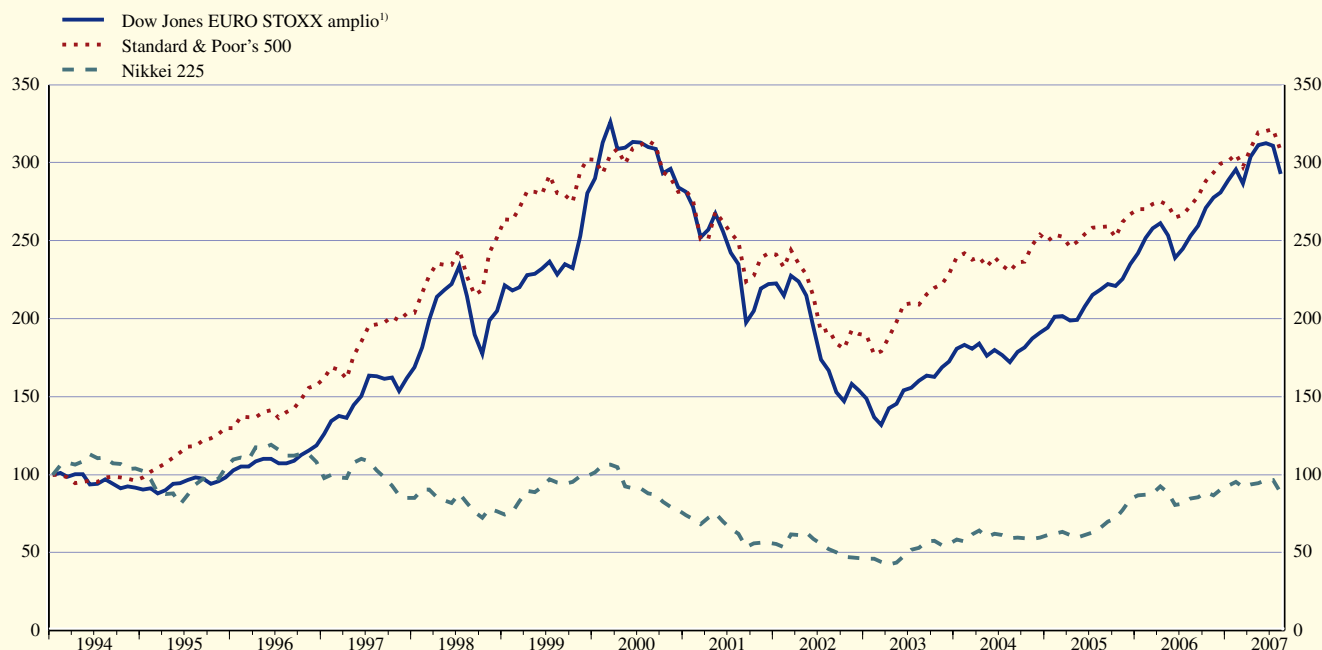
4.8 Índices bursátiles

(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	16.124,0	
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	16.201,2	
2006 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	
2006 IV	383,3	4.032,4	450,4	219,3	315,1	432,7	400,7	419,5	343,1	490,8	450,1	526,3	1.389,2	16.465,0	
2007 I	402,5	4.150,5	489,9	233,3	335,7	422,8	418,6	462,7	349,4	512,3	472,8	527,2	1.424,8	17.363,9	
2007 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 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	
2006 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	
2006 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	
2006 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	
2006 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	
2007 Feb	410,3	4.230,2	496,6	235,9	339,4	428,2	428,3	476,2	355,3	524,7	481,0	530,4	1.445,3	17.729,4	
2007 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	
2007 Abr	421,7	4.330,7	531,7	247,6	363,9	437,2	432,7	493,8	362,4	540,4	477,4	531,5	1.462,7	17.466,5	
2007 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	
2007 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	
2007 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	
2007 Ago	406,4	4.220,6	550,8	227,8	362,5	444,5	393,5	479,0	390,0	544,4	469,2	495,4	1.454,6	16.461,0	

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo¹⁾

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
% del total ³⁾	100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8	86,2	13,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	2,9
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 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	104,3	1,8	1,9	1,2	2,6	0,2	0,1	0,4	0,0	0,5	0,2	1,7	2,1
Ago 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						
% 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 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
Jul	2,3	1,9	2,8	0,7	0,9	0,0	2,7	1,9	2,5	-1,7	3,0	3,5

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	6,9 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	1,3	.	-	-5,5	15,7	44,8
II	118,5	2,4	2,6	3,2	5,5	1,9	1,7	1,8	1,7	-0,5	.	.	-3,1	13,8	51,0
2007 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	-0,7	-	-	-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	118,7	2,2	2,6	3,1	5,1	1,9	1,7	1,8	1,6	-0,7	-	-	0,3	14,2	52,6
Jul	119,0	1,8	2,3	2,9	4,6	1,7	1,8	1,7	1,8	-1,9	-	-	-1,7	7,8	55,2
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	-3,4	5,4	52,4

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			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 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
II	.	.	.	.	.	.	.	2,3

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. manufacturera 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 unitarios ¹⁾								
2003	106,5	1,8	6,0	0,4	3,3	1,9	1,7	2,9
2004	107,8	1,2	-8,4	-0,4	3,4	0,3	2,5	2,6
2005	108,9	1,0	8,1	-0,8	3,6	0,5	1,6	1,9
2006	109,7	0,7	4,2	-1,5	1,2	0,2	2,0	2,2
2006 I	109,6	0,8	5,3	-1,5	1,4	0,4	2,1	2,4
II	109,9	1,1	5,0	-1,2	0,2	0,8	1,4	3,3
III	109,8	1,1	5,4	-1,2	1,2	0,1	2,5	2,6
IV	109,5	0,0	1,3	-2,1	2,1	-0,3	2,1	0,7
2007 I	110,4	0,7	-0,6	-1,4	1,0	-0,3	2,8	2,2
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 trabajo ²⁾								
2003	101,0	0,3	-3,4	1,8	-0,7	0,0	0,9	-0,8
2004	101,9	0,9	11,6	3,1	-0,7	1,2	-0,6	-0,3
2005	102,7	0,8	-4,4	2,3	-1,4	1,1	0,6	0,0
2006	104,2	1,5	-1,2	4,2	1,8	1,7	-0,4	-0,1
2006 I	103,4	1,4	-3,0	4,1	1,7	1,6	-0,5	-0,1
II	104,0	1,4	-2,4	3,8	2,6	1,5	-0,2	-0,1
III	104,3	1,3	-1,4	4,0	1,6	1,6	-0,7	-0,1
IV	104,9	1,8	2,2	4,7	1,4	2,3	-0,1	-0,2
2007 I	105,3	1,8	4,4	4,0	2,8	1,9	-0,2	0,3

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	107,4	2,2	2,1	2,1	2,4	1,2	-1,2	-1,7
2004	109,5	2,0	2,2	2,1	2,3	2,4	1,1	1,6
2005	111,6	1,9	2,3	2,1	2,6	2,3	2,7	3,8
2006	113,7	1,9	2,4	2,2	2,1	2,6	2,7	4,0
2006 II	113,5	2,0	2,7	2,4	3,0	2,6	3,1	5,0
III	114,0	2,0	2,4	2,1	2,1	2,7	2,7	3,6
IV	114,6	1,8	1,8	1,9	0,5	2,8	2,0	2,0
2007 I	115,3	2,2	1,9	1,7	1,5	3,0	1,6	0,6
II	116,0	2,2	2,0	1,8	0,7	2,9	1,4	0,9

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

1) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por el valor añadido (en términos reales) por ocupado.

2) Valor añadido (en términos reales) por ocupado.

3) Los deflatores de las importaciones y las exportaciones se refieren a bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2003	7.488,9	7.332,9	4.294,4	1.531,2	1.506,1	1,2	156,0	2.638,5	2.482,5
2004	7.772,3	7.613,8	4.448,0	1.586,8	1.572,7	6,3	158,6	2.841,1	2.682,6
2005	8.047,6	7.931,3	4.610,2	1.649,8	1.654,3	17,0	116,3	3.049,7	2.933,4
2006	8.437,3	8.337,7	4.799,2	1.716,4	1.787,6	34,5	99,6	3.388,6	3.289,0
2006 II	2.099,3	2.076,1	1.195,0	429,4	444,4	7,4	23,2	837,5	814,3
III	2.121,2	2.102,8	1.206,3	430,5	451,3	14,8	18,3	851,4	833,0
IV	2.150,5	2.111,6	1.215,1	432,6	462,3	1,5	38,9	879,9	841,0
2007 I	2.179,7	2.143,7	1.220,3	438,9	475,1	9,4	36,0	889,1	853,1
II	2.199,3	2.160,7	1.234,2	440,9	476,9	8,7	38,5	902,1	863,5
	<i>en porcentaje del PIB</i>								
2006	100,0	98,8	56,9	20,3	21,2	0,4	1,2	-	-
	Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2006 II	1,0	0,9	0,4	0,2	2,7	-	-	1,6	1,3
III	0,6	0,9	0,5	0,5	0,7	-	-	1,1	1,9
IV	0,9	0,3	0,5	0,4	1,7	-	-	3,1	1,6
2007 I	0,7	0,8	0,0	0,8	2,0	-	-	0,8	0,9
II	0,3	0,2	0,5	0,1	-0,2	-	-	1,1	0,6
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,2	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,9	1,6	1,3	2,3	-	-	6,9	6,7
2005	1,5	1,7	1,5	1,3	2,6	-	-	4,3	5,1
2006	2,8	2,6	1,8	1,9	5,0	-	-	8,0	7,8
2006 II	2,9	2,6	1,8	1,6	5,7	-	-	8,1	7,5
III	2,8	3,0	1,7	1,8	5,0	-	-	6,9	7,6
IV	3,3	2,5	2,1	2,2	5,9	-	-	9,2	7,2
2007 I	3,2	2,8	1,4	2,0	7,4	-	-	6,7	5,9
II	2,5	2,1	1,5	1,9	4,3	-	-	6,2	5,1
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>								
2006 II	1,0	0,9	0,2	0,0	0,6	0,0	0,1	-	-
III	0,6	0,8	0,3	0,1	0,2	0,3	-0,3	-	-
IV	0,9	0,3	0,3	0,1	0,4	-0,5	0,6	-	-
2007 I	0,7	0,8	0,0	0,2	0,4	0,2	-0,1	-	-
II	0,3	0,2	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,2	-	-
	<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>								
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,3	0,1	-0,6	-	-
2004	2,0	1,8	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,5	1,7	0,8	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2006	2,8	2,6	1,0	0,4	1,0	0,1	0,2	-	-
2006 II	2,9	2,6	1,0	0,3	1,2	0,0	0,3	-	-
III	2,8	2,9	1,0	0,4	1,0	0,5	-0,1	-	-
IV	3,3	2,5	1,2	0,4	1,2	-0,4	0,9	-	-
2007 I	3,2	2,8	0,8	0,4	1,5	0,0	0,4	-	-
II	2,5	2,0	0,8	0,4	0,9	-0,1	0,5	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2003	6.728,1	150,8	1.394,7	390,8	1.427,4	1.831,1	1.533,3	760,9
2004	6.977,5	153,8	1.430,4	412,5	1.478,7	1.908,0	1.594,1	794,8
2005	7.209,5	142,5	1.458,3	438,2	1.516,8	1.997,5	1.656,1	838,1
2006	7.535,7	138,2	1.522,9	481,1	1.569,1	2.105,6	1.718,7	901,6
2006 II	1.875,0	34,1	377,7	119,1	389,7	524,1	430,2	224,4
III	1.897,2	34,9	383,3	122,1	395,3	530,1	431,7	223,9
IV	1.917,8	35,1	388,3	124,8	399,6	536,2	433,8	232,7
2007 I	1.941,8	35,3	396,1	128,3	401,9	541,9	438,3	237,9
II	1.961,1	35,8	400,7	128,1	405,1	549,1	442,3	238,2
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2006	100,0	1,8	20,2	6,4	20,8	27,9	22,8	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ¹⁾								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2006 II	1,0	0,1	0,9	2,9	1,2	1,2	0,3	0,5
III	0,6	-0,3	0,9	1,0	0,7	0,6	0,2	0,5
IV	0,7	0,8	1,0	1,3	0,8	0,8	0,3	2,0
2007 I	0,8	1,7	1,2	1,9	0,5	0,8	0,4	-0,3
II	0,5	-0,5	0,6	-1,6	0,6	0,9	0,4	-0,6
<i>tasas de variación interanual</i>								
2003	0,7	-6,1	0,2	0,1	0,7	1,6	0,9	1,6
2004	2,1	10,4	2,4	0,8	2,5	1,6	1,5	1,6
2005	1,5	-5,9	0,7	1,3	1,6	2,6	1,4	1,6
2006	2,7	-1,6	3,7	4,4	2,8	3,0	1,2	3,4
2006 II	2,8	-1,4	3,7	4,6	2,9	3,3	1,3	3,6
III	2,9	-2,4	4,1	4,8	3,0	3,1	1,2	2,5
IV	3,3	0,4	4,6	5,3	3,7	3,4	1,3	3,8
2007 I	3,2	2,3	4,0	7,3	3,2	3,5	1,3	2,7
II	2,6	1,7	3,6	2,6	2,6	3,1	1,3	1,6
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2006 II	1,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	-
III	0,6	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	-
IV	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2007 I	0,8	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	-
II	0,5	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	-
2004	2,1	0,2	0,5	0,0	0,5	0,4	0,3	-
2005	1,5	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,7	0,3	-
2006	2,7	0,0	0,8	0,3	0,6	0,8	0,3	-
2006 II	2,8	0,0	0,8	0,3	0,6	0,9	0,3	-
III	2,9	0,0	0,8	0,3	0,6	0,9	0,3	-
IV	3,3	0,0	0,9	0,3	0,8	1,0	0,3	-
2007 I	3,2	0,0	0,8	0,5	0,7	1,0	0,3	-
II	2,6	0,0	0,7	0,2	0,5	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	0,6	0,1	0,7	2,2	-0,5
2005	1,2	103,9	1,3	1,3	1,1	0,9	2,8	0,4	-1,0	0,7	1,3	-0,2
2006	3,8	108,1	4,0	4,4	4,4	5,0	5,8	2,5	4,2	2,2	0,8	4,1
2006 III	4,1	108,7	4,2	4,5	4,4	5,8	5,6	1,7	5,0	1,2	1,5	3,9
IV	4,2	109,4	4,0	5,0	4,9	5,4	6,7	3,3	5,5	2,9	-3,3	6,9
2007 I	4,6	110,3	3,8	5,8	5,9	6,4	7,1	3,9	4,3	3,9	-7,4	10,8
II	2,9	110,7	2,6	3,1	3,1	2,9	4,4	2,2	1,2	2,3	-0,5	2,5
2007 Ene	3,5	109,7	3,2	5,5	5,7	5,4	7,0	4,1	3,5	4,2	-8,4	9,7
Feb	5,0	110,3	4,1	6,0	6,1	7,1	7,5	3,2	4,8	2,9	-7,1	11,8
Mar	5,2	111,0	4,2	5,8	6,0	6,5	6,8	4,5	4,5	4,5	-6,7	11,0
Abr	3,0	110,0	2,9	3,9	4,0	3,7	5,2	2,8	1,6	3,0	-2,9	3,3
May	2,3	111,1	2,6	2,9	2,8	2,5	3,9	2,0	0,3	2,3	2,0	1,7
Jun	3,4	110,9	2,2	2,6	2,5	2,6	4,1	1,7	1,7	1,7	-0,6	2,5
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2007 Ene	-0,4	-	-0,7	-0,1	-0,2	-0,9	0,3	-0,3	-1,8	-0,1	-4,2	0,2
Feb	0,9	-	0,6	0,5	0,5	0,7	0,8	0,1	0,7	0,0	0,7	0,8
Mar	0,9	-	0,6	0,4	0,7	0,5	0,2	0,9	0,2	1,0	0,9	0,6
Abr	-1,8	-	-0,9	-1,1	-1,6	-1,6	-1,1	-1,0	-2,0	-0,9	0,6	-1,2
May	0,9	-	1,0	0,8	1,0	0,9	1,1	0,7	1,8	0,6	2,8	0,1
Jun	0,8	-	-0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	0,5	0,6

4. Nuevos pedidos, cifra de negocios, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2004	104,0	7,3	106,3	5,1	2,3	105,3	1,6	1,2	1,7	1,9	3,3	926	1,0
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,2	106,7	1,3	0,6	1,7	2,3	1,2	941	1,6
2006	119,2	9,2	118,9	7,3	3,4	108,9	2,1	0,7	2,7	2,9	4,9	966	2,6
2006 III	120,4	9,1	119,9	6,5	3,8	109,3	2,4	1,3	2,8	3,5	5,1	939	-1,8
IV	122,9	7,4	121,9	7,6	3,4	109,6	2,3	-0,2	3,5	3,1	7,0	985	5,1
2007 I	125,7	8,1	124,5	7,6	2,6	109,6	1,6	0,3	2,4	4,2	4,2	951	-1,7
II	130,6	10,6	126,0	6,4	2,0	109,7	0,8	-0,3	1,7	3,0	2,3	952	-1,9
2007 Feb	125,1	6,4	124,0	7,3	2,0	109,5	1,2	-0,7	2,6	4,7	3,9	938	-3,7
Mar	127,8	7,6	126,0	5,8	3,8	110,2	2,7	2,0	3,1	5,8	5,0	972	0,8
Abr	127,4	10,4	124,0	9,4	2,8	110,1	1,6	0,5	2,5	6,8	2,8	917	-5,8
May	129,4	7,6	126,4	5,1	1,0	109,2	-0,1	-0,5	0,0	-1,8	0,8	967	-0,8
Jun	135,0	13,7	127,7	5,1	2,3	109,8	1,0	-0,8	2,5	4,0	3,4	971	0,7
Jul	.	.	.	.	1,7	109,9	0,5	-1,7	2,0	.	.	.	.
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2007 Feb	-	0,7	-	0,4	0,4	-	0,4	0,2	0,7	1,0	0,4	-	-0,4
Mar	-	2,2	-	1,6	0,8	-	0,6	0,7	0,4	0,1	0,9	-	3,6
Abr	-	-0,3	-	-1,6	-0,1	-	-0,1	-0,1	0,1	1,5	-1,0	-	-5,6
May	-	1,5	-	1,9	-0,6	-	-0,8	-0,8	-0,7	-3,5	-0,4	-	5,4
Jun	-	4,3	-	1,0	0,7	-	0,6	-0,1	1,0	2,8	1,4	-	0,4
Jul	-	.	-	.	0,2	-	0,1	0,2	-0,1	.	.	-	.

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 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
Ago	110,0	5	7	5	13	-	-3	-2	-1	2	-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 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
Ago	-2	-10	7	4	10	14	15	20	16	21	23

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	11,791	7,9	8,921	6,8	2,870	16,4	5,698	6,8	6,094	9,3
III	11,567	7,8	8,703	6,6	2,863	16,4	5,536	6,6	6,031	9,2
IV	11,322	7,6	8,486	6,4	2,836	16,2	5,368	6,4	5,954	9,0
2007 I	10,816	7,2	8,082	6,1	2,734	15,8	5,108	6,1	5,709	8,7
II	10,460	7,0	7,833	5,9	2,628	15,2	4,915	5,9	5,545	8,4
2007 Feb	10,813	7,2	8,071	6,1	2,742	15,8	5,104	6,1	5,709	8,7
Mar	10,649	7,1	7,959	6,0	2,690	15,5	5,006	6,0	5,642	8,6
Abr	10,544	7,0	7,894	6,0	2,650	15,4	4,958	5,9	5,586	8,5
May	10,448	7,0	7,826	5,9	2,621	15,2	4,905	5,8	5,542	8,4
Jun	10,389	6,9	7,778	5,9	2,611	15,2	4,881	5,8	5,508	8,4
Jul	10,362	6,9	7,751	5,8	2,611	15,2	4,873	5,8	5,490	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

	Recursos corrientes														Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	Recursos corrientes														Recursos de capital		
	Total	Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
1998	46,5	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	44,2	11,4	8,6	2,5	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	40,9			
2005	45,1	44,7	11,6	8,6	2,7	13,7	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,4	0,3	41,2			
2006	45,7	45,4	12,2	8,8	3,1	13,9	0,3	15,5	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,9			

2. Zona del euro - empleos

	Empleos corrientes														Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾
	Empleos corrientes														Empleos de capital			
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Pagadas por inst. de la UE	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14				
1998	48,8	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	1,8	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,4				
2005	47,7	43,7	10,4	5,1	3,0	25,2	22,5	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,7				
2006	47,3	43,2	10,3	5,0	2,9	25,0	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⁾							
	Déficit (-)/superávit (+)						Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,7	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	4,8	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	-0,4	-0,3	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,6	-1,6	-0,1	-0,2	0,3	1,3	20,4	10,3	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,4

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				Otros acreedores ³⁾
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾			Resto de sectores	
						Total	IFM	Otras sociedades financieras		
	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	49,8	39,3	19,3	10,2	9,8	29,9
2004	69,6	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	34,9
2006	68,8	2,5	11,3	4,1	50,9	32,7	17,6	7,6	7,5	36,1

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	56,9	6,6	5,1	0,6	7,8	61,4	4,9	14,3	26,1	28,8	68,0	1,1
2004	69,6	57,4	6,7	5,1	0,4	7,8	61,8	4,6	14,3	26,5	28,8	68,5	1,1
2005	70,5	57,9	6,8	5,3	0,5	7,9	62,5	4,9	14,4	26,1	30,0	69,2	1,2
2006	68,8	56,2	6,6	5,4	0,6	7,5	61,3	4,6	13,7	25,1	30,0	67,9	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⁾												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP								Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ¹⁰⁾
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,1	-0,4	-0,7	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,4	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	-2,6	0,5	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	41,8	10,5	12,7	15,2	1,8	0,8	0,4	0,2	38,6
II	46,9	46,5	13,4	13,0	15,6	2,0	1,6	0,4	0,2	42,3
III	43,5	43,1	11,6	12,4	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,8
IV	49,1	48,6	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 I	41,9	41,5	10,1	12,7	15,4	1,7	0,8	0,4	0,2	38,5
II	45,6	45,1	12,6	12,7	15,5	2,0	1,6	0,5	0,3	41,1
III	43,5	43,1	11,2	12,8	15,5	1,9	0,8	0,4	0,3	39,7
IV	49,2	48,6	13,4	14,1	16,3	3,0	0,9	0,6	0,3	44,1
2003 I	41,9	41,5	9,8	12,8	15,6	1,7	0,7	0,5	0,2	38,4
II	46,0	44,5	12,1	12,7	15,8	2,0	1,3	1,5	1,2	41,7
III	42,9	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,3
IV	49,3	48,3	13,2	14,2	16,3	2,9	0,8	1,0	0,3	43,9
2004 I	41,4	41,0	9,6	12,8	15,4	1,7	0,6	0,5	0,3	38,1
II	45,1	44,3	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	49,4	48,4	13,0	14,4	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,1
2005 I	42,1	41,6	9,9	12,9	15,4	1,7	0,6	0,5	0,2	38,5
II	44,9	44,3	11,9	13,3	15,3	2,0	1,0	0,6	0,3	40,8
III	43,4	42,8	11,0	12,9	15,3	1,9	0,7	0,7	0,3	39,6
IV	49,6	48,8	13,5	14,4	16,2	3,0	0,9	0,8	0,3	44,4
2006 I	42,7	42,2	10,3	13,3	15,3	1,7	0,8	0,5	0,3	39,2
II	46,1	45,6	12,6	13,7	15,4	2,0	1,2	0,5	0,3	41,9
III	43,8	43,3	11,5	13,0	15,4	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
IV	50,0	49,3	14,3	14,4	16,0	2,9	0,9	0,7	0,3	45,0
2007 I	42,4	42,0	10,3	13,5	14,9	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	
	1	2	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión			Transf. de capital
2001 I	45,6	42,3	10,0	4,2	4,0	24,1	20,8	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	42,5	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,6	1,2
IV	51,1	46,2	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-2,0	1,5
2002 I	46,2	42,8	10,3	4,3	3,7	24,5	21,2	1,3	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,6
II	46,6	43,2	10,3	4,9	3,5	24,4	21,2	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,0	2,5
III	46,9	43,2	10,0	4,7	3,5	24,9	21,5	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
IV	50,9	46,5	11,1	5,7	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
2003 I	46,9	43,4	10,3	4,5	3,5	25,1	21,5	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,5
II	47,4	43,8	10,4	4,8	3,4	25,2	21,8	1,3	3,6	2,4	1,2	-1,4	2,0
III	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,7	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,2	-0,9
IV	51,3	46,4	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,5	43,1	10,3	4,6	3,2	25,0	21,4	1,2	3,3	1,9	1,4	-5,0	-1,8
II	46,6	43,3	10,4	4,8	3,1	24,9	21,6	1,2	3,3	2,3	1,0	-1,5	1,6
III	46,2	42,8	10,0	4,7	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,5	1,0	-3,4	-0,3
IV	50,8	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	43,3	10,3	4,7	3,1	25,2	21,4	1,2	3,8	1,9	1,9	-5,0	-1,9
II	46,5	43,1	10,3	5,0	3,2	24,6	21,5	1,1	3,4	2,4	1,0	-1,6	1,6
III	45,9	42,5	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	26,3	22,7	1,4	4,8	3,1	1,6	-1,2	1,6
2006 I	45,7	42,5	10,1	4,5	3,0	25,0	21,3	1,2	3,1	1,9	1,2	-3,0	0,0
II	46,1	42,7	10,3	4,9	3,1	24,4	21,3	1,1	3,4	2,4	1,0	0,0	3,1
III	46,3	42,1	9,9	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	44,8	41,5	9,9	4,5	2,9	24,2	20,6	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⁾

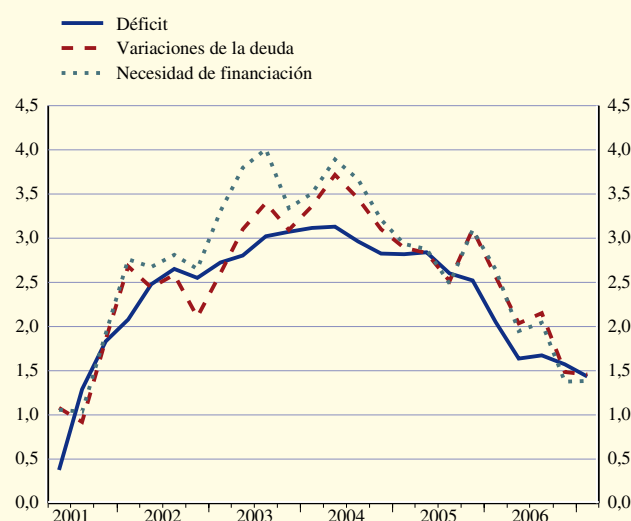
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2004 II	71,2	2,2	12,1	5,5	51,5
III	71,1	2,3	12,0	5,5	51,3
IV	69,6	2,2	11,9	5,0	50,6
2005 I	71,0	2,2	11,9	5,2	51,7
II	71,7	2,3	11,6	5,2	52,5
III	71,3	2,4	11,7	5,2	52,0
IV	70,5	2,4	11,7	4,7	51,6
2006 I	70,9	2,5	11,7	4,9	51,7
II	71,0	2,5	11,6	4,9	52,0
III	70,5	2,5	11,6	4,7	51,6
IV	68,8	2,5	11,3	4,1	50,9
2007 I	69,1	2,4	11,3	4,8	50,5

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	3,9	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	4,9	-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

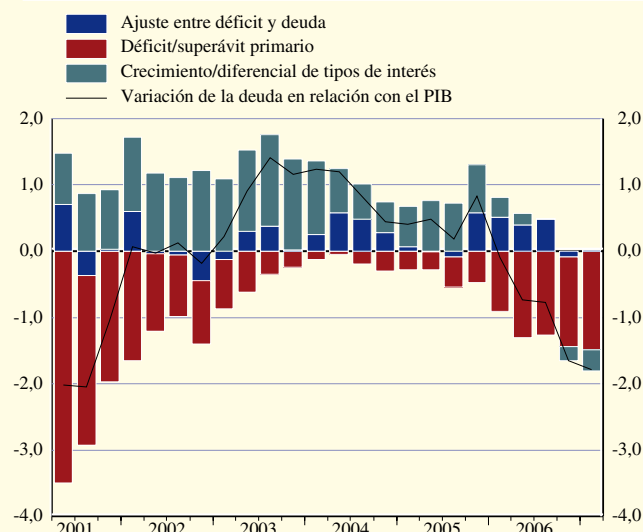
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(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 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
II	-7,0	18,7	13,2	-22,1	-16,8	2,8	-4,2	-21,7	-82,7	90,8	-13,1	-12,2	-4,4	25,9
2006 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	-14,0	4,2	3,9	-17,3	-4,9	1,9	-12,1	1,1	-13,4	5,0	-1,9	12,3	-0,7	11,0
Jun	11,4	10,1	6,3	-0,4	-4,6	0,2	11,6	-40,5	-44,8	70,2	-7,1	-56,9	-1,9	28,9
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2007 Jun	2,6	51,5	37,1	-9,0	-77,1	14,8	17,4	-28,4	-210,3	355,7	-22,4	-140,0	-11,4	11,0

C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



C31 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

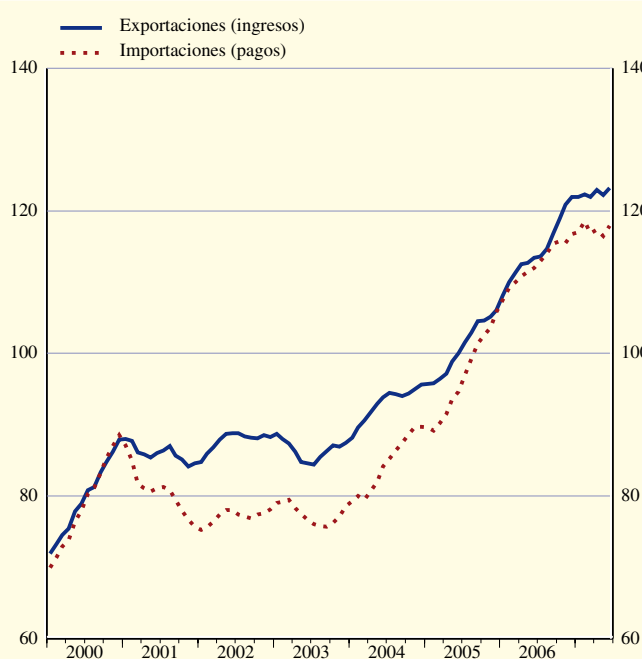
(mm de euros; operaciones)

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 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
II	636,3	643,3	-7,0	371,7	353,0	114,1	100,9	133,1	155,2	17,5	34,3	4,9	2,2
2007 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	209,0	223,1	-14,0	123,2	118,9	37,7	33,7	41,3	58,6	6,9	11,8	2,6	0,7
Jun	226,3	215,0	11,4	129,3	119,2	41,0	34,7	50,4	50,9	5,6	10,2	0,9	0,7
	Datos desestacionalizados												
2006 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	.	.
II	627,7	631,2	-3,5	369,5	353,7	114,1	104,3	123,1	134,2	21,0	39,0	.	.
2006 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	206,3	214,2	-7,8	120,9	116,9	37,5	34,7	39,1	49,5	8,8	13,1	.	.
Jun	216,5	210,6	5,9	126,0	119,0	38,9	35,1	45,3	45,3	6,3	11,2	.	.

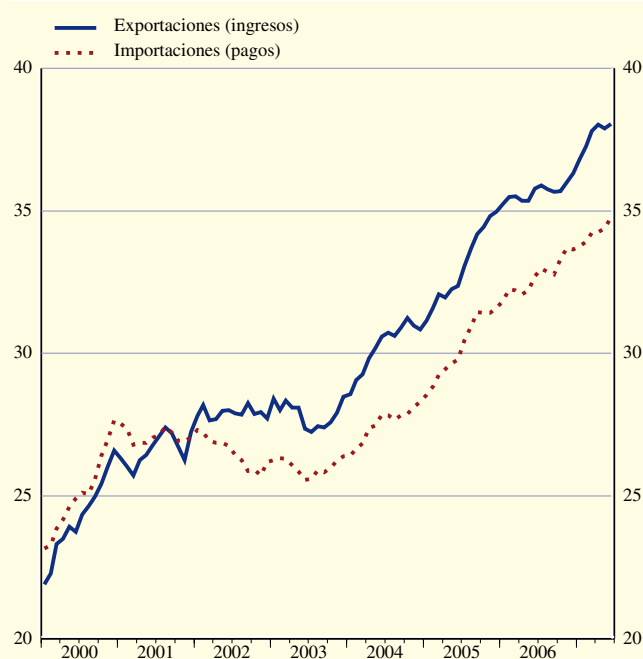
C32 Bienes

(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
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 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
II	-113,3	-82,7	-5,1	-77,6	-30,5	-1,5	-29,1	30,5	33,6	0,6	33,0	-3,1	1,1	-4,2
2006 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	-32,9	-28,0	-3,0	-25,1	-4,9	0,1	-5,1	19,5	24,5	0,6	24,0	-5,0	0,5	-5,5
Jun	-50,2	-35,6	-0,9	-34,8	-14,5	-1,2	-13,3	5,4	4,2	0,2	4,0	1,2	0,0	1,2

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 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
II	0,0	-5,5	-3,4	-	89,6	-0,4	-55,1	-46,4	-	107,0	-0,1	-15,1	-9,3	-	29,4
2006 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	6,8	-	13,2	-0,2	-27,1	-20,7	-	36,4	0,0	-7,4	-2,6	-	15,6
Jun	0,0	2,7	2,8	-	75,3	-0,2	-5,2	-22,3	-	31,1	-0,1	-4,5	-6,9	-	-2,4

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 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
II	-223,4	211,2	-3,3	9,9	-15,6	-15,6	-0,1	-122,1	173,7	-83,1	53,0	-39,0	120,7	-82,5	-10,7	27,8
2006 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	
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	-63,4	75,6	-2,5	-0,8	-4,8	-5,0	-0,3	-27,2	76,5	-25,1	38,2	-2,1	38,3	-28,9	-1,3	0,2
Jun	-5,9	-51,1	-1,6	8,6	-11,9	-8,2	-0,3	30,7	-66,7	-41,0	5,7	71,8	-72,3	-23,1	-2,6	7,3

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 comer- ciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comer- ciales	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 comer- ciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comer- ciales	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.

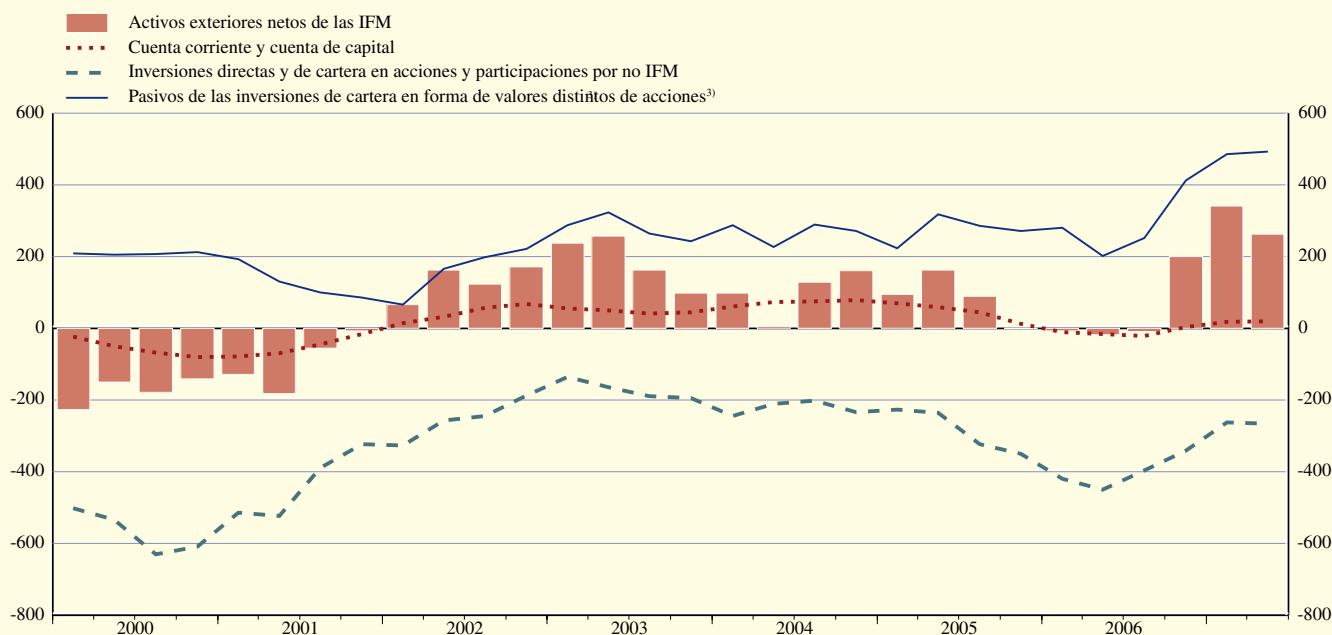
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(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 partici- paciones ³⁾	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	161,2
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 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	147,2	-118,5	49,9	-17,2	9,2	90,9	102,0
II	-4,2	-106,7	29,4	-59,1	78,8	109,2	-98,1	27,7	-13,1	25,9	-10,1	-18,0
2006 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	-23,6	-22,9
Feb	-4,5	-36,2	19,6	-21,1	42,9	41,7	-37,2	35,5	-8,4	15,5	48,0	40,6
Mar	11,1	-15,6	17,7	-10,1	11,5	58,3	-29,1	-5,9	-4,2	33,0	66,5	84,3
Abr	-3,7	-28,4	5,1	-16,2	-1,2	34,6	-29,3	20,7	-4,1	-14,0	-36,4	-39,9
May	-12,1	-30,1	19,0	-16,5	11,5	38,2	-33,7	-0,1	-1,9	11,0	-14,8	-14,4
Jun	11,6	-48,1	5,4	-26,4	68,4	36,5	-35,0	7,0	-7,1	28,9	41,2	36,3
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2007 Jun	18,8	-307,3	133,7	-214,0	254,5	493,2	-311,0	196,5	-22,4	10,6	252,6	262,2

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, veánse 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	-10,1	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	102,1	2.005,9	2.291,9	133,1	2.622,6	366,1
2003	7.964,9	106,4	2.169,3	2.658,1	160,8	2.670,0	306,7
2004	8.768,7	112,6	2.337,1	3.035,8	174,1	2.940,8	281,0
2005	10.806,1	134,2	2.710,3	3.874,9	236,1	3.664,7	320,1
2006 IV	12.288,2	145,7	2.959,6	4.376,2	288,6	4.337,8	325,8
2007 I	12.995,2	152,1	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	123,3	2.230,4	4.032,3	189,0	3.147,0	-
2005	11.623,2	144,3	2.386,2	5.017,6	250,5	3.969,0	-
2006 IV	13.347,5	158,3	2.573,8	5.886,5	303,5	4.583,7	-
2007 I	14.068,4	164,7	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						
	Activos					Activos					Pasivos						
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	
	1	2	AAPP	Otros sectores		6	7	AAPP	Otros sectores	11	12	AAPP	Otros sectores	13	14	Otros sectores	
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 período)

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 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
Jul	328,8	173,6	357,491	4,7	4,1	146,4	5,1	30,8	110,3	-	-	-	0,2	0,0	25,1	-26,9
	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 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
Jul	41,4	9,4	19,442	0,4	0,0	31,6	0,7	4,3	26,5	-	-	-	0,0	0,0	3,0	-2,2

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 1	Impor- taciones 2	Total			Pro memoria: Manufacturas 7	Total			Pro memoria:				
			Bienes intermedios 3	Bienes de equipo 4	Bienes de consumo 5		Bienes intermedios 8	Bienes de equipo 9	Bienes de consumo 10	Manufacturas 11	Petróleo 12			
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2003	-2,3	0,5	1.056,9	499,2	221,3	299,8	915,6	987,8	552,9	164,0	240,0	708,9	109,1	
2004	8,9	9,4	1.142,8	545,8	246,7	314,6	994,9	1.073,4	604,4	183,3	255,4	767,4	129,2	
2005	7,8	13,5	1.237,1	590,1	269,6	334,7	1.068,2	1.223,2	705,1	206,5	275,9	842,4	186,3	
2006	11,2	13,4	1.380,7	665,0	289,6	369,6	1.183,0	1.392,8	827,9	208,9	304,3	938,6	225,3	
2006 I	16,1	22,7	332,5	159,2	71,4	90,3	282,9	338,5	198,8	53,2	74,2	224,5	55,4	
II	9,4	14,5	340,7	163,1	71,5	91,0	290,5	345,0	205,0	52,5	75,6	231,7	57,4	
III	8,0	10,4	346,5	167,9	71,5	92,1	296,6	353,7	213,2	51,6	76,0	236,5	60,0	
IV	11,7	7,6	361,0	174,7	75,2	96,2	313,0	355,6	210,9	51,6	78,5	245,9	52,4	
2007 I	9,3	5,1	366,0	175,3	77,5	97,0	312,5	358,1	211,5	52,6	78,9	250,4	46,8	
II	8,9	3,9	371,4	.	.	.	.	358,7	.	.	.	.	.
2007 Ene	12,0	8,0	121,5	58,3	25,8	32,5	102,9	119,8	71,0	18,2	25,8	83,3	16,1	
Feb	9,8	7,4	121,7	58,3	25,9	32,0	103,5	121,0	71,6	18,1	26,4	84,1	15,4	
Mar	6,7	0,5	122,8	58,8	25,8	32,5	106,1	117,3	68,9	16,4	26,6	83,1	15,3	
Abr	11,1	6,3	122,6	58,2	26,2	32,0	104,8	119,1	71,2	16,5	26,1	82,0	17,2	
May	6,7	1,7	123,3	58,6	25,9	32,7	105,6	119,4	71,9	16,8	25,9	83,3	18,0	
Jun	9,0	3,8	125,4	.	.	.	.	120,2	.	.	.	.	.
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	113,9	107,6	123,7	123,6	116,3	109,9	
2006	7,5	5,8	133,4	130,0	136,6	132,3	133,7	120,9	114,1	125,0	131,7	125,3	110,0	
2006 I	10,7	8,9	128,9	125,4	134,2	129,6	128,2	117,4	110,2	124,7	127,9	120,1	106,2	
II	5,2	4,0	132,1	128,5	135,4	129,9	132,0	119,5	112,4	125,6	132,0	124,6	106,7	
III	5,0	4,5	133,8	130,9	135,5	132,0	134,2	122,0	116,3	124,7	131,1	125,7	115,9	
IV	9,0	6,0	138,6	135,1	141,1	137,6	140,4	124,7	117,7	125,1	135,9	130,6	111,1	
2007 I	7,5	6,1	139,5	133,9	145,0	137,4	139,1	125,3	117,3	128,4	136,0	132,2	101,0	
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 Ene	10,8	9,2	139,6	134,0	145,3	138,6	138,0	126,1	118,4	134,1	133,8	132,2	104,1	
Feb	7,5	8,2	138,9	133,3	146,1	135,5	138,0	126,8	119,1	130,6	136,6	132,4	101,2	
Mar	4,9	1,4	140,1	134,5	143,5	138,1	141,4	122,9	114,5	120,6	137,6	132,0	97,8	
Abr	8,3	6,7	139,2	132,5	145,8	135,9	139,2	124,0	117,2	122,5	134,2	130,0	105,6	
May	3,7	2,5	139,5	132,8	144,5	137,7	140,0	124,7	118,5	124,9	133,6	132,3	109,7	
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	7,3	103,7	104,5	98,6	106,6	101,8	112,7	123,1	91,3	105,1	101,7	166,7	
2006 I	4,9	12,8	103,4	103,7	99,0	106,3	101,5	112,8	122,5	93,3	105,5	101,5	170,0	
II	4,0	10,1	103,4	103,7	98,3	106,9	101,3	113,0	123,9	91,5	104,2	101,0	174,9	
III	2,8	5,6	103,8	104,8	98,1	106,5	101,7	113,5	124,4	90,4	105,5	102,2	168,2	
IV	2,5	1,5	104,4	105,6	99,2	106,7	102,6	111,6	121,6	90,2	105,1	102,2	153,7	
2007 I	1,6	-0,9	105,1	107,0	99,4	107,7	103,4	111,9	122,3	89,6	105,5	102,9	150,8	
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 Ene	1,1	-1,1	104,7	106,6	98,9	107,3	103,0	111,5	122,1	89,1	105,3	102,7	151,2	
Feb	2,1	-0,7	105,3	107,2	99,1	108,2	103,5	112,1	122,4	90,7	105,6	103,5	148,4	
Mar	1,7	-0,9	105,4	107,1	100,2	107,6	103,6	112,1	122,5	89,0	105,6	102,6	152,7	
Abr	2,6	-0,4	105,9	107,7	100,1	107,9	104,0	112,8	123,7	88,4	106,1	102,8	158,8	
May	2,9	-0,8	106,3	108,1	99,9	108,6	104,2	112,5	123,6	88,0	105,8	102,6	160,4	
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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			África	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros					China	Japón	Otros países asiáticos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2003	1.056,9	24,9	38,6	193,8	125,0	29,2	63,3	24,8	167,0	35,1	31,3	135,3	59,2	37,9	91,6
2004	1.142,8	25,7	42,2	205,6	138,3	35,9	66,2	32,1	172,6	40,3	33,2	150,4	64,2	40,4	95,8
2005	1.237,1	29,0	45,1	203,2	157,9	43,7	70,7	34,8	185,0	43,3	34,0	165,9	72,9	46,9	104,7
2006	1.380,7	31,2	49,6	214,9	193,7	55,1	77,2	38,5	199,6	53,6	34,5	183,4	77,1	54,4	117,9
2006 I	332,5	7,6	11,6	53,0	44,5	12,5	18,2	9,6	49,6	12,7	8,8	43,6	19,3	13,1	28,4
II	340,7	7,8	12,2	53,3	47,6	12,9	18,6	9,8	49,6	12,8	8,5	45,1	18,9	13,3	30,2
III	346,5	7,8	12,7	54,5	49,4	14,2	19,5	9,6	49,5	13,6	8,5	46,0	19,0	13,7	28,4
IV	361,0	8,0	13,1	54,1	52,1	15,5	20,9	9,5	50,9	14,6	8,6	48,8	19,8	14,2	30,9
2007 I	366,0	8,4	13,5	56,0	53,8	15,7	20,5	10,1	49,1	14,2	8,7	49,2	21,2	14,8	31,0
II	371,4	.	.	.	.	16,4	20,3	9,9	49,4	15,1	9,0	48,9	20,9	15,0	.
2007 Ene	121,5	2,8	4,5	18,6	17,8	5,1	7,0	3,5	16,6	4,6	2,9	16,5	7,1	4,9	9,5
Feb	121,7	2,8	4,4	18,7	17,9	5,2	6,8	3,2	16,4	4,8	2,9	16,2	7,0	4,9	10,4
Mar	122,8	2,8	4,5	18,6	18,1	5,4	6,7	3,4	16,1	4,7	2,9	16,4	7,1	5,0	11,1
Abr	122,6	2,8	4,4	18,5	18,2	5,4	6,8	3,3	16,8	4,9	2,9	16,0	7,0	5,1	10,5
May	123,3	2,8	4,6	18,6	18,4	5,5	6,8	3,3	15,9	5,2	3,0	16,3	7,0	5,0	10,8
Jun	125,4	.	.	.	.	5,5	6,7	3,2	16,6	5,0	3,1	16,6	7,0	4,9	.
<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	8,5
Importaciones (c.i.f.)															
2003	987,8	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	1.073,4	25,4	39,8	145,0	116,6	56,4	53,5	23,2	113,1	92,1	54,3	161,0	72,8	45,2	75,0
2005	1.223,2	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	1.392,8	27,8	47,4	165,8	153,7	94,6	62,1	29,0	128,5	143,7	56,4	213,0	109,5	66,0	95,2
2006 I	338,5	6,8	11,4	41,4	35,2	23,3	15,0	7,0	31,6	33,1	14,2	52,2	26,9	15,6	24,6
II	345,0	6,8	11,4	42,6	37,3	24,5	15,4	7,5	31,7	34,8	13,9	53,3	27,0	16,0	22,9
III	353,7	7,1	12,0	41,2	39,4	23,8	15,9	7,3	32,3	36,1	14,3	54,7	27,8	16,7	25,1
IV	355,6	6,9	12,6	40,5	41,8	23,0	15,8	7,3	32,8	39,7	14,1	52,8	27,9	17,8	22,6
2007 I	358,1	7,0	12,8	40,4	41,9	22,9	16,7	7,8	33,1	41,6	14,5	51,9	25,9	18,1	23,4
II	358,7	.	.	.	.	23,8	16,6	7,8	32,1	39,1	14,1	52,7	27,0	17,4	.
2007 Ene	119,8	2,4	4,4	13,5	14,1	7,6	5,5	2,6	11,1	13,7	5,0	17,5	8,9	6,2	7,4
Feb	121,0	2,2	4,2	13,6	13,8	7,7	5,6	2,7	11,3	13,8	4,9	18,0	8,8	6,1	8,1
Mar	117,3	2,3	4,2	13,3	14,0	7,6	5,6	2,6	10,6	14,1	4,6	16,4	8,3	5,8	8,0
Abr	119,1	2,4	4,3	13,7	14,1	8,0	5,6	2,6	10,7	12,9	4,5	17,5	8,6	5,7	8,4
May	119,4	2,2	4,4	13,5	14,4	7,8	5,5	2,6	10,9	13,1	4,9	17,7	9,3	5,8	7,1
Jun	120,2	.	.	.	.	8,0	5,6	2,6	10,4	13,0	4,7	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	55,2	16,1	-18,0	12,9	5,6	56,5	-39,3	-20,8	-6,4	-9,7	-1,8	16,0
2004	69,4	0,4	2,4	60,7	21,7	-20,5	12,7	8,9	59,4	-51,8	-21,1	-10,7	-8,6	-4,9	20,8
2005	13,9	2,7	2,9	50,6	28,7	-33,0	12,7	9,6	65,1	-74,7	-19,1	-23,9	-23,0	-6,7	21,8
2006	-12,1	3,4	2,2	49,0	40,0	-39,5	15,1	9,5	71,1	-90,1	-22,0	-29,5	-32,4	-11,7	22,8
2006 I	-6,0	0,7	0,3	11,6	9,3	-10,9	3,2	2,6	18,0	-20,5	-5,4	-8,6	-7,6	-2,5	3,8
II	-4,3	0,9	0,8	10,7	10,4	-11,5	3,2	2,3	17,9	-22,0	-5,5	-8,2	-8,0	-2,6	7,3
III	-7,2	0,7	0,7	13,2	10,0	-9,6	3,6	2,3	17,2	-22,5	-5,7	-8,7	-8,7	-3,0	3,3
IV	5,4	1,1	0,5	13,5	10,3	-7,5	5,1	2,2	18,1	-25,1	-5,4	-4,0	-8,1	-3,6	8,3
2007 I	7,9	1,4	0,7	15,5	11,8	-7,2	3,8	2,2	16,0	-27,4	-5,8	-2,7	-4,7	-3,3	7,5
II	12,6	.	.	.	.	-7,4	3,7	2,0	17,3	-24,0	-5,1	-3,8	-6,1	-2,4	.
2007 Ene	1,8	0,4	0,2	5,1	3,7	-2,5	1,5	1,0	5,5	-9,1	-2,1	-1,0	-1,8	-1,3	2,1
Feb	0,7	0,5	0,2	5,1	4,0	-2,5	1,2	0,5	5,0	-9,0	-2,0	-1,7	-1,8	-1,1	2,2
Mar	5,5	0,5	0,3	5,4	4,1	-2,2	1,1	0,7	5,5	-9,3	-1,7	0,0	-1,1	-0,8	3,2
Abr	3,5	0,4	0,1	4,8	4,1	-2,6	1,2	0,7	6,1	-8,0	-1,6	-1,5	-1,6	-0,6	2,1
May	3,9	0,6	0,3	5,0	4,0	-2,3	1,3	0,7	5,0	-7,9	-1,9	-1,4	-2,3	-0,8	3,7
Jun	5,2	.	.	.	.	-2,5	1,2	0,6	6,2	-8,0	-1,6	-0,9	-2,2	-0,9	.

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, deflactor 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	103,6
2006	103,6	104,4	102,9	100,7	95,9	100,1	110,0	103,3
2006 II	103,8	104,6	103,0	100,8	95,9	100,6	110,1	103,6
III	104,5	105,3	103,7	101,4	96,5	100,8	111,2	104,4
IV	104,6	105,3	104,0	101,4	96,3	100,2	111,3	104,2
2007 I	105,5	105,9	104,8	102,2	96,3	100,8	112,0	104,6
II	107,1	107,2	106,1	-	-	-	113,5	105,6
2006 Ago	104,6	105,4	103,8	-	-	-	111,3	104,5
Sep	104,4	105,2	103,4	-	-	-	111,1	104,2
Oct	103,9	104,6	103,4	-	-	-	110,4	103,5
Nov	104,5	105,2	103,9	-	-	-	111,1	104,1
Dic	105,5	106,0	104,9	-	-	-	112,3	104,9
2007 Ene	104,9	105,5	104,3	-	-	-	111,5	104,2
Feb	105,4	105,9	104,8	-	-	-	111,9	104,5
Mar	106,1	106,4	105,2	-	-	-	112,7	105,1
Abr	107,1	107,4	106,3	-	-	-	113,7	105,9
May	107,3	107,4	106,1	-	-	-	113,6	105,6
Jun	106,9	106,9	105,8	-	-	-	113,1	105,1
Jul	107,6	107,6	106,5	-	-	-	113,9	105,8
Ago	107,1	107,1	106,0	-	-	-	113,7	105,6
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2007 Ago	-0,4	-0,4	-0,4	-	-	-	-0,2	-0,2
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2007 Ago	2,4	1,7	2,2	-	-	-	2,1	1,0

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

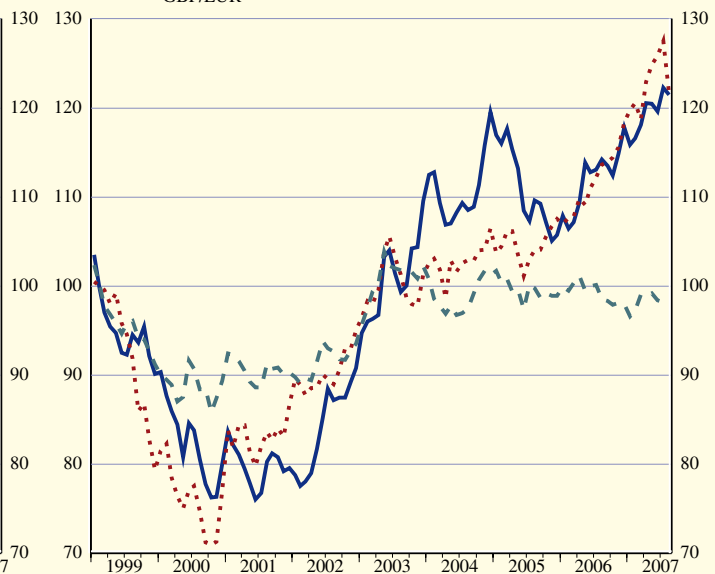
— TCE-24 nominal
 TCE-24 real deflactado por el IPC



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 1	Corona sueca 2	Libra esterlina 3	Dólar estadounidense 4	Yen japonés 5	Franco suizo 6	Won surcoreano 7	Dólar de Hong Kong 8	Dólar singapurense 9	Dólar canadiense 10	Corona noruega 11	Dólar australiano 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 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
Ago	7,4429	9,3231	0,67766	1,3622	159,05	1,6383	1,273,37	10,6469	2,0744	1,4420	7,9735	1,6442
	<i>% variación sobre mes anterior</i>											
2007 Ago	0,0	1,5	0,5	-0,7	-4,6	-1,1	1,1	-0,7	-0,2	0,0	0,4	4,0
	<i>% variación sobre año anterior</i>											
2007 Ago	-0,2	1,2	0,1	6,3	7,1	3,9	3,4	6,9	2,8	0,6	-0,2	-2,1
	Corona checa 13	Corona estonia 14	Libra chipriota 15	Lats letón 16	Litas lituano 17	Forint húngaro 18	Lira maltesa 19	Zloty polaco 20	Corona eslovaca 21	Lev búlgaro 22	Nuevo leu rumano ¹⁾ 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 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	
Ago	27,860	15,6466	0,58420	0,6978	3,4528	255,20	0,4293	3,8116	33,603	1,9558	3,2246	
	<i>% variación sobre mes anterior</i>											
2007 Ago	-1,8	0,0	0,0	0,1	0,0	3,4	0,0	1,2	0,8	0,0	2,9	
	<i>% variación sobre año anterior</i>											
2007 Ago	-1,2	0,0	1,5	0,3	0,0	-7,0	0,0	-2,4	-10,8	0,0	-8,6	
	Yuan renminbi chino ²⁾ 24	Kuna croata ²⁾ 25	Corona islandesa 26	Rupia indonesia ²⁾ 27	Ringgit malasio ²⁾ 28	Dólar neozelandés 29	Peso filipino ²⁾ 30	Rublo ruso ²⁾ 31	Rand sudafricano 32	Baht tailandés ²⁾ 33	Nueva lira turca ³⁾ 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 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	
Ago	10,3162	7,3161	88,46	12,765,65	4,7457	1,8786	62,862	34,9211	9,8391	43,337	1,7921	
	<i>% variación sobre mes anterior</i>											
2007 Ago	-0,7	0,3	6,4	2,6	0,6	7,7	0,7	-0,3	2,8	3,5	2,0	
	<i>% variación sobre año anterior</i>											
2007 Ago	1,0	0,4	-1,8	9,6	0,8	-7,1	-4,3	1,9	10,5	-10,1	-4,7	

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 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
Jul	6,8	2,5	1,1	6,5	2,3	9,5	5,1	8,3	-0,2	2,5	4,1	1,2	1,4	1,9
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 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	4,53	4,65	-	4,44	5,62	4,57	6,71	5,12	5,52	7,05	4,66	4,44	5,49
Jul	4,79	4,59	4,58	-	4,44	5,28	4,89	6,58	5,18	5,60	6,86	4,70	4,45	5,46
Tipo de interés a tres meses en porcentaje: media del período														
2007 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
Jul	4,69	3,07	4,42	4,73	4,05	6,66	4,97	7,87	4,44	4,78	.	4,34	3,78	6,02
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	3,7	11,7	7,0	3,1	3,1	6,9	7,7	9,6	4,3	3,1
2007 I	6,2	6,2	2,7	9,8	4,0	11,2	8,0	2,6	3,5	6,8	6,0	9,0	3,4	3,0
II	.	.	0,6	.	3,7	11,3	7,7	1,8	.	6,9	.	9,4	3,3	3,0
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB														
2005	-11,0	-1,5	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	-2,8	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 IV	-24,5	-4,8	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
II	.	.	3,0	.	.	.	-11,5	.	.	.	.	-3,4	.	.
Costes laborales unitarios														
2005	2,4	-0,7	1,0	2,7	1,3	15,2	3,4	3,1	-0,5	0,3	.	0,5	0,6	3,9
2006	4,5	1,0	2,1	5,7	0,1	14,0	7,0	.	0,0	.	.	1,2	-0,4	2,4
2006 IV	-	1,8	3,4	8,3	-	-	10,0	-	0,0	-	-	0,6	0,1	1,5
2007 I	-	3,7	4,5	14,9	-	-	9,2	-	-0,4	-	-	0,3	4,6	-0,1
II	-	.	5,5	.	-	-	.	-	.	-	-	.	.	.
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	6,8	5,6	7,5	7,3	13,8	7,3	13,3	7,1	5,3
2006 IV	8,2	6,5	3,6	5,6	4,3	6,2	4,8	7,6	6,9	12,4	7,2	12,3	6,5	5,3
2007 I	7,7	5,9	3,9	4,9	4,1	6,3	4,8	7,4	6,6	10,9	6,5	11,3	6,3	5,5
II	7,2	5,8	3,5	5,2	4,0	5,9	4,9	7,7	6,4	10,4	7,2	10,8	5,7	.
2007 Abr	7,4	5,9	3,5	5,2	4,1	6,0	5,0	7,6	6,4	10,7	7,2	10,8	6,0	5,4
May	7,2	5,8	3,5	5,3	4,1	5,9	4,9	7,7	6,5	10,4	7,2	10,8	5,8	5,3
Jun	7,0	5,7	3,4	5,3	3,9	5,8	4,7	7,7	6,4	10,1	7,2	10,7	5,4	.
Jul	6,6	5,5	3,2	5,4	4,1	5,6	4,7	7,7	6,3	9,7	6,9	10,6	5,2	.
Ago	.	.	.	.	4,0	.	.	7,7	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

9.2 En Estados Unidos y Japón

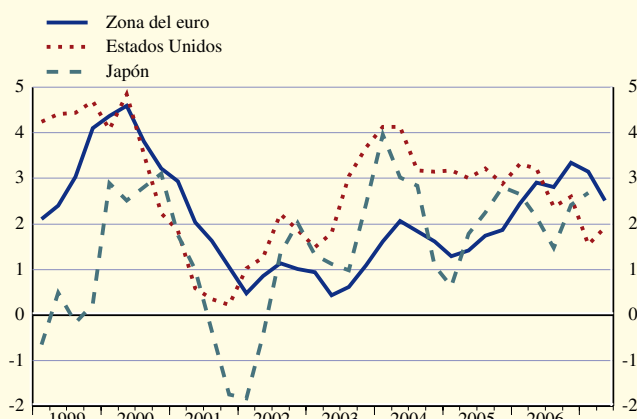
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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	-0,5	3,1	4,0	5,1	4,3	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2006	3,2	-1,5	2,9	5,0	4,6	4,7	5,19	4,79	1,2556	-2,3	48,5
2006 II	4,0	-2,1	3,2	5,5	4,6	4,8	5,21	5,07	1,2582	-2,3	48,6
III	3,3	-3,9	2,4	6,1	4,7	4,6	5,43	4,90	1,2743	-2,6	48,5
IV	1,9	0,4	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	3,1	1,9	1,8	4,5	6,2	5,36	4,84	1,3481	.	.
2007 Abr	2,6	-	-	1,8	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	-	-	1,7	4,5	6,1	5,36	5,11	1,3419	-	-
Jul	2,4	-	-	1,9	4,6	6,1	5,36	5,01	1,3716	-	-
Ago	.	-	-	.	.	.	5,48	4,68	1,3622	-	-
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	2,6	3,0	4,0	1,0	0,62	1,68	156,43	.	.
II	-0,1	.	2,3	2,4	3,8	1,5	0,69	1,74	162,89	.	.
2007 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	.	-	1,1	3,7	1,9	0,73	1,89	164,55	-	-
Jul	0,0	.	-	3,2	3,6	2,1	0,77	1,89	166,76	-	-
Ago	.	.	-	.	.	.	0,92	1,65	159,05	-	-

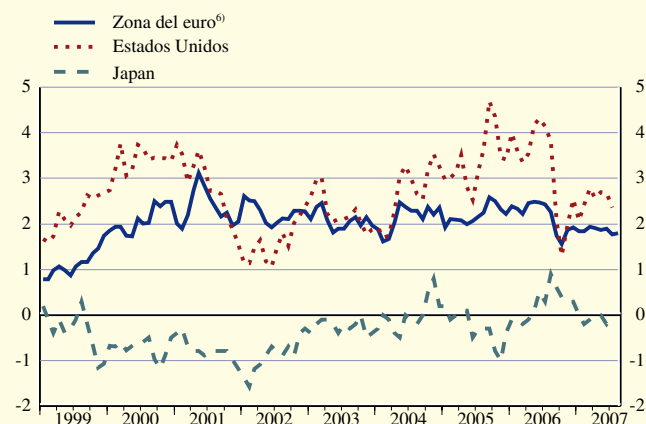
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(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 5 de septiembre 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, 2 DE AGOSTO Y 6 DE SEPTIEMBRE 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.



EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)



FLUJOS DE PAGOS DE TARGET

En el segundo trimestre del 2007, TARGET procesó una media diaria de 369.066 pagos, por un importe medio total diario de 2.422 mm de euros, las cifras más altas desde la implantación de TARGET. En comparación con el trimestre precedente, ello supuso un aumento del 7% en el número de órdenes y del 8% en su importe. Si se compara con el mismo período del año pasado, se observa un incremento del 10% en el número de operaciones procesadas y del 13% en su importe. La cuota total de mercado de TARGET se mantuvo en el mismo nivel elevado, el 89%, en lo que respecta al importe de los pagos, y se situó en el 60%, en cuanto al número de órdenes procesadas. El día de máxima actividad de TARGET durante el trimestre fue el 29 de junio, último día del trimestre, fecha en que se procesó un total de 519.780 pagos.

PAGOS INTRA-ESTADO MIEMBRO

TARGET procesó una media diaria de 286.239 pagos intra-Estado miembro, por un importe medio total diario de 1.547 mm de euros, en el segundo trimestre del 2007. Con respecto al trimestre precedente, estos resultados supusieron un aumento del 7% en el número de operaciones procesadas y del 6% en su importe. En relación con el mismo período del 2006, el número de órdenes de pago y el importe crecieron un 11% y un 10%, respectivamente. Los pagos intra-Estado miembro representaron el 77,6% del total de operaciones procesadas por TARGET y el 63,9% de su importe. El importe medio de estas operaciones se mantuvo en 5,4 millones de euros. Por tramos de importes, el 63% de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 10% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos intra-Estado miembro por un importe superior a mil millones de euros se situó en 183 operaciones. El día de máxima actividad del trimestre fue el 29 de junio, fecha en que se procesó un total de 401.569 pagos.

PAGOS ENTRE ESTADOS MIEMBROS

En cuanto a las operaciones entre Estados miembros, TARGET procesó una media diaria de 82.827

pagos, por un importe medio total diario de 875 mm de euros, en el segundo trimestre del 2007. En comparación con el trimestre anterior, esta cifra supuso un incremento del 6%, en el número de pagos y del 12% en el importe. El número de pagos interbancarios aumentó un 4%, y su importe, un 13%, en relación con el trimestre precedente. Por su parte, los pagos de clientes registraron un aumento del 8% en el número de operaciones y del 9% en su importe, con respecto al trimestre anterior. La proporción de pagos interbancarios en relación con la media diaria de operaciones entre Estados miembros fue del 46% en lo que se refiere al número de operaciones y del 94% en cuanto al importe. En comparación con el trimestre precedente, el importe medio de los pagos interbancarios ascendió de 19,9 millones de euros a 21,1 millones de euros, y el de los pagos de clientes se mantuvo en 1,1 millones de euros. Por tramos de importes, el 66% de los pagos entre Estados miembros se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 14% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos entre Estados miembros por un importe superior a mil millones de euros se situó en 85 operaciones. El día de máxima actividad del trimestre fue el 29 de junio, fecha en que se procesó un total de 118.211 pagos.

Cuadro I Disponibilidad de TARGET para cada componente nacional y para el mecanismo de pagos del BCE

Componente nacional de TARGET	Disponibilidad II 2007
Bélgica	100,00%
Dinamarca	99,69%
Alemania	100,00%
Estonia	100,00%
Irlanda	99,97%
Grecia	99,63%
España	100,00%
Francia	99,08%
Italia	100,00%
Luxemburgo	100,00%
Países Bajos	99,92%
Austria	99,72%
Polonia	100,00%
Portugal	100,00%
Finlandia	100,00%
Reino Unido	100,00%
Mecanismo de pagos del BCE	100,00%
Disponibilidad general de TARGET	99,88%

Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: número de operaciones

(número de pagos)	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	20.854.425	20.313.134	22.062.699	22.069.092	22.882.111
Media diaria	336.362	313.247	350.202	344.830	369.066
Pagos intra-Estado miembro					
Total	16.019.310	15.686.100	17.153.073	17.071.952	17.746.830
Media diaria	258.376	241.873	272.271	266.749	286.239
Pagos entre Estados miembros					
Total	4.835.115	4.627.034	4.909.629	4.997.140	5.135.281
Media diaria	77.986	71.374	77.931	78.080	82.827
Otros sistemas					
EURO1 (EBA)					
Total	12.024.168	11.712.173	12.390.099	12.540.775	13.252.906
Media diaria	194.328	180.593	196.668	195.876	213.757
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	1.664.581	1.587.129	1.700.859	1.687.885	1.659.684
Media diaria	24.880	24.512	26.998	26.235	26.769
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	172.023	144.456	136.200	136.111	173.124
Media diaria	2.579	2.224	2.162	2.126	2.792

Cuadro 3 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: importe de las operaciones

(mm de euros)	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	133.405	131.843	137.943	143.598	150.143
Media diaria	2.152	2.031	2.190	2.244	2.422
Pagos intra-Estado miembro					
Total	86.989	85.847	90.307	93.776	95.905
Media diaria	1.403	1.322	1.434	1.465	1.547
Pagos entre Estados miembros					
Total	46.416	45.995	47.637	49.822	54.237
Media diaria	749	709	756	778	875
Otros sistemas					
EURO1 (EBA)					
Total	11.936	12.399	12.766	13.480	13.876
Media diaria	193	191	203	210	224
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	3.891	3.572	3.795	3.883	4.459
Media diaria	62	55	60	61	72
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	112	111	114	128	115
Media diaria	2	2	2	2	2

DISPONIBILIDAD DE TARGET Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el segundo trimestre del 2007, TARGET logró una disponibilidad general del 99,88%, en comparación con el 99,87% del trimestre anterior. El número de incidencias que afectó a la disponibilidad del sistema fue de 13, una más que en el trimestre precedente. Las incidencias que se consideran para calcular la disponibilidad de TARGET son las que impiden que se procesen los pagos durante diez minutos o más. En el segundo trimestre del 2007 se produjeron tres incidencias de duración superior a dos horas. En el cuadro 1 se muestra la disponibilidad de TARGET para cada componente nacional y para el mecanismo de pagos del BCE. En el trimestre analizado, el 98,71% de los pagos entre Estados miembros se procesó en menos de cinco minutos, el 1,16% tardó de cinco a quince minutos, y el 0,05%, entre quince y treinta minutos. En promedio, el tiempo de procesamiento fue superior a treinta minutos en 66 pagos diarios, lo que debe considerarse en el contexto de una media de 82.827 pagos entre Estados miembros procesados diariamente.



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 junio y agosto 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.

«Salos 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.
- 68 «The securities custody industry», por D. Chan, F. Fontan, S. Rosati y D. Russo, agosto 2007.
- 69 «Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy», por M. Sturm y F. Gurtner, agosto 2007.
- 70 «The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF», por M. Skala, C. Thimann y R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 «The economic impact of the Single Euro Payments Area», por H. Schmiedel, agosto 2007.

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

- 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-cyclical 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 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.
- 790 «Asset prices, exchange rates and the current account», por M. Fratzscher, L. Juvenal y L. Sarno, agosto 2007.
- 791 «Inquiries on dynamics of transition economy convergence in a two-country model», por J. Brůha y J. Podpiera, agosto 2007.
- 792 «Euro area market reactions to the monetary developments press release», por J. Coffinet y S. Goueron, agosto 2007.
- 793 «Structural econometric approach to bidding in the main refinancing operations of the Eurosystem», por N. Cassola, C. Ewerhart y C. Morana, agosto 2007.
- 794 «(Un)naturally low? Sequential Monte Carlo tracking of the US natural interest rate», por M. J. Lombardi y S. Sgherri, agosto 2007.
- 795 «Assessing the impact of a change in the composition of public spending: a DSGE approach», por R. Straub y I. Tchakarov, agosto 2007.
- 796 «The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area», por E. Hahn, agosto 2007.
- 797 «Joint estimation of the natural rate of interest, the natural rate of unemployment, expected inflation, and potential output», por L. Benati y G. Vitale, agosto 2007.
- 798 «The transmission of US cyclical developments to the rest of the world», por S. Dées e I. Vansteenkiste, agosto 2007.
- 799 «Monetary policy shocks in a two-sector open economy: an empirical study», por R. Llaudes, agosto 2007.
- 800 «Is the corporate bond market forward-looking?», por J. Hilscher, agosto 2007.
- 801 «Uncovered interest parity at distant horizons: evidence on emerging economies and non-linearities», por A. Mehl y L. Cappiello, agosto 2007.
- 802 «Investigating time variation in the marginal predictive power of the yield spread», por L. Benati y C. Goodhart, agosto 2007.
- 803 «Optimal monetary policy in an estimated DSGE for the euro area», por S. Adjemian, M. Darracq Pariès y S. Moyen, agosto 2007.
- 804 «Growth accounting for the euro area: a structural approach», por T. Proietti y A. Musso, agosto 2007.
- 805 «The pricing of risk in European credit and corporate bond markets», por A. Berndt e I. Obreja, agosto 2007.
- 806 «State dependency and firm-level optimisation: a contribution to Calvo price staggering», por P. McAdam y A. Willman, agosto 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 Berés, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», enero 2007.

«Letter from the President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament», enero 2007.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics - Annual quality report», febrero 2007.

«List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2007 (sólo en Internet).

«Financial statistics for a global economy - proceedings of the 3rd ECB conference on statistics», febrero 2007.

«Euro Money Market Study 2006», febrero 2007 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», febrero 2007.

«Monetary financial institutions and markets statistics sector manual», marzo 2007.

«Financial integration in Europe», marzo 2007.

«TARGET2-Securities - The blueprint», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Technical feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Operational feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Legal feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Economic feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System», abril 2007.

«How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins», abril 2007.

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

«TARGET Annual Report 2006», mayo 2007 (sólo en Internet).

«European Union balance of payments: international investment position statistical methods», mayo 2007.

«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Members States of the European Union: statistical tables», mayo 2007 (sólo en Internet).

«The euro bonds and derivatives markets», junio 2007.

«The euro bonds and derivatives markets», junio 2007 (sólo en Internet).

«Review of the international role of the euro», junio 2007.

«Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications», junio 2007.

«Financial Stability Review», junio 2007.

«Monetary policy: A journey from theory to practice», junio 2007.

«The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions», julio 2007 (solo en Internet).

«Fifth SEPA progress report», julio 2007 (solo en Internet).

«Potential impact of Solvency II on financial stability», julio 2007.

«The role of central counterparties-issues related to central counterparty clearing», ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, julio 2007.

«European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions», julio 2007.

«Payment and securities settlement in the European Union» (Blue Book), Vol. 1: euro area countries, Vol. 2 non-euro area countries, agosto 2007.

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.